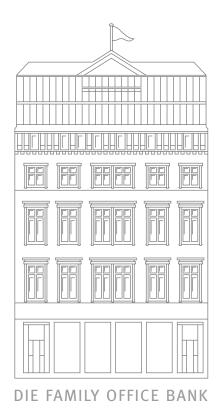
# MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



### Jahresrückblick 2019 und Ausblick 2020

Die Zukunft der Globalisierung

#### **VORWORT**

Mit dem Jahr 2019 ist auch ein Jahrzehnt zu Ende gegangen. Aus Sicht der Kapitalanleger war es eine außergewöhnlich gute Dekade. Der DAX legte um mehr als 120 Prozent zu, USamerikanische Aktien sogar um das Doppelte. Aber auch Anleihen, Immobilien, Beteiligungen, Gold und der US-Dollar brachten über die letzten zehn Jahr insgesamt satte Erträge. Lediglich Rohstoffe verzeichneten ein Minus.

Vor zehn Jahren hatte kaum jemand mit einer solchen Entwicklung gerechnet. Die 2000er Jahre hatte der DAX mit einem Minus von über sechs Prozent abgeschlossen. Der Start des abgelaufenen Jahrzehnts war holprig, denn die Wirtschaft litt unter den Nachwirkungen der Finanzkrise und der 2010 beginnenden Eurokrise. Am Ende jedoch triumphierten einmal mehr die Optimisten, die das Risiko der Kapitalmärkte nicht scheuen.

Aber war der Boom der 2010er Jahre vielleicht nur eine schuldenfinanzierte Blase? Getrieben von den Zentralbanken, die mit billigem Geld und direkten Wertpapierkäufen eine Inflation der Vermögenspreise erzeugten? Haben sich die Bewertungen an den Kapitalmärkten nicht inzwischen so weit von der wirtschaftlichen Realität entfernt, dass eine scharfe Korrektur unmittelbar bevorstehen muss?

Es sind diese Ängste, die den Nährboden zahlreicher Crash-Propheten bilden. Ein Blick auf die Bestseller-Listen zeigt, dass sich Panikmache bestens verkauft. Das nutzt der eigenen Publicity, erhöht die Klick-Zahl bei YouTube und führt zu Einladungen in Talk-Shows. Je plakativer die Thesen, desto besser funktioniert das Marketing für die eigenen Bücher, die eigenen Fonds oder den selbst betriebenen Goldhandel.

Die Krisenpropheten identifizieren die Geldpolitik als Ursache allen Übels. Durch die niedrigen Zinsen werden angeblich unrentable Unternehmen künstlich am Leben erhalten und die Verschuldung angeheizt. Garniert werden die Untergangsprognosen gerne mit populistischer Kritik an der EU-Bürokratie oder der großen Koalition in Berlin.

Warum aber ist das Geldmengenwachstum kaum gestiegen, wenn die Zentralbanken so unverhältnismäßig expansiv waren? Hat nicht auch der Rückgang der Inflationsraten das Zinsniveau gesenkt? Und könnten die niedrigen Kapitalmarktzinsen nicht auch das Ergebnis eines weltweiten Überangebots an Ersparnis sein?

Mit solchen Argumenten beschäftigen sich die Crash-Propheten nur ungern. Sie profitieren schließlich von der Angst, die sie schüren, und setzen darauf, dass es ihnen wie der stillstehenden Uhr geht, die zweimal am Tag die richtige Zeit anzeigt. Als



Ratgeber für die Kapitalanlage taugen sie nicht. Wäre man ihrem Rat gefolgt, hätte man auf bedeutende Vermögenzuwächse verzichtet, die heute helfen, Risiken zu tragen. Das abgelaufene Jahrzehnt war ein neuerlicher Beweis dafür, dass langfristig die Optimisten die besten Anlageergebnisse erzielen.

Auch wir blicken in dieser Publikation, die mit dieser Ausgabe ihr zehnjähriges Jubiläum feiert, optimistisch in die Zukunft. In unserem Schwerpunktthema setzen wir uns mit der Globalisierung auseinander, der gerade Deutschland einen erheblichen Teil seines Wohlstands zu verdanken hat. Nicht erst seit den Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China hat der Welthandel allerdings deutlich an Dynamik verloren. Wir analysieren die Probleme der Globalisierung, ihre Auswirkungen auf die Kapitalanlage und skizzieren die Umrisse einer zukünftigen Welthandelsordnung.

Trotz schwacher Konjunkturdaten und enttäuschender Unternehmensgewinne lagen 2019 oft alle Assetklassen deutlich im Plus. Wider Erwarten wurden die Vorjahresverluste aufgeholt und sogar teilweise Höchststände erreicht. Die erneut expansivere Geldpolitik der Notenbanken, aber auch die Abnahme politischer Unsicherheiten stützten die Märkte. Inzwischen haben sich die Aussichten für die Konjunktur etwas verbessert, was nicht nur an der Geldpolitik liegt. Durch die Annäherung im Handelsstreit zwischen den USA und China sowie das Ende des Stillstands bei den Brexit-Bemühungen hat sich die Lage ebenfalls verbessert. Die Aktienmärkte haben 2019 schon einiges von diesen Entwicklungen vorweggenommen, jedoch bleibt für 2020 immer noch Potenzial. Schwieriger wird es dagegen für die Rentenmärkte, da die Leitzinsen vermutlich nicht weiter gesenkt werden.

Thomas R. Fischer, Sprecher des Vorstandes

Thomas Fricher

Hamburg, Januar 2020

Vorwort	1
Zusammenfassung	5
Schwerpunktthema: Die Zukunft der Globalisierung	10
Jahresausblick 2020: Volkswirtschaft und Geldpolitik	31
Weltkonjunktur: Licht am Ende des Tunnels	31
USA: Schwächeres Wachstum, aber keine Rezession	32
China: Der private Konsum stützt das Wachstum	35
Euroraum: Wenn zwei sich streiten, leidet der Dritte	36
Großbritannien: Der Brexit beginnt erst jetzt	40
Deutschland: Vom Primus zum Sorgenkind	41
Devisenmarkt: Das Comeback des Euro	43
Jahresausblick 2020: Liquide Vermögensklassen	47
Geldmarkt: Keine Besserung in Sicht	47
Rentenmarkt: Leichter Zinsanstieg	49
Aktienmarkt: Verhaltener Optimismus	55
Rohstoffmarkt: Gemischte Aussichten	63
Hedgefonds: In 2020 wieder gefragter	67
Jahresausblick 2020: Vermögensklasse Immobilien	
Jahresausblick 2020: Vermögensklasse Beteiligungen	80
Private Equity, Listed Private Equity und Private Debt	80
Jahresrückblick 2019	93
Konjunktur und Geldpolitik	93
Devisenmarkt	95
Geldmarkt	96
Aktienmarkt	98
Rohstoffmarkt	101
Hedgefondsmarkt	102
Immobilienmarkt	103
Private Equity Markt	105
Listed Private Equity	106
Private Debt	107
Impressum	109

#### ZUSAMMENFASSUNG

In den vergangenen zehn Jahren hat die **Dynamik des Welthandels** deutlich abgenommen. Die Gründe dafür sind vielfältig. Zum einen liegt das globale Wachstum seit der Finanzkrise 2008 unter seinem langjährigen Durchschnitt. Zum anderen hat China, das der wesentliche Treiber für die Dynamik des Welthandels ist, eine neue Entwicklungsstufe erreicht, in der die Bedeutung des Außenhandels abnimmt. Aber auch der zunehmende Protektionismus insbesondere in den USA wirft Sand in das Getriebe des Freihandels. Ist damit das Ende der Globalisierung erreicht?

Wir zeigen in unserem Schwerpunktthema, dass sich Phasen der Globalisierung immer wieder mit Phasen der Deglobalisierung abwechseln. Vom letzten Globalisierungsschub haben vor allem China und die multinationalen Konzerne extrem stark profitieren können, was von der Geld- und Steuerpolitik noch unterstützt wurde. Für die Zukunft der Globalisierung ist entscheidend, dass Gewinne aus dem Freihandel weniger einseitig verteilt und die Weichen für einen stärker von den Dienstleistungen getriebenen Handel richtig gestellt werden. Veränderte Wertschöpfungsketten und technologische Innovationen könnten zur Folge haben, dass das Wachstumstempo des Welthandels strukturell abnimmt.

Die volkswirtschaftlichen Perspektiven für das Jahr 2020 sind durchaus gut. Die seit fast zwei Jahren anhaltende Schwäche im globalen Verarbeitenden Gewerbe, die Deutschland an den Rand der Rezession gebracht hat, könnte ihren Tiefpunkt durchschritten habe. Entlastungen könnte es auch von der politischen Seite geben. Im Handelsstreit zwischen den USA und China deutet sich zwar noch keine endgültige Lösung, aber immerhin auch keine weitere Verschärfung an. Einer der Gründe

dafür sind die US-Wahlen im November, da die Wahrscheinlichkeit einer Wiederwahl Donald Trumps in hohem Maße von der Stärke der US-Konjunktur abhängt. In Europa könnte im Drama um den britischen EU-Austritt endlich der letzte Akt gespielt und so die Unsicherheit für die Wirtschaftsakteure gesenkt werden.

Ein weiterer Grund für die zu erwartende wirtschaftliche Belebung ist die expansive Wende der großen Notenbanken im vergangenen Jahr. Mit drei Leitzinssenkungen in den USA und einem großen Paket stimulierender Maßnahmen im Euroraum sind die geldpolitischen Vorzeichen für 2020 positiv. Wird die wirtschaftliche Talsohle im Winterhalbjahr tatsächlich durchschritten, dürfte es im laufenden Jahr keine zusätzlichen Impulse der Notenbanken geben. Ein immer noch sehr moderates Inflationsumfeld spricht allerdings ebenso gegen eine geldpolitische Wende mit stärker steigenden Zinsen. In unserem Basisszenario kann sich die Weltwirtschaft im laufenden Jahr erholen, ohne dass es dazu weiterer Hilfestellungen durch Geld- und Fiskalpolitik bedürfte.

Am **Devisenmarkt** ist in diesem Jahr eine Trendwende beim Euro/US-Dollar-Wechselkurs möglich. Trotz einer nach Kaufkraftparitäten bemessenen Überbewertung konnte der US-Dollar im Vorjahr weiter aufwerten. Im Jahr 2020 dürften sich einige

Die volkswirtschaftlichen Perspektiven für 2020 sind durchaus gut.

Konjunkturprognosen Marcard, Stein & Co

BIP-Wachstum	2019 Ist-Werte	2020 Konsens	2020 Prognose Marcard
Welt	3,0%	3,2%	3,4%
USA	2,4%	1,9%	2,0 %
China	6,1%	5,9%	6,1 %
Euroraum	1,2%	1,1%	1,3 %

der Unterstützungsfaktoren des Greenback jedoch abschwächen. So sollte sich der Zinsvorsprung der USA gegenüber Europa nicht weiter verstärken. Auch dürften die Wachstumsdifferenzen dies- und jenseits des Atlantiks etwas abnehmen. Der Euro dürfte gegenüber dem US-Dollar daher etwas aufwerten. In unserem Hauptszenario sollte auch die Nachfrage nach sicheren Häfen etwas zurückgehen. Der Japanische Yen sowie der Schweizer Franken dürften daher nicht weiter gegenüber dem Euro aufwerten. Stärkeres Wachstum in den Schwellenländern sowie eine etwas erhöhte Risikoneigung sollten dazu führen, dass Schwellenländerwährungen in der Breite ihre Verluste des Vorjahres zumindest teilweise wieder wettmachen können.

Die EZB hat im letzten Jahr dafür gesorgt, dass sich das Umfeld negativer Zinsen weiter verfestigt hat. Mit der Absenkung des Einlagensatzes auf nunmehr minus 0,5 Prozent wurde die Anlage von Liquidität am **Geldmarkt** noch unattraktiver gemacht. Eine abermalige Zinssenkung erwarten wir nicht, da wir nicht mit einer weiteren Konjunktureintrübung rechnen. Bezüglich der Geldmarktsätze kommt es zu einer Anpassung und es gilt ein neuer Satz für Tagesgelder mit dem unaussprechlichen Namen €STR (Euro Short-Term Rate). Die Probleme am US-Repo-Markt werden vorerst bestehen bleiben, scheinen aber von Notenbank und Finanzministerium unter Kontrolle gehalten werden zu können.

Am Rentenmarkt werden in diesem Jahr die Renditen von Bundesanleihen nur geringfügig ansteigen. Die Rendite dürfte maximal auf minus 0,1 Prozent klettern. Ein stärkerer Anstieg ist aufgrund der Knappheit an deutschen Staatstiteln nicht zu rechtfertigen. Denn zum einen erwirbt die EZB weiterhin Bundesanleihen und zum anderen kommt wenig neues Angebot an den Markt. Bei US-Staatsanleihen erwarten wir einen Anstieg der Renditen, der von einem leichten Anstieg der Inflationsraten ausgelöst wird. Unternehmensanleihen haben eine attraktive Ertragserwartung bei moderaten Risiken. Vor allem bei High Yield-Anleihen und Peripherieanleihen erscheinen die Risiken aber angesichts der tiefen Anleihespreads nicht im richtigen Verhältnis zu stehen. Da nicht mit einem überraschenden Anstieg der Inflation zu rechnen ist, bieten inflationsindexierte Anleihen keinen Mehrwert gegenüber ihren nominalen Pendants.

Nach den starken Bewertungsanstiegen des letzten Jahres rückt bei **Aktien** in diesem Jahr wieder das fundamentale Umfeld in den Vordergrund. Eine erwartete Erholung des Verarbeitenden Gewerbes und des Welthandels dürften sich positiv auf die Gewinne europäischer Unternehmen auswirken. In den USA sorgt die Präsidentschaftswahl für Unterstützung. Historisch waren Wahljahre meistens gute Aktienjahre. Stärkere Kursanstiege werden in den USA allerdings von den ambitionierten Bewertungen behindert. Schwellenländeraktien dürften von einer Ausweitung der Wachstumsdifferenzen im Vergleich zu Industrienationen profitieren. Das Umfeld spricht in der Breite zudem für eine Erholung des Value-Segments. Dabei bleibt jedoch zu beachten, dass sämtliche Prognosen vom weiteren Verlauf des Handelskonflikts zwischen China und den USA abhängen und daher eine erhebliche Unsicherheit aufweisen.

Bei den **Rohstoffen** muss zwischen Edelmetallen, Öl und Industriemetallen unterschieden werden. Der Goldpreis könnte angesichts der im letzten Jahr gefallenen Realzinsen noch ein wenig ansteigen. Unterstützung könnte weiterhin von den globalen Zentralbanken kommen, die einen großen Teil des Goldangebots in ihre Tresore überführen, um das Vertrauen in das Finanzsystem zu stärken. Rohöl hat erneut ein schweres Jahr vor sich, denn der Markt bleibt gut versorgt. Allerdings könnte zum Jahresende die Produktion in den USA etwas abflauen, weil angesichts mäßiger Erträge bei den Ölförderern nur noch wenig in neue Förderstätten investiert wird. Bei den Industriemetallen sind viele Metallmärkte nach der letztjährigen Krise in der Industrie noch gut versorgt, sodass wir keinen nachhaltigen Preisdruck erwarten.

Das gesunkene Zinsniveau hat **Hedgefonds** wieder relativ attraktiver gemacht. Geringe oder sogar negative Renditeerwartungen in klassischen Anlageklassen erhöhen den Bedarf der Anleger, Alternativen zur Diversifikation und Renditegenerierung zu finden. Zu anderen Märkten unkorrelierte Hedgefonds können bei positiver Renditeerwartung das Rendite-Risiko-Profil eines Portfolios deutlich verbessern. Da die Performance von Hedgefonds jedoch fast ausschließlich von den Fähigkeiten des Managements abhängt, ist die Managerselektion umso wichtiger. Im aktuellen Umfeld spricht einiges dafür, dass Volatilitätsstrategien und marktneutrale Ansätze zu den Gewinnern im Jahr 2020 gehören könnten.

Die deutschen **Wohnimmobilienmärkte** tendieren im Hinblick auf Mieten und Preise zunehmend seitwärts. Zudem differenziert sich die Entwicklung regional immer stärker aus. Insbesondere die Umlandgemeinden der Metropolen stehen weiterhin auf der Gewinnerseite. In den Großstädten, und allen voran in Berlin, greift die Politik durch Instrumente wie die Mietpreisbremse und neuerdings den Mietendeckel immer stärker in das Marktgeschehen ein, was das Investorenvertrauen massiv negativ beeinflusst.

Eine wesentliche Stütze der **Immobilienpreise**, auch im gewerblichen Bereich und im europäischen Ausland, sind die mangelnden Anlagealternativen. Der Grund dafür liegt im Zinsumfeld. Anleihen fallen als Anlagealternative weitgehend aus. Klassische Buy and hold-Ansätze im vermeintlich risikoarmen Core Segment erlauben nach Kosten und nach Inflation auf dem erreichten Marktpreisniveau kaum noch messbare Überschüsse. Im Portfolio sollten deshalb auch Strategien der aktiven Wertschöpfung sowie Investmentansätze, die eher auf langfristig zu hebende Wertreserven abzielen, sowie Engagements im Segment der alternativen Finanzierungen Berücksichtigung finden. Die zunehmende Regulierung kann aufgeklärten Investoren im Einzelfall auch Chancen eröffnen.

Das Bewertungsniveau bei Private Equity (PE) ist in den vergangenen Jahren kontinuierlich angestiegen. Auch im Jahr 2019 stiegen die Bewertungsrelationen bei Buyout-Transaktionen und erreichten im dritten Quartal einen historischen Höchststand. Der Bewertungsanstieg ist eine Folge des steigenden Anteils von Technologie-Transaktionen sowie der allgemein gestiegenen Bewertungen am Aktienmarkt. Grundsätzlich besteht das Risiko, dass die PE-Performance durch einen deutlichen Rückgang des Bewertungsniveaus unter Druck gerät. Verschiedene Faktoren begrenzen jedoch die Risiken für Investoren. Zum einen ist die Entwicklung der Bewertungsrelationen nur ein Wertsteigerungsfaktor der Branche. Zum anderen sorgt die mehrere Jahre dauernde Investitionsphase von PE-Fonds für eine zeitliche Diversifikation. Weiterhin erlauben flexible Halteperioden, Ausstiegszeitpunkte dem Marktumfeld entsprechend zu steuern. Das mittlerweile breite Angebot im PE-Bereich an Strategien, Regionen und Größensegmenten bietet Investoren die Möglichkeit, ein diversifiziertes Portfolio aufzubauen, das Klumpenrisiken in der PE-Allokation reduzieren kann.

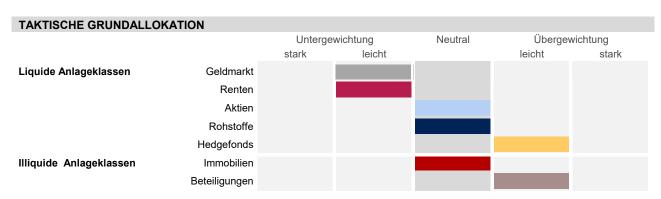
Listed Private Equity (LPE) ermöglicht Investoren über die Börsennotierung unkomplizierten Zugang zu der Anlageklasse Private Equity. Analog zu einer Sekundär-Transaktion können Anleger demnach Anteile an einem bestehenden Portfolio erwerben. Vorteile dieses Segments sind die unmittelbare Allokation des Kapitals und Portfoliotransparenz. Die Vehikel des LPE-Segments notieren in der Regel zu einem Abschlag (Discount) zu ihrem jeweiligen Net Asset Value (NAV). Im langfristigen Mittel weisen LPE-Fonds einen Discount von etwa 18 Prozent auf. Aktuell liegen die Abschläge des LPE-Segments zum NAV unter ihrem langfristigen Durchschnitt. Anleger, die LPE als taktische Manövriermasse verwenden, können geringe Discountniveaus als Ausstiegszeitpunkte nutzen. Langfristige orientierte Investoren, denen LPE als Substitut für traditionelle PE-Positionen dient, sollten ihre Positionen behalten.

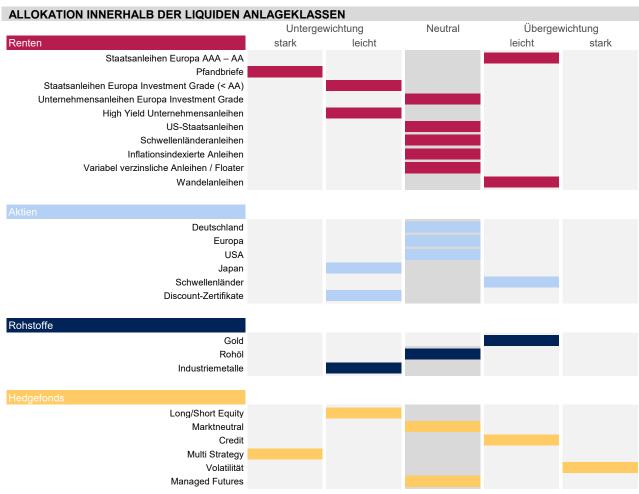
Private Debt bietet aufgrund der geringen Fungibilität der Kreditengagements eine Renditeprämie gegenüber konventionellen Rentenanlagen. Die vergangenen Jahre waren von sehr niedrigen Ausfallraten geprägt. Auch in Erwartung steigender Verlustraten sollten Senior-Direct-Lending-Fonds weiterhin in der Lage sein, attraktive Renditen zu erwirtschaften. Selbst in Phasen mit hohen Ausfallquoten erreichten die verlustbereinigten Renditen des Segments Werte von über 6,6 Prozent p. a. Geht man über einen längeren Zeitraum von einem erhöhten Anteil von leistungsgestörten Engagements aus, müssten über 50 Prozent der Kreditengagements von (Teil-)Ausfällen betroffen sein, damit die Rendite eines Fonds negativ wird. Private-Debt-Fonds haben die Möglichkeit, über Diversifizierung des Portfolios und Kreditauflagen ihre Risiken zu reduzieren. Die Anlageklasse bietet demnach auch in Phasen steigender Ausfallraten ein attraktives Rendite-Risiko-Profil.

### PROGNOSEN JE VERMÖGENSKLASSE

Vermögensklassen	2020 Prognose Marcard	Erläuterung
Liquide		
DAX	14.400 Punkte	Nach der schwachen Entwicklung des Vorjahres könnte das Verarbeitende Gewerbe die Talsohle durchschritten haben. Gleichzeitig dürfte das weltweite Handelsvolumen wieder etwas zunehmen, was den exportorientierten DAX-Unternehmen zugutekommt. Der Kursanstieg resultiert aus einer erwarteten Gewinnerholung, das Bewertungspotenzial ist hingegen gering.
Bundesanleihen (10 Jahre)	-0,1 Prozent	Bundesanleihen werden in diesem Jahr nur einen geringfügigen Renditeanstieg aufweisen. Die Rendite dürfte maximal auf -0,1 Prozent klettern. Ein stärkerer Anstieg ist aufgrund der Knappheit an deutschen Staatstiteln nicht zu rechtfertigen. Denn zum einen erwirbt die EZB weiterhin Bundesanleihen und zum anderen kommt wenig neues Angebot an den Markt. Mit dem leichten Zinsanstieg geht ein Verlust von etwa 0,5 Prozent einher.
US-Dollar	1,18 EUR/USD	Die Wachstumsdifferenz zwischen den USA und Europa dürfte abnehmen. Der Zinsvorsprung von US-Anleihen sollte sich nicht weiter ausdehnen. Da der US-Dollar fundamental nach Kaufkraftparitäten überbewertet ist, spricht dies für einen etwas stärkeren Euro.
Gold	1.600 US-Dollar je Feinunze	Der Goldpreis könnte angesichts der im letzten Jahr gefallenen Realzinsen noch ein wenig ansteigen. Unterstützung könnte weiterhin von den globalen Zentralbanken kommen, die einen großen Teil des Goldangebots in ihre Tresore überführen, um das Vertrauen in das Finanzsystem zu stärken.
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





#### 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: DIE ZUKUNFT DER GLOBALISIERUNG

Die **Globalisierung** war in den vergangenen Jahrzehnten ein wichtiger Treiber von höheren Gewinnen, steigender Beschäftigung und größerem Wohlstand. In den letzten Jahren hat jedoch der **Protektionismus** wieder zugenommen und das Wachstum des Welthandels gebremst. Die Sorgen nehmen zu, dass es sich hierbei nicht nur um einen temporären Gegenwind für die Globalisierung handelt, sondern der Freihandel ernsthaft in Gefahr ist.

Globalisierung ist ein schillernder Begriff, der unter anderem die Zunahme des internationalen Handels, der internationalen Kapitalflüsse und den wachsenden Einfluss transnationaler Konzerne ("Global Player") beschreibt. Die Globalisierung ist Gegenstand wissenschaftlicher Untersuchungen, hitziger politischer Debatten und gleichzeitig auch ein Alltagsphänomen. Moderne Technologien eröffnen heutzutage einer sehr breiten Bevölkerungsschicht eine globale Kommunikation und Interaktion, die weit über die rein wirtschaftlichen Handelsketten hinausgehen.

Eine Welt, in der Verbraucher ausschließlich lokal produzierte Waren konsumieren und Investoren ihr Geld ausschließlich innerhalb ihrer nationalen Grenzen anlegen, ist heute kaum mehr vorstellbar. Es scheint, dass Protektionismus den Siegeszug der Globalisierung langfristig nicht aufhalten kann. Ähnlich wie der technische Fortschritt wäre Globalisierung demnach ein Prozess, dem man sich nicht entgegenstellen sollte. Der US-amerikanische Autor George Packer formuliert diese These so: "Sich der Globalisierung zu widersetzen, bedeutet so viel wie sich gegen den Sonnenaufgang zu wehren". Aber stimmt das überhaupt?

# Globalisierung – So selbstverständlich wie der Sonnenaufgang?

Globalisierung im Sinne von "Fernhandel" ist ein Phänomen, das sich tatsächlich wie ein roter Faden durch die Geschichte zieht. So gab es in der Antike eine rege Handelsbeziehung zwischen dem Römischen Reich und Indien. Aus dem Imperium Romanum wurden Oliven, Wein und Metalle, aber auch Pferde und Sklaven nach Asien exportiert. Die Inder wiederum schickten exotische Gewürze, Öle, Elefanten, Tiger und Schlangen nach Europa.

Getauscht wurden also vor allem Produkte, die im jeweils anderen Land nicht hergestellt wurden oder dort nicht vorhanden waren. Beide Seiten profitierten davon: Für die einheimischen Produkte gab es größere Absatzmärkte, während die importierten Raritäten teuer weiterverkauft oder als Vorprodukte verwendet wurden.

Doch schon damals mussten einige **Hürden** überwunden werden, um ins globale Geschäft zu kommen. Für den Transport heuerten die Händler große Schiffe an und brauchten dafür häufig Kredite. Auch Zölle waren damals schon ein Thema. In Alexandria, der damaligen Welthandelsmetropole, wurden bei der Einfuhr Abgaben in Höhe von 25 Prozent fällig, die in Naturalien zu leisten waren.

Außenhandelsfinanzierung und Zollformalitäten sind auch heute noch Themen, die Exporteure beschäftigen. Voraussetzungen für den Außenhandel sind verlässliche Regelungen und funktionierende Institutionen. Denn während der Handel im Inland innerhalb des gegebenen gesetzlichen Rahmens stattfindet, würden Exporteure ohne entsprechende Institutionen und internationale Vereinbarungen im Außenhandel einen rechtsfreien Raum betreten. Auch der Zahlungsverkehr muss von Banken über Landesgrenzen hinweg durchgeführt werden. Beim Passieren der Landesgrenzen können Zölle anfallen oder der Warenverkehr durch Sanktionen komplett untersagt werden. Internationaler Handel ist ohne einen verlässlichen Rahmen von globalen Vernetzungen, Vereinbarungen und Institutionen ein Abenteuer, auf das sich kaum ein Unternehmen freiwillig einlassen würde.

These 1: Globalisierung ist kein Naturphänomen.

Globalisierung ist also keine Selbstverständlichkeit. Das unterscheidet sie vom technischen Fortschritt, der seinen Ausgang meist in der Wissenschaft oder in Forschungseinrichtungen nimmt und sich dann zunehmend verbreitet. Die Geschichte zeigt, dass wissenschaftliche Erkenntnisse nicht dauerhaft unterdrückt werden können. Da der Einsatz neuer Produkte und effizienzsteigernder Prozesse den Unternehmenserfolg verbessert, führt die Konkurrenz fast immer zu einer raschen Verbreitung praxisrelevanter wissenschaftlicher Erkenntnisse. Zwar kann die Regulierung

eine ungezügelte Verbreitung von Innovationen einschränken, wenn sie unerwünschte Nebeneffekte haben. Der Druck der Konkurrenz ist jedoch meist so groß, dass sich neue Erkenntnisse nicht dauerhaft unterdrücken lassen. Wer dies trotzdem tut – wie beispielsweise die Amish People –, wird schnell zum Anachronismus.

Während sich technischer Fortschritt fast zwangsläufig verbreitet, brauchen der Handel und die Globalisierung Institutionen und eine funktionsfähige Infrastruktur. Die antike Seidenstraße war ein Netzwerk von Karawanenstraßen und Handelsrouten, in dem der Austausch von Waren aus Asien und Europa erfolgte. Die mittelalterliche Hanse stellte eine Vereinigung von Kaufleuten und später Städten dar, die den Handel in Nordeuropa ermöglichte und vereinfachte. In der Neuzeit wuchs das Bedürfnis nach multilateralen Handelsvereinbarungen, die den Warenverkehr wesentlich effizienter als bilaterale Abkommen regeln. Nach diesem Vorbild wurde 1823 der Deutsche Zollverein gegründet, der einen Binnenmarkt schuf und die Voraussetzung für die industrielle Revolution in Deutschland war.

Die Befürworter des Freihandels können darauf verweisen, dass historisch gesehen Wohlstand und politische Macht immer dort entstanden sind, wo überregional gehandelt werden konnte. Dieser Wohlstand aber, so die Kritiker, wird nicht gerecht verteilt und schafft soziale Spannungen. Nicht nur das kann den Freihandel bedrohen, sondern auch, wie zu Beginn des 20. Jahrhunderts, Nationalismus und imperiales Machtstreben. Mit dem Beginn des 1. Weltkriegs sank der Anteil der globalen Handelsaktivitäten an der Produktion und kollabierte schließlich während der Weltwirtschaftskrise der Dreißigerjahre. In der Zwischenkriegszeit wurden nicht nur viele Zölle erhöht, sondern auch erhebliche nicht-tarifäre Handelshürden errichtet. Nominal fixierte Zölle erwiesen sich in der entstehenden Deflationsspirale als zusätzliche Hindernisse. Die 1930 in den USA von Smoot und Hawley initiierten Schutzzölle verschärften die große Depression und beschleunigten den Zusammenbruch des Welthandels, der bis 1933 um 60 Prozent zurückging.

Auf der Konferenz in Bretton Woods im Jahr 1944, die die Nachkriegsordnung der Weltwirtschaft begründete, wurden zwei Schlussfolgerungen aus den wirtschaftlichen Katastrophen der Zwanziger- und Dreißigerjahre gezogen. Die Förderung des globalen Handels sollte die wirtschaft-

lichen Grundlagen für eine geeinte und friedliche Welt schaffen. Gleichzeitig wollte man jedoch die potenziell zerstörerischen Kräfte des Finanzsystems eindämmen, indem man ein System von Kapitalverkehrskontrollen und festen Wechselkursen einführte. Neue Institutionen sollten die Grundlage der neuen Ordnung bilden: Der Internationale Währungsfonds, die Weltbank und die Internationale Handelsorganisation. Die Schaffung der Handelsorganisation scheiterte zwar an der mangelnden Unterstützung durch den US-Kongress, führte aber zum Zoll- und Handelsabkommen GATT (General Agreement on Tariffs and Trade).

Mit diesem Abkommen wurden die Grundlagen der spektakulären Erholung des Welthandels nach dem zweiten Weltkrieg gelegt. Alle Unterzeichner des GATT profitieren von der **Meistbegünstigungsklausel**, nach der Handelsvorteile, die einem Vertragspartner gewährt werden, auch allen Vertragspartnern gewährt werden müssen. Damit wird verhindert, dass von Handelsvergünstigungen nur einzelne oder wenige Staaten profitieren. Das Prinzip der Inländerbehandlung stellt sicher, dass ausländische und inländische Anbieter grundsätzlich gleich gestellt sind. Das Kontingentverbot verhindert eine mengenmäßige Beschränkung von Im- und Exporten.

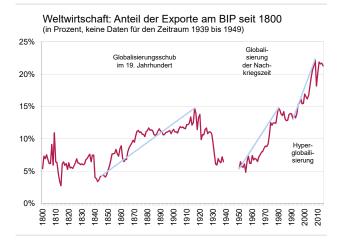
Das GATT wurde in verschiedenen Verhandlungsrunden (Tokio, Uruguay, Doha) überarbeitet und 1995 um ein Abkommen zum Dienstleistungshandel ergänzt (GATS – General Agreement on Trade in Services). Im selben Jahr wurde auch die **Welthandelsorganisation WTO** aus der Taufe gehoben. Die WTO erhielt die Kompetenz zur Schlichtung von Handelsstreitigkeiten und verfolgt das Ziel einer umfassenden Liberalisierung der Handelsbeziehungen und damit der Schaffung eines globalen Freihandels. Nachdem China 2001 in die WTO aufgenommen wurde, stieg der Anteil der globalen Exporte und Importe am globalen Bruttoinlandsprodukt in wenigen Jahren auf den historischen Höchstwert von 30 Prozent.

These 2: Die Hyperglobalisierung ist seit 2008 ins Stocken geraten.

Die Geschichte der Globalisierung ist die Geschichte unterschiedlicher Institutionen, die den globalen Handel gefördert oder behindert haben. Phasen der beschleunigten Globalisierung wechseln sich dabei mit **Phasen der** 

**Deglobalisierung** immer wieder ab. Gemessen am Anteil der globalen Exporte am BIP lassen sich folgende Epochen unterscheiden:

- 1845 bis zum Beginn des 1. Weltkriegs: Starke Globalisierung während einer langen wirtschaftlichen Aufschwungphase
- Beginn 1. Weltkrieg bis Ende 2. Weltkrieg: Deglobalisierung in Folge von Kriegen und Wirtschaftskrisen
- 1945 bis 1973: Starke Globalisierung nach den Regeln des Bretton Woods-Systems
- Anfang bis Ende der 1980er Jahre: Stagnation des Welthandels nach dem Ende des Bretton-Woods-Systems
- Anfang der 1990er Jahre bis 2008: Hyperglobalisierung mit dem Aufstieg Chinas und der Liberalisierung des globalen Kapitalverkehrs
- Seit 2008: Krise der Hyperglobalisierung

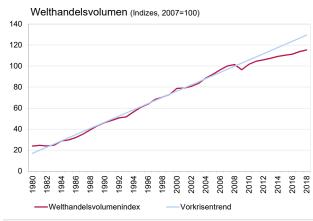


Die Phase der Globalisierung seit dem Beginn der 1990er Jahre ist dadurch gekennzeichnet, dass sie nicht nur Güter und Dienstleistungen umfasst, sondern auch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Diese Phase, die häufig als "Hyperglobalisierung" bezeichnet wird, ist mit der Finanzkrise 2008 und dem Aufkommen populistischer Strömungen, die sich gegen die Globalisierung wenden, ins Stocken geraten. Ist damit das Ende der Globalisierung gekommen? Um diese Frage beantworten zu können, muss zunächst geklärt werden, ob die aktuelle Krise der Globalisierung zyklische oder strukturelle Ursachen hat.

#### Warum nimmt die Dynamik des Welthandels ab?

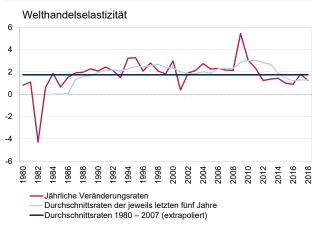
These 3: Der aktuelle Rückgang des Welthandels hat eine zyklische Komponente.

Die zunehmende Abschwächung der Globalisierung spiegelt sich besonders im rückläufigen Expansionstempo des Welthandels wider. Während der Welthandel zwischen 1980 und 2007 noch mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von sechs Prozent wuchs, betrug das Wachstum laut dem Internationalen Währungsfonds (IWF) seitdem nur noch rund drei Prozent. Schätzt man für die Jahre 1980 bis 2007 einen Vorkrisentrend mit Hilfe eines log-linearen Trendmodells und schreibt diesen fort, unterschreitet das realisierte Welthandelsvolumen diesen seit 2007 permanent. Während unmittelbar vor der Krise der Trend noch um zwei Prozent übertroffen wurde, hat das Handelsvolumen diesen 2018 um elf Prozent unterschritten. Die Abnahme des Welthandels ist zum Teil auf die schwächelnde Weltwirtschaft zurückzuführen und hat daher zyklische Ursachen. So liegt das durchschnittliche Wachstum der globalen Wirtschaft (gemessen in Markt-Wechselkursen) seit der Finanzkrise etwa ein halbes Prozent unter dem langfristigen Durchschnitt.



Folgerichtig hat sich auch die Relation von Welthandel und Weltwirtschaft seit der Finanzkrise verändert, was eine Betrachtung der **globalen Handelselastizitäten** verdeutlicht. Volkswirte verstehen unter dem Begriff Elastizität ein Maß, das die prozentuale Änderung einer Variablen in Abhängigkeit einer prozentualen Änderung einer anderen Größe angibt. Folglich beschreibt die globale Handelselastizität die Reagibilität des Handelsvolumens gegenüber dem realen Wirtschaftswachstum.





Die durchschnittliche Welthandelselastizität im Vorkrisenzeitraum betrug 1,7. Der Welthandel wuchs also vor der Finanzkrise im Durchschnitt 1,7 mal so stark wie die Weltwirtschaft. Dieses Verhältnis hat sich seit der Finanzkrise deutlich reduziert. Auffällig ist, dass die Welthandelselastizität historisch starken Schwankungen unterliegt. So stieg die Elastizität in den späten achtziger und neunziger Jahren stark an und reduzierte sich nach der Jahrtausendwende wieder.

Die Höhe der Elastizität selbst hängt von der Konjunktur ab. So verringerte sich die Welthandelselastizität in den Jahren 1982 und 2001, in denen sich sowohl das globale Wirtschaftswachstum als auch der Welthandel stark reduzierten. Im Jahr 2009 stieg die Handelselastizität erheblich an, da sich der Welthandel stärker als die Weltwirtschaft verlangsamte.

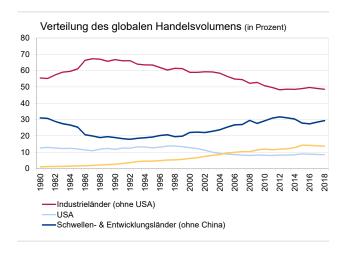
Die zyklische Reagibilität des Welthandels lässt sich vor allem durch den weitaus größeren Handelsanteil des Verarbeitenden Gewerbes als dem des konjunkturell stabileren Dienstleistungshandels erklären. In Rezessionen halten Firmen und Endverbraucher Käufe zurück, auf die sie am ehesten verzichten können. Dies trifft vor allem auf langlebige Konsum- und Investitionsgüter zu. Entsprechend stark sind die Auswirkungen auf den Welthandel, da Investitionsgüter und Vorleistungen dort eine besonders große Rolle spielen.

Folglich ist in Phasen der Wachstumsschwäche eine erhöhte Volatilität der Welthandelselastizität zu beobachten. Die deutliche Erholung unmittelbar nach den Krisen deutet auf einen historisch starken konjunkturellen Einfluss auf den Welthandel in Rezessionen hin. Dieser Effekt ist jedoch

seit dem Ende der Finanzmarktkrise nicht mehr so ausgeprägt zu beobachten, was dafür spricht, dass die Schwäche des Welthandels auch **strukturelle Ursachen** hat.

These 4: Da die chinesische Wirtschaft zunehmend binnenorientiert ist, sinkt der Anteil Chinas am Welthandel und damit auch der Welthandel insgesamt.

Die Wandlung Chinas von einem **Agrarstaat** zu einer der am schnellsten wachsenden und für den Welthandel bedeutenden Volkswirtschaft ist die **grundlegendste ökonomische Veränderung** der letzten Jahrzehnte. Aufgrund der Größe, den enormen Investitionen in Industriekapazitäten und einer auf den wirtschaftlichen Erfolg ausgerichteten Politik gewann China immer mehr an Bedeutung. Das Land macht heute 20 Prozent der Weltproduktion aus und ist an allen global relevanten Wertschöpfungsketten beteiligt.



Im Zuge des starken wirtschaftlichen Wandels ist eine zunehmende **Verschiebung der Fokussierung Chinas** vom internationalen Handel auf den eigenen **Binnenmarkt** zu beobachten. Diese Verschiebung ist vor allem durch drei Effekte zu erklären.

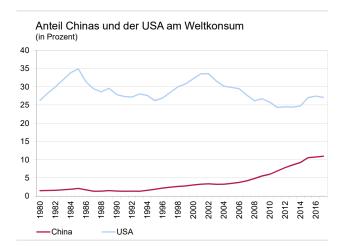
Zum einen hat sich die wirtschaftliche Lage von Millionen Chinesen durch das starke Wirtschaftswachstum deutlich verbessert. Mit einem heutigen Anteil von elf Prozent hat China seinen Anteil am Weltkonsum binnen eines Jahrzehnts mehr als verdoppelt. Ein gutes Beispiele für den durch den Wohlstand gestiegenen Konsum ist der Autound Luxussektor. Seit 2009 ist China der größte Automobilmarkt der Welt, auf dem durchschnittlich 40 Prozent mehr Autos pro Jahr verkauft werden als in Europa. Zudem ist China mit den zweitmeisten Millionären einer der wichtigsten Märkte für Luxusgüter. Ein Drittel aller Luxusgüter, mit stark steigenden Tendenzen, wird heutzutage in China verkauft. Durch den gestiegenen Wohlstand ist China zu einem der wichtigsten Treiber des globalen Nachfragewachstums geworden, was einen erhöhten inländischen Konsum der in China hergestellten Produkte und damit einen geringeren chinesischen Handelsbilanzüberschuss bedingt.

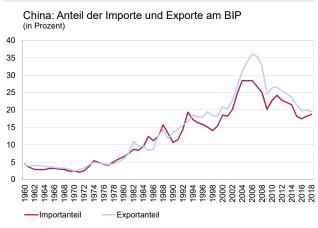
Der zweite Effekt ist Chinas neuer Stand der industriellen Reife. Chinas Aufstieg im Welthandel begann mit dem Import von Zwischenprodukten und dem Export von fertig montierten Endprodukten. In den letzten zehn Jahren haben sich jedoch umfassendere inländische Lieferketten und stärker vertikal integrierte Branchen entwickelt. Durch sektorübergreifende Modernisierungsprogramme der lokalen Industrien und dem regulierten Marktzugang für ausländische Unternehmen ist es China gelungen, in viele

neue Marktnischen vorzustoßen und ausländisches Technologie Know-how zu replizieren. Dieser Wandel ist China besonders in den Bereichen Design, Engineering und Hightech-Fertigung gelungen. So wandelte sich China beispielsweise im Bereich Computer und Elektrotechnik von einem kostengünstigen Montage- und Re-Exportland zu einem Marktführer hochentwickelter Computerchips, die es zuvor aus Industrieländern importiert hat. Die Fokussierung Chinas auf eine Stärkung der lokalen Wertschöpfungsketten führt zu einem deutlichen **Rückgang der Handelsintensität**. 2007 betrug der chinesische Exportanteil am eigenen BIP noch über 35 Prozent, während dieser 2018 weniger als 20 Prozent ausmachte.

Der dritte Grund für die Fokussierung Chinas auf den Binnenmarkt resultiert aus den beiden zuvor beschriebenen Effekten. Die starke Konsumnachfrage und die verbesserten Lieferketten in China sowie die immer besser ausgebildeten Arbeitskräfte führen zu einer **Verschiebung ganzer Wertschöpfungsketten** international agierender Firmen nach China. So entwickelt, produziert und vertreibt beispielsweise Volkswagen bestimmte Autos ausschließlich in China. Dies wirkt sich zusätzlich negativ auf den internationalen Handel aus, da China weniger Produkte importiert.

China ist nach wie vor der **größte Exporteur** von Waren weltweit. Der stark gestiegene Konsum der Chinesen ist vor allem positiv für den Außenhandel vieler europäischer Länder. Dieser für den internationalen Handel positive Effekt wird deutlich durch die kontinuierliche Fokussierung Chinas auf den eigenen Binnenmarkt und die damit einhergehende Abschwächung des Welthandels übertroffen. Die **Binnenmarktfokussierung** ist auch in anderen





Entwicklungsländern zu beobachten und wird in Zukunft zu einer weiteren Reduktion des Welthandels führen.

### Handel, Effizienz, Wohlstand – und die Schattenseiten

Neben einer zyklischen Komponente ist die strukturelle Veränderung der chinesischen Wirtschaft einer der Hauptgründe für die Schwäche des Welthandels seit 2008. Doch es gibt noch einen weiteren Grund. Der öffentliche Widerstand gegen die Hyperglobalisierung ist in einigen Ländern inzwischen so groß, dass die Politik zunehmend Sand ins Getriebe des Welthandels wirft. Die Fürsprecher der Globalisierung verweisen dagegen auf die Wohlstandsgewinne, die der Handel ermöglicht. Im Folgenden betrachten wir die Argumente beider Seiten genauer.

#### These 5: Globalisierung erhöht die Effizienz.

Trotz einiger Rückschläge ist die Globalisierung langfristig eine ökonomische Erfolgsgeschichte. Die **Motive, die den globalen Handel antreiben**, haben sich allerdings im Laufe der Jahre gewandelt. In der Antike ging es vor allem darum, im Ausland Waren und Rohstoffe zu erwerben, die es im Inland nicht gab. Mit der Industrialisierung, die Ende des 18. Jahrhunderts in England begann, konnten jedoch immer mehr Waren in ausreichender Menge auch im Inland hergestellt werden. Das entscheidende Argument für den Import einer Ware war nun nicht mehr, dass es sie im Inland nicht gibt oder sie nicht hergestellt werden kann, sondern dass sie günstiger als die im Inland produzierte Ware ist. Lange herrschte die Überzeugung, dass im Inland keine Waren hergestellt werden sollten, die sich billiger aus dem Ausland importieren lassen.

Der englische Ökonom **David Ricardo** zeigte Anfangs des 19. Jahrhunderts, dass dieses Argument falsch ist. In seinem berühmten Beispiel vergleicht er die Arbeitsmengen, die in England und in Portugal zur Herstellung von Textilien und Wein erforderlich sind (in Südengland wird tatsächlich Wein angebaut). Portugal kann beide Güter mit einem geringeren Arbeitseinsatz herstellen (siehe Tabelle). Sollte England daher auf die Produktion beider Güter verzichten und sie stattdessen aus Portugal importieren? Nein. Da England Textilien effizienter als Wein herstellen kann und es in Portugal genau umgekehrt ist, sollte sich England auf

die Textilproduktion konzentrieren und Portugal auf die Weinerzeugung. Danach wird gehandelt.

#### Notwendige Arbeitsstunden, um eine Gütereinheit herzustellen

	TEXTILIEN	WEIN
England	100	120
Portugal	90	80

Wenn England die Beschäftigten im Weinanbau in der Textilindustrie einsetzt, kann es die Produktion um 120 Prozent steigern. Portugal kann die Weinproduktion um 112,5 Prozent steigern, wenn die Arbeiter nicht mehr in der Textilindustrie, sondern in den Weinbergen eingesetzt werden. Entscheidend für den Handel sind nicht die absoluten, sondern die **relativen Kostenvorteile** eines Landes. Wenn, wie im Beispiel, beide Länder dieser Regel folgen, kann mit dem selben Arbeitseinsatz die Gesamtproduktion erhöht werden. Das war es, was Ricardo beeindruckte: Durch internationalen Handel lässt sich die Effizienz der Produktion deutlich steigern.

Bis heute dienen Ricardos Argumente den Verfechtern des Freihandels als Grundlage ihrer Überzeugung. Dass freier Handel das Wirtschaftswachstum steigert und den Wohlstand erhöht, ist gemäß Harvard-Professor Gregory Mankiw einer der am wenigsten umstrittenen Behauptungen unter professionellen Ökonomen. Allerdings lassen sich an Ricardos Beispiel auch viele Kritikpunkte festmachen, die eine zunehmende Zahl von **Globalisierungsskeptikern** den Argumenten der Freihandelsbefürworter entgegen halten.

# These 6: Globalisierung löst einen wirtschaftlichen Strukturwandel und Umverteilungseffekte aus.

In Ricardos Beispiel entsteht in England eine industrialisierte Textilproduktion, während sich Portugal auf die Landwirtschaft konzentriert. Eine erfolgreiche volkswirtschaftliche Entwicklung ist jedoch ohne den Übergang von einer Agrarwirtschaft zu einer Industriegesellschaft nicht möglich. Der deutsche Ökonom Friedrich List empfahl daher temporäre Schutzzölle, die die inländische Wirtschaft vor der produktiveren ausländischen Konkurrenz schützen und so den Aufbau einer eigenen Industrie ermöglichen sollen. Lists Theorie ist vor allem in den asiatischen Schwellenländern sehr populär und stellt einen der

Grundpfeiler des postkommunistischen Wachstumsmodells in China dar.

Ein weiterer Kritikpunkt sind Ricardos Annahmen zur Mobilität von Arbeit und Kapital. In seinem Modell können Arbeitskräfte zwar ohne Effizienzverluste zwischen einzelnen Industriezweigen wechseln, jedoch - genau wie das Kapital - die Landesgrenzen nicht verlassen. Diese Annahmen mögen zu Ricardos Zeiten gerechtfertigt gewesen sein, nicht aber im 21. Jahrhundert. In der Phase der Hyperglobalisierung werden Produktionsstätten zunehmend in Billiglohnländer verlagert. Die Lohnkonkurrenz zwischen den Entwicklungsländern verhindert, dass die Früchte der Globalisierung den ärmsten Bevölkerungsschichten zugutekommen. Gleichzeitig führen massive Lohnunterschiede zu globalen Migrationsbewegungen, die politische Spannungen in den Einwanderungsländern auslösen und das Humankapital in den Entwicklungsländern verringern.

Die Verlagerung der Produktion in Billiglohnländer setzt in den entwickelten Ländern Arbeitskräfte frei. In Ricardos Theorie würden sie in den relativ produktiveren Industrien wieder eingestellt. Mangelnde Qualifikationen und fehlende Mobilität führen allerdings häufig dazu, dass die freigesetzten Arbeitskräfte keine passende Beschäftigung mehr finden. In einer Studie aus dem Jahr 2016 weisen Daron Acemoglu und seine Mitautoren nach, dass die Zunahme chinesischer Importe zwischen 1999 und 2011 bis zu 2,4 der insgesamt 5,8 Millionen Arbeitsplatzverluste im US-amerikanischen Verarbeitenden Gewerbe verursacht hat. Die Auswirkungen der Importe auf die Beschäftigung in den USA sind etwa dreimal so stark wie die Auswirkungen der Rationalisierung in Folge des technischen Fortschritts. Ähnliche Forschungsergebnisse gibt es für Spanien, Norwegen und Brasilien, nicht aber für Deutschland, dessen Handelsbilanzüberschuss für einen positiven Effekt auf die Beschäftigung sorgt. Ebenfalls nachweisbar sind in vielen Ländern die negativen Auswirkungen der Konkurrenz durch Billigimporte auf das lokale Lohnniveau. Negativ betroffen sind vor allem die unteren Lohngruppen, während die Besserverdienenden kaum Einbußen verzeichnen.

Den Effizienzgewinnen, die sich aus dem ricardianischen Modell ergeben, stehen also in vielen Fällen negative Folgen für die Beschäftigung und das Lohnniveau im Inland gegenüber. Dies allein wäre allerdings kein grundsätzli-

ches Argument gegen die Globalisierung. Durch **Umverteilungsmaßnahmen** wie beispielsweise ein progressives Steuersystem können die unerwünschten Verteilungswirkungen der Globalisierung abgemildert werden. Soweit zur Theorie. Wer aber waren die tatsächlichen Gewinner und Verlierer der Hyperglobalisierung der letzten Jahrzehnte?

#### Die Gewinner und Verlierer der Hyperglobalisierung

These 7: China profitierte besonders von der Hyperglobalisierung, obwohl es nicht dem "Washington Consensus" folgte.

Unter den globalen Volkswirtschaften ist **China** der größte Gewinner der Hyperglobalisierung. In weniger als 40 Jahren hat das Land seinen Anteil an der globalen Wirtschaft verfünffacht und sich von einem Anbieter von Billigprodukten zu einem wettbewerbsfähigen Produzenten von High-Tech-Waren und Zukunftstechnologien entwickelt. Gemessen in Kaufkraftparitäten ist China seit fünf Jahren die größte Volkswirtschaft der Welt. Der Handelsbilanzüberschuss gegenüber den Vereinigten Staaten von Amerika hat sich in den letzten zehn Jahren fast verdoppelt.

Paradoxerweise kann die chinesische Erfolgsgeschichte aber nicht als Beweis für die Leistungsfähigkeit der Hyperglobalisierung herangezogen werden. Denn China verstößt gegen die meisten Maximen, die der "Washington Consensus" als Voraussetzung einer erfolgreichen Entwicklung sieht. Die Eckpunkte des "Washington Consensus" sind:

- Kürzung der Staatsausgaben
- Liberalisierung der Handelspolitik durch Abbau von Handelsbeschränkungen und Handelskontrollen
- Deregulierung von Märkten und Preisen (was oft auch die Abschaffung von Preissubventionen für Grundbedarfsartikel bedeutet)
- Haushaltskürzungen
- Privatisierung öffentlicher Unternehmen und Einrichtungen
- Entbürokratisierung
- Abbau von Subventionen

Obwohl viele staatliche Unternehmen privatisiert wurden, bleibt der chinesische Staat direkt und indirekt der wichtigste ökonomische Akteur. Das gilt insbesondere für den Bankensektor. China hat zudem seine Währung nicht freigegeben und die Kapitalmärkte geöffnet, sondern hält an Kapitalverkehrskontrollen fest, die eine Steuerung des Wechselkurses ermöglichen. Das Vorbild der chinesischen Entwicklung ist nicht der "Washington Consensus", sondern das Modell des Bretton-Woods-Systems.

These 8: Deutschland ist ebenfalls ein Gewinner der Hyperglobalisierung, die USA und Großbritannien dagegen Verlierer.

Deutschland ist eines der wenigen Industrieländer, das in den letzten 15 Jahren neue Arbeitsplätze in der Industrie schaffen konnte. Die USA, Großbritannien und viele andere etablierte Volkswirtschaften haben hingegen Industriearbeitsplätze verloren. Waren in den USA noch im Jahr 1990 17,6 Mio. Menschen in der Industrie beschäftigt, liegt dieser Wert aktuell bei nur noch 12,8 Mio. Dieser Entwicklung stehen Zunahmen bei den oft gutbezahlten Jobs in der Dienstleistungsindustrie gegenüber. Zwar ist die Beschäftigung in den USA ausgesprochen hoch, allerdings haben vor allem Menschen mit geringem oder mittlerem Einkommen, die den Sprung von der Industrie in den oberen Dienstleistungssektor nicht geschafft haben, in den letzten Jahrzehnten mit stagnierenden Realeinkommen zu kämpfen.

Populistische Politiker nutzen die durch die Hyperglobalisierung entstandenen Ungleichgewichte, um Wählerstimmen zu gewinnen. In Großbritannien waren es nicht die Menschen in London, die für den Brexit gestimmt haben, sondern vor allem die Menschen aus den ehemals prosperierenden Industriezentren in den Midlands, die sich durch Migration und EU bedroht fühlten. Selbst in Deutschland, das zu den größten Gewinnern der Globalisierung zählt, haben sich durch den Markteintritt Chinas und der osteuropäischen Staaten regionale Divergenzen verstärkt. Denn ei-

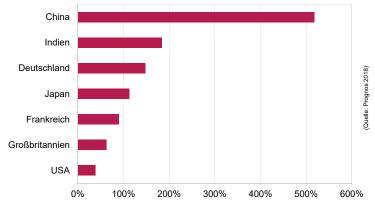
nerseits entstand Importdruck, der die Wettbewerbsfähigkeit von bestimmten, regional konzentrierten Industrien aushöhlte. Andererseits konnten regionale Industrien mit einem komparativen Vorteil diesen nun in großem Stil ausspielen.

These 9: Innerhalb Deutschlands gibt es ebenfalls Gewinner und Verlierer der Globalisierung.

Anhand länger zurückreichender Daten wurden in einer Untersuchung von Südekum, Dauth und Findeisen für Westdeutschland die Gewinner- und Verliererregionen identifiziert. Dabei stellen die Autoren der Studie auf die Veränderung der regionalen und sektoralen Beschäftigung ab. Globalisierungsgewinner sind jene Regionen mit Unternehmen, die zu Beginn der ersten Welle der Globalisierung in den 1970er Jahren mit einem komparativen Vorteil gestartet sind, diesen weiter ausbauen konnten und dadurch Beschäftigungswachstum generierten. Wie zu vermuten ist, sind hier vor allem Landkreise in Süddeutschland zu finden, in denen typischerweise Autos, Maschinen oder Pharmaerzeugnisse produziert werden.

Deutschland zählt zu den Gewinnern der Hyperglobalisierung.





■Kumulierte Einkommensgewinne je Einwohner im Zeitraum 1990 bis 2016 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt je Einwohner im Jahr 1990

Interessant ist dagegen ein Blick auf die Globalisierungsverlierer in Westdeutschland. Diese sind vor allem das Ruhrgebiet mit seiner Schwerindustrie, die Pfalz als ehemalige Hochburg für die Textilproduktion sowie Oberfranken, wo einfache elektronische Produkte hergestellt wurden. Auch in Deutschland sind also bestimmte Regionen negativ von der Globalisierung betroffen und ganze Industriezweige verschwunden.

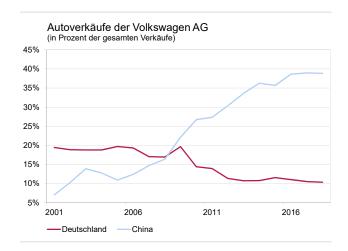
Momentan sind es vor allem die Globalisierungsgewinner in Süddeutschland, die unter dem Handelskonflikt zwischen China und den USA am stärksten leiden. Die dort ansässigen Industrieunternehmen spüren die Auswirkungen der Handelsabschwächung deutlich. Großangelegte Programme zum **Abbau von Arbeitsplätzen und Kurzarbeit** sind in vielen Industriekonzernen inzwischen an der Tagesordnung.

These 10: Multinationale Konzerne profitieren stark von der Hyperglobalisierung.

In Ricardos Theorie gibt es innerhalb eines Landes sowohl Branchen, die vom Freihandel profitieren, als auch Sektoren, die aufgrund des Freihandels leiden. Für multinationale Konzerne gibt es jedoch im Gegensatz zu einzelnen Ländern kaum Nachteile der Globalisierung. Sie können alle Vorteile globaler Wertschöpfungsketten ausnutzen und die weltweit günstigsten Produktionsstandorte und Vorleistungsanbieter auswählen. Auch der Absatz erfolgt global. Zu den größten "Global Players" zählen Einzelhandelsunternehmen wie Wal-Mart, Automobilkonzerne wie Toyota und Volkswagen, Öl- und Gasproduzenten wie Royal Dutch Shell, Exxon Mobil und Chevron, Technologieund Elektronikkonzerne wie Apple, Microsoft, Samsung oder Alphabet, Telekommunikationsunternehmen wie AT&T, Verizon oder China Mobile und Finanzkonzerne wie ICBC, JP Morgan Chase, Ping An und Allianz.

Das Paradebeispiel für einen Global Player aus Deutschland ist **Volkswagen.** Das Unternehmen fertigt und verkauft Automobile weltweit und ist mit seinen global über 650.000 Mitarbeitern das größte Industrieunternehmen Europas. Autos oder Vorleistungen für Autos werden in 122 Fertigungsstätten hergestellt. In über 150 Ländern sind Wagen des Konzerns zu kaufen. Damit ist die Volkswagen AG der **Prototyp eines globalisierten Unternehmens** und Pionier der Globalisierung. Denn sehr frühzeitig wurde

erkannt, welche Chancen sich außerhalb Europas boten. Bereits 1985, noch vor dem Beitritt Chinas zur WTO und vor dem Ende des Kalten Krieges, hatte VW die erste Montagestraße in China errichtet und damit den Grundstein für die globale Expansion gelegt.



Mittlerweile machen die Autoverkäufe in China fast 40 Prozent aller Verkäufe aus, während im deutschen Heimatmarkt lediglich zehn Prozent aller produzierten Autos abgesetzt werden. Dies spiegelt sich in der Produktion wider. Der Anteil der in Deutschland hergestellten Autos ist seit 2001 von 37 Prozent auf 21 Prozent gefallen, während der Anteil der außerhalb Deutschlands gefertigten Fahrzeuge von 63 Prozent auf fast 80 Prozent angestiegen ist. Da sich gleichzeitig die Absatzmenge erhöhte, konnte trotz der prozentualen Verluste die Produktion auch in Deutschland insgesamt gesteigert werden.

Das US-Wirtschaftsmagazin Forbes ermittelt jedes Jahr eine Aufstellung der größten globalen Unternehmen auf der Basis von Umsatz, Gewinn, Bilanzsumme und Marktwert. Die größten 25 Unternehmen auf dieser Liste erwirtschaften zusammen einen jährlichen Umsatz von knapp 4,6 Billionen US-Dollar, was deutlich mehr als das deutsche Bruttoinlandsprodukt ist. Nicht nur Gewinne und Umsätze sind gewaltig, sondern auch die Kundenzahlen. Mit 2,4 Milliarden Nutzern deckt Facebook mehr als 30 Prozent der Weltbevölkerung ab. Die größten globalen Unternehmen sind in vielen Fällen Quasi-Monopolisten, die sich den nationalen Grenzen und nationaler Regulierung weitgehend entziehen können und größere wirtschaftliche Bedeutung als viele Einzelstaaten haben.

These 11: Die Geld- und Steuerpolitik hat die unerwünschten Verteilungswirkungen der Hyperglobalisierung verstärkt.

Multinationale Konzerne können ihre Standorte und Produktionsstätten flexibel wählen. Die Nähe zu den Absatzmärkten, zu geeigneten Ressourcen und eine gute Infrastruktur spielen bei der Standortwahl eine wichtige Rolle. Wo multinationale Konzerne tätig sind, hängt aber auch vom steuerlichen Umfeld ab. Viele Staaten umwerben die Global Player mit besonders günstigen **Steuerkonditionen**. Die Ansiedelung eines multinationalen Konzerns ist nicht nur ein Prestige-Faktor, sondern fördert auch die betroffene Region.

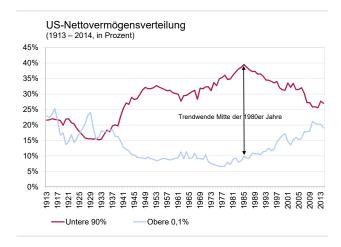
Der sich daraus ergebende Steuerwettbewerb hat allerdings zu einem "race to the bottom" geführt. Peter Egger, Sergey Nigai und Nora Strecker haben berechnet, dass die durchschnittlichen Unternehmenssteuersätze in den 65 größten Volkswirtschaften zwischen 1980 und 2007 von 45 Prozent auf unter 30 Prozent gefallen sind. Profitiert haben auch die Spitzenverdiener. Dies zeigt sich, wenn man die tatsächlich gezahlten Einkommensteuern (die sich aus dem Produkt von Steuersatz und Bemessungsgrundlage ergeben) durch das Bruttoeinkommen teilt. Der so ermittelte **effektive Steuersatz** ist für Spitzenverdiener im selben Zeitraum von über 40 auf gut 30 Prozent gesunken, während er für Durchschnittsverdiener leicht gestiegen ist.

Mit der zunehmenden Digitalisierung wird es immer schwieriger, die **Wertschöpfung** eines Unternehmens zu lokalisieren. Hinzu kommen zahlreiche Möglichkeiten der **Steuerbefreiung** für Großkonzerne. Amazon hat diese Gestaltungsmöglichkeiten im Jahr 2018 so geschickt ausgenutzt, dass der effektive Steuersatz leicht negativ war. Berücksichtigt man die gesamten Steuern, die ein amerikanischer Haushalt zahlen muss, liegt der durchschnittliche effektive Steuersatz der Vermögendsten mit 23 Prozent unter dem durchschnittlichen Satz aller Steuerzahler. Gabriel Zucman, der diese Zahlen berechnet hat, weist darauf hin, dass das US-amerikanische Steuersystem früher zu den progressivsten der Welt gehörte, nun aber einer "Flat Tax" gleicht.

Die Hyperglobalisierung hat, wie im letzten Abschnitt gezeigt, neben positiven Effekten auf das Wachstum und die Produktivität, auch einen Strukturwandel ausgelöst, der insbesondere in den USA zu zahlreichen Arbeitsplatzver-

lusten geführt hat. Die Steuerpolitik hätte diese Verteilungswirkung kompensieren können, hat sie de facto jedoch noch weiter verschärft. In die gleiche Richtung hat auch die Geldpolitik in den USA gewirkt. Die starken Zinssenkungen, die in der Ära von Notenbankpräsident Greenspan begannen, und die von Ben Bernanke initiierten Anleiheankaufprogramme haben zu kräftigen Gewinnen bei den Vermögensbesitzern geführt.

Die Vermögensverteilung in den USA ist daher in der Phase der Hyperglobalisierung deutlich ungleicher geworden. Nach den Berechnung von Emmanuel Saez und Gabriel Zucman ist das Nettovermögen der obersten ein Prozent der Vermögensverteilung in den USA zwischen 1989 und 2018 um 21 Bio. US-Dollar gestiegen. Das Nettovermögen der unteren Hälfte der Vermögensbesitzer ist im gleichen Zeitraum dagegen um 900 Mrd. US-Dollar gesunken und aufgrund hoher Verschuldung im Durchschnitt sogar negativ geworden. Vor Beginn der Hyperglobalisierung war der Trend dagegen umgekehrt. Die Grafik zeigt, dass der Anteil der unteren 90 Prozent am Gesamtvermögen seit dem Ende der 1920er Jahre von 15 auf knapp 40 Prozent gestiegen war.



Ähnliche Trends lassen sich teilweise auch in Großbritannien erkennen, nicht aber in Deutschland und den meisten anderen kontinentaleuropäischen Ländern. Es wundert daher nicht, dass gerade in den USA und Großbritannien **populistische Strömungen** die Macht übernommen haben, die die Frustration der "Globalisierungsverlierer" zu ihren Gunsten ausnutzen. Während die Rechtspopulisten auf Protektionismus und Einwanderungsstopp setzen, fordern Linkspopulisten eine Umverteilung von Reichen zu Armen.

Ist die Globalisierung also zu weit gegangen und sollte das Rad nun zurückgedreht werden? Die historischen Phasen der Deglobalisierung sprechen eindeutig dagegen. Die Akzeptanz der Globalisierung könnte allerdings deutlich erhöht werden, wenn ihre Früchte einer breiteren Schicht zugutekämen. Ein Beispiel wäre hier der staatliche norwegische Pensionsfonds, der die Rentenbeiträge zu einem Großteil in internationale Aktien investiert und die Bevölkerung so am Erfolg multinationaler Konzerne partizipieren lässt. Ein stärkere Beteiligung der breiten Massen am globalen Produktivkapital könnte einige Verteilungseffekte abmildern, die durch die Hyperglobalisierung sowie die Fiskal- und Geldpolitik der vergangenen Jahren entstanden sind. Die Globalisierung wird sich verändern müssen, und zwar technologisch, strukturell und politisch. Wir werden im Folgenden erörtern, wie die Zukunft der Globalisierung aussehen könnte.

#### Die Zukunft der Globalisierung

These 12: Die Automatisierung wird die Herstellung vieler Produkte revolutionieren und das Gesicht der Globalisierung verändern.

Die "autonome Fabrik", in der kein Licht mehr brennt, weil Menschen nur noch in Ausnahmefällen anwesend sein werden, ist keine Science Fiction mehr. Mittlerweile können Maschinen dank gewaltiger Fortschritte in der Sensorik und Feinmotorik Aufgaben übernehmen, die noch vor wenigen Jahren als ungeeignet für sie erschienen. So können sie mittlerweile Bauteile aus Lagern entnehmen und diese an einem anderen Ort zielgerichtet ablegen. Möglich ist auch das Verschieben eines Bauteils zwischen Maschinen. Hinzu kommt, dass selbst Textilien und andere komplexere Ausgangsstoffe immer besser verarbeitet werden können. Zwar sind diese Techniken oft noch nicht serienreif und relativ zur Arbeit eines Menschen noch nicht hinreichend wettbewerbsfähig. Aber die Fortschritte sind groß und die Preise für Maschinenarbeit sinken.

Wichtig für das Funktionieren von automatisierten Produktionsprozessen ist der neue **Mobilfunkstandard 5G**. Denn nur dieser ermöglicht eine kabellose Übertragung großer Datenmengen mit geringer Latenzzeit zwischen einzelnen Maschinen und Produktionsstätten. Aus diesem Grund ist die Einführung des neuen Standards für die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen und Staaten von nicht zu unterschätzender Bedeutung.

Die fortschreitende Automatisierung hat direkten Einfluss auf die **Standortentscheidungen** von Unternehmen. Denn der Faktor Arbeit, der aufgrund der Globalisierung in Hülle und Fülle vorhanden war und noch ist, verliert an Bedeutung. Andere Faktoren werden ausschlagend sein. **Dazu zählen die Nähe zu den Konsumenten, der Zugang zu Ressourcen, der Schutz des geistigen Eigentums und innovative Zulieferbetriebe.** 

Vor diesem Hintergrund ist die Entscheidung Teslas für ein neues Werk in Deutschland eine Bestätigung dieser Entwicklung. Tesla hat im letzten Jahr bekannt gemacht, dass 95 Prozent der Fertigung der Karosserie mittlerweile automatisiert sind, obwohl die Karosserie zu den komplexesten Teilen eines Autos gehört. Nach Angaben des Unternehmens würde sich dies nicht alleine auf die Schweißarbeiten, sondern auch auf die Zulieferung neuer Teile in den Arbeitsprozess beziehen.

Für technologiegetriebene Volkswirtschaften mit einem lukrativen Absatzmarkt wie Deutschland ist die hier skizzierte Entwicklung von Vorteil. Gelingt es, die Produktion weiter zu automatisieren, können die negativen Effekte aus dem zunehmenden Wettbewerbsdruck und der Abschwächung der Wachstumsraten des Welthandels **überkompensiert** werden.

These 13: Die globalen Wertschöpfungsketten verändern sich.

Globale Wertschöpfungsketten, wie wir sie heute kennen, würden ohne **technologische Innovationen** nicht existieren. Vor allem die Erfindung des Internets und die damit zusammenhängenden digitalen Innovationen haben zu einer Beschleunigung der Globalisierung geführt. Heutzutage reduzieren digitale Technologien Entfernungs- und Komplexitätsbarrieren und ermöglichen es Unternehmen, mit Lieferanten und Kunden überall auf der Welt zu interagieren. Durch die **immer geringeren Transaktionskosten** ist der internationale Handel von Gütern und Dienstleistungen im letzten Jahrhundert stark gewachsen und zum wichtigsten Treiber der Weltwirtschaft geworden.

Schon heute durchdringen neue Zukunftstechnologien wie die künstliche Intelligenz, das Internet der Dinge, der 3D-Druck oder die Blockchaintechnologie bereits existierende globale Wertschöpfungsketten und werden diese

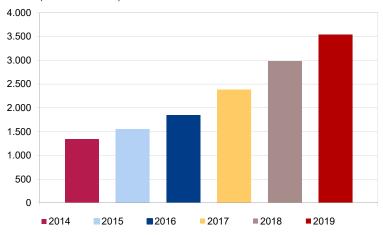
nachhaltig verändern. Da **Kryptowährungen** den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr ohne Intermediäre ermöglichen, werden sie den globalen Waren- und Dienstleistungshandel ebenfalls grundlegend verändern.

Zu den Zukunftstechnologien, die den internationalen Handel verstärken werden, gehören unter anderem digitale E-Commerce-Plattformen und innovative Logistiktechnologien. Die Kombination aus einem immer effizienteren und dichteren internationalen Lieferantennetz und dem Zugang von immer mehr Menschen zu digitalen E-Commerce-Plattformen wird sich positiv auf den internationalen Handel auswirken.

Neue Technologien werden die globalen Transaktionskosten weiter senken. Aber werden sie auch die internationalen Handelsströme verstärken? Automatisierungstechnologien, die die Warenherstellung substanziell verändern und die relativen Kosten der verschiedenen Inputs einschließlich der Arbeit reduzieren, könnten den Trend zu einer stärkeren lokalen Produktion in der Nähe wichtiger Verbrauchermärkte verstärken. Das hätte negative Auswirkungen auf den internationalen Handel. Doch auch der gegenläufige Effekt ist denkbar. Zum einen werden Industrieländer, die in der Vergangenheit Produktionsprozesse in Entwicklungsländern wegen des komparativen Lohnkostenvorteils ausgelagert haben, wegen der erhöhten lokalen Produktion wieder mehr Güter importieren. Zum anderen können Entwicklungsländer die Automatisierungstechnologien nutzen, um wettbewerbsfähiger zu werden und neue Marktnischen zu erschließen.

Durch den Einsatz von innovativer **Robotertechnologie** und **künstlicher Intelligenz** in der Fertigung könnten sich Produktionsstandorte wieder in die Nähe von Schlüs-

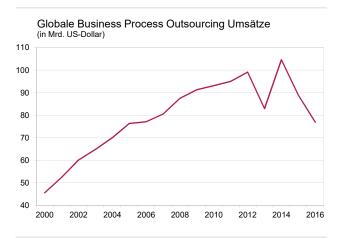
Globale Einzelhandels E-Commerce-Umsätze (in Mrd. US-Dollar)



selmärkten verschieben, da die Arbeitskosten bei Standortentscheidungen an Bedeutung verlieren. Die größten Anteile der von dieser Entwicklung betroffenen Handelsströme dürften daher Wertschöpfungsketten betreffen, die arbeitsintensive Güter produzieren. Darüber hinaus könnte sich der Business Process Outsourcing Trend (BPO) der letzten zehn Jahre durch den Einsatz von künstlicher Intelligenz umkehren. Unter diesem Begriff wird das Auslagern ganzer Geschäftsprozesse von Unternehmen bezeichnet. Durch den Einsatz von robotergestützter Prozessautomatisierung und virtuellen Agenten könnten internationale Unternehmen den Handel von IT- und Geschäftsdienstleistungen deutlich reduzieren und wieder an ihren Hauptstandort verlagern.

Die immer größeren Marktanteile von Elektromobilitätslösungen und erneuerbaren Energien könnten sich zusätzlich negativ auf den internationalen Rohstoff- und Güterhandel auswirken. Aufgrund der im Gegensatz zu Raffinerien und Verbrennungsmotoren weniger komplexen Elektrotechnologien ist eine Reduktion des internationalen Handels von Zulieferern wahrscheinlich. Auch erneuerbare Energien können negative Auswirkungen auf den in-

Veränderte Wertschöpfungsketten können zu einer Abnahme des internationalen Handels führen. ternationalen Handel haben. Solar- und Windenergie werden typischerweise im selben Land erzeugt und genutzt, dazu kommt die Substitution der typischerweise global gehandelten fossilen Rohstoffe.



Die tatsächlichen **Nettoauswirkungen** der beschriebenen **Zukunftstechnologien** auf die Handelsströme sind unklar. Die meisten Zukunftstechnologien scheinen sich aber negativ auf den Warenhandel auszuwirken und im Gegensatz dazu den Handel von Dienstleistungen und Daten weiter zu verstärken.

These 14: Die Bedeutung der Schwellenländer nimmt weiter zu. Das gilt nicht nur für die Weltwirtschaft, sondern auch für den politischen und militärischen Bereich.

Durch das starke Wachstum der vermögenden Mittelschicht in den Schwellenländern werden nach Schätzungen von McKinsey im Jahr 2025 50 Prozent aller produzierten Güter von Menschen aus den Schwellenländern konsumiert werden. 2010 lag dieser Wert noch bei 32 Prozent. Das bedeutet, dass ein größerer Teil der in den Schwellenländer produzierten Waren auch dort verwendet wird. Hat China im Jahr 2007 noch 55 Prozent aller produzierten Elektronikartikel exportiert, sind es im Jahr 2017 nur noch 37 Prozent gewesen. Die chinesischen Unternehmen haben es zudem verstanden, die Wertschöpfungsleiter nach oben zu wandern und fertigen mittlerweile in den Bereichen IT, Elektronik, Autos und Maschinen Produkte in Eigenregie, die auf dem Weltmarkt angeboten werden und in direkter Konkurrenz zu Produkten von Unternehmen aus den Industriestaaten stehen. Exemplarisch für diesen Prozess steht Huawei, das sich in kurzer Zeit die technologische Führerschaft im Bereich Telekommunikationsausrüstung erarbeitet hat.

China hat sich wirtschaftlich in den vergangenen Jahren auf der Überholspur befunden und zur Weltspitze aufgeschlossen. Der internationale **politische und militärische Einfluss des Landes** konnte dagegen mit dem Tempo der Wirtschaftsentwicklung nicht mithalten. Auf internationaler Ebene geben die entwickelten Industrienationen weiterhin den Ton an. China zählt wie andere Schwellenländer nur zum erweiterten Kreis der G20-Nationen, nicht aber zum G7-Kern. In militärischer Hinsicht steht China bei den Ausgaben zwar global an zweiter Stelle, jedoch mit weitem Abstand hinter den USA.

In der nächsten Phase der Globalisierung, die bereits begonnen hat, wird sich China von der Werkbank zum zentralen Gestalter wandeln. Die chinesische "Belt and Road Initiative" kann als Versuch verstanden werden, nicht nur den wirtschaftlichen, sondern auch den geopolitischen Einfluss zu erhöhen. Die Initiative ist auch als "neue Seidenstraße" bekannt. Genau genommen handelt es sich um zwei Initiativen, nämlich um einen nördlich gelegenen Landweg unter dem Titel Silk Road Economic Belt und einen südlich gelegenen Seeweg namens Maritime Silk Road. Das Gesamtprojekt betrifft nach Schätzungen mehr als 60 Prozent der Weltbevölkerung und rund 35 Prozent der Weltwirtschaft. Bei der maritimen Seidenstraße, auf der schon heute mehr als die Hälfte des Welt-Container-Aufkommens bewegt wird, werden Tiefwasserhäfen ausgebaut, logistische Knotenpunkte errichtet und insbesondere neue Verkehrswege ins Hinterland geschaffen.

Das Gesamtvolumen der angestrebten Investitionen wird auf 1,1 Billionen US-Dollar geschätzt. China stellt zwar keine politischen Bedingungen für die Zusammenarbeit, erwartet aber, dass bei den Bauprojekten chinesische Firmen den Vorrang erhalten. Daher ist China bestrebt, die Projekte über bilaterale Abkommen zu regeln und die Ausschreibungen zu beschränken. Bei Ländern der Europäischen Union steht dies in Konflikt mit der Vorgabe zu EUweiten öffentlichen Ausschreibungen.

These 15: Das Wachstum des Welthandels wird mehr und mehr vom Dienstleistungssektor getragen.

Zu den klassischen Sektoren, die Dienstleistungen erbringen, zählen Telekommunikation, Informationstechnologie, Beratung, Medien, Gesundheit, Bildung oder Reisen. Darüber hinaus finden sich auch in den klassischen Industrieunternehmen Bereiche wie Forschung und Entwicklung, Marketing oder Design, deren Wertschöpfungsbeiträge den Dienstleistungen zugerechnet werden müssten.

In den letzten Jahren ist **der Beitrag des Dienstleistungs- sektors zum Bruttoinlandsprodukt** in fast allen Staaten angestiegen. In den entwickelten Staaten stieg der Wert von 69,4 Prozent (1997) auf 74 Prozent (2015), in den Schwellenländern war der Anstieg prozentual noch größer. Diese Entwicklung sollte sich fortsetzen. Denn zum einen dürften die Preise für Industriegüter durch die Automatisierung der Produktionsprozesse und den Wettbewerbsdruck tendenziell weiter sinken, sodass sich der Beitrag des Verarbeitenden Gewerbes zum Bruttoinlandsprodukt abermals verringern wird.

Zum anderen führt der technologische Wandel nicht nur zu einer Automatisierung der Produktionsprozesse in der Industrie, sondern ermöglicht den Unternehmen auch, bei der Vermarktung und Gestaltung ihrer Produkte neue Wege zu beschreiten: Weg von der reinen Produktion, hin zu Dienstleistungen um ein Produkt herum. Autonomes Fahren erfordert große Investitionen in die Bereiche IT und Telekommunikation und ermöglicht neue Geschäftsmodelle wie "car on demand" oder Robo-Taxis. Bereits heute macht die Software eines Autos etwa zehn Prozent des Werts aus. McKinsey schätzt, dass diese Zahl im Jahr 2030 bei 30 Prozent liegen könnte. Telemedizin ist ein anderes Beispiel für einen Bereich, der bei weiteren

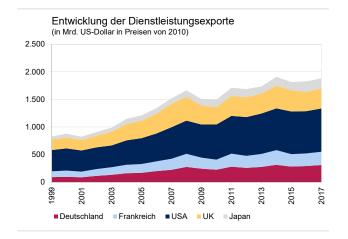
technologischen Innovationen starke Wachstumsperspektiven hat. Das Know-how liegt hier in erster Linie in den **Industriestaaten** mit ihren forschungsstarken Universitäten und Unternehmen.

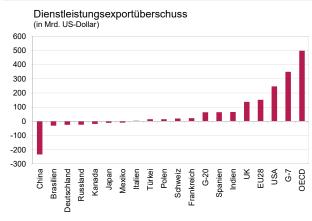
Dass die Industriestaaten bei den Dienstleistungen bereits heute eine führende Rolle einnehmen, zeigen Zahlen der OECD für den Handelsüberschuss. Demnach exportieren die 36 OECD-Staaten zusammen etwa 500 Mrd. US-Dollar mehr als sie importieren. Empfänger der **Dienstleistungsexporte** sind vor allem die Schwellenländer, die den Industriestaaten technologisch oft noch hinterherhinken. Auch der Bereich Finanzen zählt zu den Dienstleistungen und ist ein wichtiges Exportgut der entwickelten Staaten geworden, denn die wachsende Mittelschicht in vielen Schwellenländern fragt Versicherungen und Vorsorgeprodukte aufgrund unterentwickelter Sozialsysteme nach.

Deutschland ist zwar insgesamt gesehen der weltweit drittgrößte Dienstleistungsexporteur, jedoch in noch größerem Umfang auf Dienstleistungsimporte angewiesen. Dies deutet darauf hin, dass **Deutschland** in diesem wichtigen Bereich die **Wettbewerbsfähigkeit noch steigern muss**.

These 16: Der Kampf zwischen unterschiedlichen Globalisierungsmodellen entscheidet über die Zukunft der Globalisierung.

Die **technischen Voraussetzungen** für eine globale Wirtschaft existieren schon seit längerem. Globale Kommunikation ist ohne Zeitverzögerung möglich. Über Netzwerke wie Facebook oder Amazon lassen sich Konsumpräferen-





zen über Landesgrenzen hinweg analysieren und Güter und Dienstleistungen vertreiben. Die Transportzeiten und -kosten nehmen weiter ab. Blockchaintechnologien, die weltweit als Buchungs- und Rechnungssysteme genutzt werden können, vereinfachen globale Transaktionen erheblich.

Jedoch nicht alles, was technisch möglich ist, ist auch politisch erwünscht. Globalisierung funktioniert nur, wenn Institutionen vorhanden sind, die den internationalen Handel fördern und regulieren. Diese Institutionen, wie etwa die WTO oder der IWF, haben jedoch keine direkte demokratische Legitimation. In gewisser Weise muss bei der Globalisierung die Technologie des 21. Jahrhunderts mit der politischen Organisation des 19. Jahrhunderts vereinbart werden, in der **Nationalstaaten** die demokratische Basis bilden. Ob das überhaupt funktionieren kann, ist umstritten. Der Ökonom Dani Rodrik hat die These aufgestellt, dass Globalisierung, Demokratie und Nationalstaatlichkeit unvereinbar sind.

Aus Rodriks Sicht lassen sich nur zwei der drei Ziele gleichzeitig verwirklichen:

- Demokratie und Nationalstaatlichkeit, aber eingeschränkte Globalisierung: Dies war der Ansatz des Bretton Woods-Systems, in dem vor allem der internationale Kapitalverkehr eingeschränkt wurde.
- Demokratie und Globalisierung, aber eingeschränkte Nationalstaatlichkeit: Die Europäische Union ist der Versuch, durch supranationale Institutionen Demokratie und Globalisierung zu verbinden.
- Globalisierung und Nationalstaatlichkeit, aber ohne Demokratie: Dies ist das chinesische Modell, in dem es keine demokratische Kontrolle und Steuerung des Globalisierungsprozesses gibt.

Aus westlicher Sicht kann es keine Abstriche bei der demokratischen Staatsverfassung geben. Daher wird der Kampf um die Zukunft der Globalisierung auch ein Kampf zwischen dem westlichen Demokratieverständnis und dem autoritären chinesischen Modell sein. Ein westlichdemokratisches Modell der Globalisierung wird wiederum nicht darum herum kommen, die Früchte der Globalisierung durch eine verbesserte Teilhabe gerechter zu verteilen und der Globalisierung selbst gewisse Grenzen zu setzen. Die Europäische Union ist zwar ein Beispiel dafür, wie einzelne Nationalstaaten gemeinsame politische Ent-

scheidungen treffen können. Doch auch im 21. Jahrhundert dominiert weiterhin das nationalstaatliche Denken. Supranationale Institutionen, die den Handel ermöglichen, vereinfachen und fördern, werden zwar auch weiterhin existieren und wahrscheinlich auch an Bedeutung gewinnen, aber aufgrund ihrer schwachen demokratischen Legitimation bis auf Weiteres nur eine eingeschränkte gesellschaftliche Akzeptanz erlangen.

Für den Westen gibt es derzeit keine praktikable Alternative zum Modell der **eingeschränkten Globalisierung**. Wie eng die Grenzen der Globalisierung sein müssen, hängt jedoch auch von der nationalstaatlichen Politik ab. Wenn die nationale Wirtschaftspolitik die unerwünschten Folgen der Globalisierung abfedert, können die Grenzen weiter sein, da die Vorteile der Globalisierung einer breiteren Bevölkerungsschicht zugutekommen.

#### Die Globalisierung der Kapitalanlage

Die Transformation der Globalisierung ist ein wichtiger Parameter für die Anlageentscheidung von Investoren. Mit dem Abbau von internationalen Zöllen und Handelsbeschränkungen in den letzten Jahrzehnten hat auch der Kapitalverkehr ein globales Ausmaß erreicht. Der Finanzmarkt hat sich dabei weltweit so vernetzt, dass grenzüberschreitende Transaktionen heute zum Alltag gehören. So ist es für die meisten Anleger mittlerweile völlig normal, ein geografisch breit aufgestelltes Portfolio zu besitzen. Dies war vor etwa 30 Jahren noch ganz anders. Damals wurden ausländische Investitionen, zum Beispiel im Anleihe- oder Aktienbereich, noch als alternative Investments angesehen, heute vergleichbar mit Hedgefonds oder Private Equity.

Globale Standards bezüglich Kapitalmarktregulierung und Rechnungslegung haben maßgeblich zu dieser Entwicklung beigetragen. Die Globalisierung der Kapitalmärkte fand in den neunziger Jahren noch recht langsam statt. Sie beschleunigte sich mit der Jahrtausendwende und fand ihren Höhepunkt kurz vor der Finanzmarktkrise. Machten internationale Kapitalströme im Jahr 1990 noch deutlich weniger als zehn Prozent des globalen BIP aus, so lag die Quote im Jahr 2008 bei über 40 Prozent. Über die letzten zehn Jahren hat sich der Anteil der Kapitalströme am globalen BIP bei etwa 15 Prozent eingependelt.

Aber nicht nur auf der Kapitalgeberseite hat sich eine internationale Sichtweise auf die Kapitalmärkte etabliert, auch **Kapitalnehmer** emittieren heutzutage Anleihen oder listen Aktien auf Märkten, die nicht notwendigerweise ihre Heimatmärkte sein müssen. Anleihen von Schwellenländern, die in sogenannten Hartwährungen, also zum Beispiel Euro oder US-Dollar, an Investoren in Industriestaaten ausgegeben werden, sind ein klassisches Beispiel hierfür.

Der Abbau von Schranken im Kapitalverkehr hat zu starken Effizienzgewinnen auf den Finanzmärkten geführt. Anleger können ihre Portfolios breit aufstellen, was eine zusätzliche regionale und rechtliche Streuung mit sich bringt. Auch kann mitunter in Sektoren investiert werden, die auf dem Heimatmarkt unter Umständen gar nicht oder nur wenig repräsentiert sind. Da im Ausland eventuell höhere Wachstumsraten als im Inland vorzufinden sind, lassen sich so auch neue Renditequellen erschließen. Kapitalnehmer auf der anderen Seite können in denjenigen Währungen Gelder aufnehmen, in denen sie die geringsten Kapitalkosten erwarten. Abnehmende Hindernisse im internationalen Kapitalverkehr verringern die Friktionen und sollten in der Theorie allen zugutekommen.

Die Finanzmarktkrise von 2007/2008 hat jedoch gezeigt, dass global aufgestellte Portfolios nicht immer nur Vorteile mit sich bringen. So sorgte die **zunehmende Vernetzung des Finanzsystems** dafür, dass der Zusammenbruch des US-amerikanischen Immobilienmarkts mit dem anschließenden Kollaps der US-Investment-Bank Lehman Brothers nicht regional auf den nordamerikanischen Kontinent beschränkt blieb. Verpackte Papiere US-amerikanischer Kreditnehmer sowie Produkte mit einem inhärenten Kreditrisiko von Lehman Brothers befanden sich vielmehr in fast jedem Portfolio europäischer oder japanischer Banken.

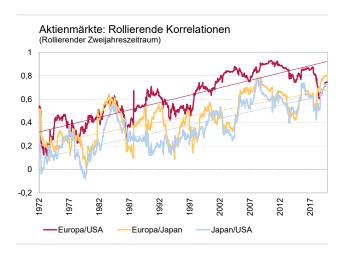
Das eigentlich regionale Problem weitete sich aufgrund der globalen Vernetzung zu einer weltweiten Gefahr für die Finanzmärkte aus. Die anschließende Panik führte zu weltweiten Abflüssen aus Risikoanlageklassen, unabhängig davon, ob sie mit der eigentlichen Ursache in Verbindung standen oder nicht. Die Globalisierung der Finanzmärkte führt daher nicht nur zu neuen Investitionsmöglichkeiten für Anleger, sondern erhöht auch die **Ansteckungsgefahr** für Krisen. Ein zunehmend friktionsloser Kapitalverkehr kann in Extremsituationen die Marktreaktionen verstärken

und geografische Diversifikationseigenschaften einschränken.

These 17: Globale Integration vermindert die Diversifikationseigenschaften bei Aktien.

Politische, wirtschaftliche oder soziale Veränderungen können starke Auswirkungen auf die jeweiligen regionalen Kapitalmärkte haben. Um sich vor Einflüssen in einzelnen Ländern oder Regionen zu schützen, streuen die meisten professionellen Anleger ihre Aktieninvestments geografisch. Der Portfoliotheorie folgend, verbessert sich hierdurch das **Rendite-Risiko-Profil** eines Aktienportfolios, wenn die Renditen auf den einzelnen Märkten in etwa vergleichbar sind und diese nicht perfekt miteinander korreliert sind. Ceteris paribus wird eine regionale Streuung aus Diversifikationsgesichtspunkten damit umso effektiver, je geringer die Korrelationen der Märkte zueinander sind.

Nun hat der Abbau von Friktionen aus Anlegersicht die Investition in ein weltweit ausgerichtetes Aktienportfolio zwar vereinfacht. Es stellt sich aber die Frage, ob nicht auch die **Diversifikationseigenschaften geografischer Streuung** durch die zunehmende Globalisierung der Finanzmärkte beeinträchtigt wurden.



Ein Blick auf die Historie der großen Aktienmärkte in den letzten vierzig Jahren gibt eine klare Antwort auf diese Frage: **Die Globalisierung hat in der Tendenz die Diversifikationseigenschaften regionaler Streuung verringert**. Insbesondere die Phase der sogenannten Hyperglobalisierung führte zu einem immer stärkeren Gleichlauf der globalen Aktienmärkte. So zeigt sich der stärkste Anstieg der Korrelationen in der Zeit vom Beginn der 1990er-Jahre bis

INDEX	KORRELATION ZUM MSCI WORLD	FINANCIAL OPENNESS SCORE	ANTEIL US- INVESTOREN
S&P 500 (US)	0,96	100,00%	75,14%
FTSE 100 (UK)	0,83	100,00%	19,79%
S&P/TSX (Kanada)	0,83	100,00%	24,13%
CAC 30 (Frankreich)	0,82	100,00%	16,17%
SMI (Schweiz)	0,81	100,00%	29,67%
DAX (Deutschland)	0,80	100,00%	17,41%
NIKKEI 225 (Japan)	0,76	100,00%	14,36%
S&P/ASX 200 (Australien)	0,76	100,00%	13,81%
IBEX 35 (Spanien)	0,68	100,00%	14,42%
FTSE MIB (Italien)	0,68	100,00%	13,97%
KOSPI (Südkorea)	0,64	100,00%	13,50%
FTSE/JSE (Südafrika)	0,63	16,57%	8,95%
S&P/NZX 50 (Neuseeland)	0,60	100,00%	12,29%
MOEX (Russland)	0,60	59,68%	8,21%
MEXICO IPC (Mexico)	0,60	69,94%	15,90%
NIFTY 500 (Indien)	0,57	16,57%	7,85%
S&P/CLX IGPA (Chile)	0,53	69,94%	5,02%
MSCI COLOMBIA (Kolumbien)	0,51	41,64%	4,40%
CSI 300 (China)	0,47	16,57%	2,40%
IBOVESPA (Brasilien)	0,45	16,57%	15,20%
ISE 100 (Türkei)	0,31	44,87%	8,62%

in die Finanzmarktkrise hinein. Mit dem Zusammenbruch der globalen Kapitalströme infolge der Finanzmarktkrise stiegen diese auch nicht weiter an. Im Verhältnis US-amerikanischer zu europäischer Aktien kam es seit 2011 sogar zu einem Rückgang des Gleichlaufs.

Globalisierung verringert die Möglichkeiten der Diversifikation. Die massive Zunahme der Kapitalströme in den 15 Jahren vor der Finanzmarktkrise führte augenscheinlich zu einem **Rückgang der Diversifikationseigenschaften internationaler Investments**. Seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers scheint die Globalisierung der Finanzmärkte, gemessen an den Kapitalströmen, ins Stocken geraten zu sein. Seitdem konvergieren auch die Korrelationen der Aktienmärkte nicht weiter gegen Eins.

Die Erkenntnis, dass Globalisierung zu verringerter regionaler Diversifikation führt, lässt sich noch an einem weiteren Zusammenhang verdeutlichen: Die Märkte, die heutzutage die besten regionalen Diversifikationseigenschaften haben, sind in der Tendenz diejenigen, die eine geringere Offenheit ihres Kapitalmarkts aufweisen. Diversifikationseigenschaften lassen sich dabei zum Beispiel anhand der Korrelationen einzelner Märkte zum Weltportfolio MSCI World oder anhand der Durchschnittskorrelationen eines Marktes zu allen anderen messen. Eine niedrige Korrelation impliziert dabei ein hohes Diversifikationspotenzial eines Aktienmarkts.

Die Schwellenländer Brasilien, China und die Türkei zeigen die besten Diversifikationseigenschaften. Zum einen weisen die Märkte die geringste Korrelation zum MSCI World und zum anderen die geringste Durchschnittskorrelation zu allen betrachteten Märkten auf. Gleichzeitig sind die Kapitalmärkte dieser Länder nach dem Chinn-Ito-Index, einem Maß für die Offenheit der Kapitalmärkte, von relativ hohen Friktionen geprägt. Auffällig ist auch, dass der Anteil US-amerikanischer Investoren in China und der Türkei relativ gering ist. Im Gegensatz dazu zeigen Märkte mit ausgeprägter Offenheit der Kapitalmärkte und einem signifikanten Anteil von US-Anlegern eine hohe Korrelation untereinander und damit eher geringe Diversifikationseigenschaften. Je globalisierter ein Aktienmarkt ist, desto geringer ist also sein geografisches Diversifikationspotenzial.

These 18: Negative Diversifikationseffekte gibt es auch am Rentenmarkt.

Die zunehmende Öffnung der Kapitalmärkte hat nicht nur auf die Aktienmärkte, sondern auch auf die Rentenmärkte Auswirkungen gehabt. Global agierende Akteure orientieren sich bei ihren Investitionsentscheidungen unter Berücksichtigung der Wechselkursschwankungen am weltweiten Renditeniveau. Relativ attraktivere Märkte ziehen Investoren an und drücken in der Konsequenz das Zinsniveau. Bei leicht zugänglichen Rentenmärkten findet praktisch ein globaler Ausgleichsmechanismus statt, wodurch sich die weltweiten Zinsen (bei gleichen Bonitäten) mehr und mehr angleichen. Ein freier Kapitalverkehr in den größeren industrialisierten Ländern hat ermöglicht, dass dieser Ausgleichsmechanismus mittlerweile weitestgehend friktionslos stattfinden kann.

Ein Blick auf die durchschnittlichen absoluten **Zinsdifferenzen** zwischen Anleihen und Zentralbanksätzen Deutschlands, Großbritanniens, Japans und der USA verdeutlicht dieses Bild. Sowohl im langen als auch im kurzfristigen Laufzeitenbereich haben die Renditedifferenzen über die letzten Jahrzehnte deutlich abgenommen. Darüber hinaus hat sich auch die Richtung der Zinsentwicklung auf den Märkten stark angeglichen. So ist die Streuung von Zinsveränderungen über ein Jahr auf den vier erwähnten Märkten stark zurückgegangen. Das heißt, die Zinsentwicklung über ein Jahr erfolgt global weitestgehend kongruent.

Im Bereich der **Unternehmensanleihen** ist es aufgrund der mangelhaften Datenlage vor der Jahrtausendwende schwierig, Aussagen im historischen Verlauf zu treffen. Ein Blick auf die jüngere Vergangenheit deutet aber auch hier auf geringere Diversifikationseffekte durch eine zunehmende Globalisierung der Finanzmärkte hin. Die Aufschläge für Kreditrisiken, die sogenannten Credit-Spreads, bewegen sich seit Anfang der 2000er-Jahre vor allem in Europa und den USA weitestgehend im Gleichlauf. Die

Rentenmärkte: Zinsdifferenzen im Zeitverlauf (Differenzen und Streuung in Prozentpunkten) 8 5 4,5 7 4 6 3,5 5 3 2,5 2 1,5 0,5 Λ O 1980 2005 1985 1990 1995 2000 2010 Streuung der Zinsanstiege über 1 Jahr DE/UK/US/JP (r.S.) Durchschn. absolute Zinsdifferenz kurzfr.DE/UK/US/JF

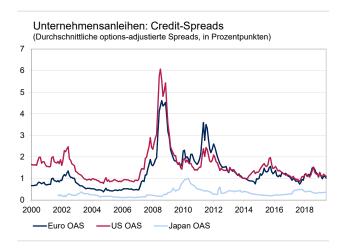
·Durchschn. absolute Zinsdifferenz 10 Jahre DE/UK/US/JP

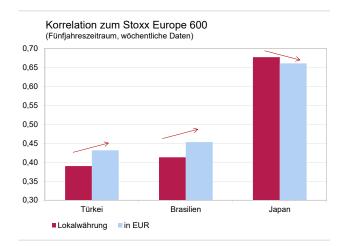
Korrelation der monatlichen Veränderung der Credit-Spreads liegt bei über 50 Prozent. Im Vergleich dazu korreliert der japanische Unternehmensanleihemarkt deutlich weniger mit den USA und Europa. Hier liegen die Korrelationen der Spread-Entwicklungen jeweils bei etwa 40 Prozent. Deutet dies auf eine stärkere Integration des Unternehmensanleihemarkts in Europa und den USA hin?

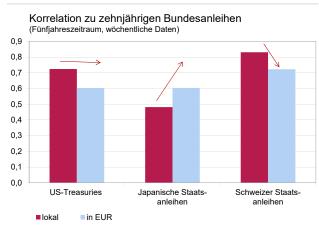
Bei der Betrachtung der Anleger und Emittenten fällt auf, dass der europäische und der US-amerikanische Unternehmensanleihemarkt viel stärker miteinander vernetzt sind als mit dem japanischen. So machen US-Unternehmen heute etwa 20 Prozent des europäischen Unternehmensanleihemarkts aus. Andersherum haben zehn bis 15 Prozent der Emittenten am US-amerikanischen Unternehmensanleihemarkt ihren Firmensitz in Europa. In Japan hingegen gibt es kaum nennenswerte Emissionen ausländischer Unternehmen. Die stärkere Vernetzung Europas mit den USA zeigt sich auch auf Anlegerseite. Circa 60 Prozent der US-Unternehmensanleihen, die sich im Besitz von Ausländern befinden, werden von Europäern gehalten. Japaner hingegen kommen nicht mal auf einen Anteil von sieben Prozent.

Somit deutet auch der Unternehmensanleihemarkt an, dass eine zunehmende Internationalisierung der Emittenten und Anleger die positiven Diversifikationseffekte regionaler Streuung verringern kann. Auch hier bieten schwer handelbare und weitestgehend isolierte Märkte das bessere Diversifikationspotenzial.

These 19: Währungen spielen eine entscheidende Rolle in Bezug auf die Diversifikationseigenschaften







Die Thesen 17 und 18 könnten den Schluss nahelegen, dass eine geografische Diversifikation aus Rendite-Risiko-Gesichtspunkten nur noch bedingt sinnvoll ist. Dabei wird aber auch bei einer immer stärkeren Kongruenz der weltweiten Aktien- und Rentenmärkte ein wichtiger Aspekt außen vor gelassen: Die **Wechselkurse**. Da die meisten Investoren bei globalen Investitionen ihre finale Rendite in eine Heimatwährung umrechnen müssen, spielen Wechselkurseffekte eine entscheidende Rolle bei der Renditebestimmung. Sie können auch die Diversifikationseffekte eines internationalen Portfolios beeinflussen.

Auf der Aktienseite wurde in These 17 bereits festgestellt, dass die Globalisierung den Gleichlauf der Aktienmärkte erhöht hat. Dieser Effekt kann unter Umständen aber durch die Entwicklung der Wechselkurse abgeschwächt oder verstärkt werden. Dies hängt mit den jeweiligen Korrelationen der Währungen und der Aktienmärkte eines Landes zusammen. Es lässt sich zeigen, dass die Aktienmarktentwicklung in vielen entwickelten Ländern entweder gar nicht oder sogar negativ mit der jeweiligen Währung des Landes korreliert. In Entwicklungsländern ist die Korrelation dagegen zumeist positiv. Dies hat Effekte auf die Diversifikationseigenschaften internationaler Investments.

Eine negativ zum Aktienmarkt korrelierte Währung, wie zum Beispiel in **Japan**, kann der Aktienmarktentwicklung entgegenwirken. Dadurch wird die Wertentwicklung einer Aktienposition aus Sicht eines ausländischen Investors durch die Währungseffekte vom globalen Aktienmarkttrend entkoppelt. Anders sieht es jedoch bei den Währungen aus, die eine positive Korrelation zum lokalen Aktienmarkt aufweisen. Hier können sich die Aktien- und die

Währungsentwicklung gegenseitig verstärken, was die Korrelation zu anderen Aktienmärkten erhöhen kann. Die Währung wird von den Anlegern dabei selbst als Risikoanlageklasse angesehen. Beispiele hierfür sind die **Türkei** oder **Brasilien**.

Bei **Renten** sind die Wechselkurseffekte auf die Korrelationseigenschaften teilweise noch gravierender. In einigen Fällen drehen sich die Aussagen in Bezug auf Diversifikationseigenschaften ausländischer Investments sogar um. So zeigen zum Beispiel zehnjährige japanische Staatsanleihen in lokaler Währungsentwicklung mit einer Korrelation von 38 Prozent (über fünf Jahre) auf den ersten Blick gute Diversifikationseigenschaften zu deutschen Bundesanleihen. Dagegen wirken Schweizer Anleihen mit einer Korrelation von 82 Prozent wenig diversifizierend. In Euro umgerechnet verändern sich diese Aussagen jedoch. So steigt die Korrelation japanischer Staatsanleihen in Euro zu deutschen Bundesanleihen auf 66 Prozent. Die Korrelation Schweizer Staatsanleihen sinkt hingegen auf 64 Prozent.

Die Punkte machen deutlich, dass Währungen einen nicht zu unterschätzenden Effekt auf die Diversifikationsmöglichkeiten eines internationalen Portfolios haben. Dabei kann der Einfluss der Währungsentwicklung sowohl positiv als auch negativ wirken.

These 20: Wegen der zunehmenden Regulierung multinationaler Unternehmen mit Monopolstellung könnten US-Small Caps in den nächsten Jahren wieder besser abschneiden als US-Large Caps.

In den letzten 40 Jahren konnten in den USA große Konzerne eine Outperformance gegenüber kleineren Unternehmen von 0,4 Prozent pro Jahr generieren. Dies ist beachtlich, denn mit diesem empirischen Resultat wird die positive **Small Cap-Prämie** in Frage gestellt. Kleinere Unternehmen sind in der Regel riskanter als größere Unternehmen. Demnach sollten sie auch eine höhere Rendite erbringen.

Eine Erklärung für die Underperformance in den USA ist, dass sich das höhere Small Cap-Risiko im Ölsektor materialisiert hat. Die kleineren Ölunternehmen haben deutlich stärker unter der Ölpreisentwicklung gelitten als "Big Oil". Denn der Ölpreis liegt heute inflationsbereinigt weit unter dem Niveau der 1970er Jahre. Der Anteil der Ölunternehmen ist aber mit etwa fünf Prozent relativ gering. Wichtiger ist der IT-Sektor.

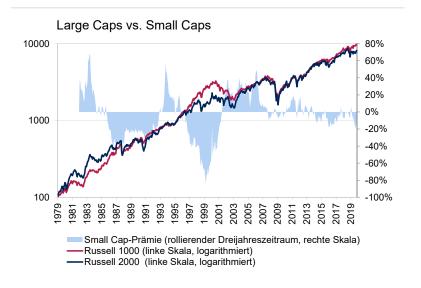
Zwar gehören die USA als Volkswirtschaft zu den Verlierern der Globalisierung, aber einige US-Unternehmen sind die mit Abstand größten Gewinner. Dazu zählen die sogenannten FAANG-Werte, also Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google. Diese und andere Unternehmen wie etwa Microsoft haben eine Größe erreicht, die fast alles bisher Dagewesene in den Schatten stellt. Ihr Aufstieg zu quasi-staatlichen Gebilden mit der Marktmacht eines Monopolisten erklärt zu einem großen Teil die negative Small-Cap-Prämie, wie ein Blick auf die sektorale Performance des Russell 2000 (US-Small Caps) zum Russell 1000 (US-Large und Mid-Caps) zeigt. Kleinere Tech-Werte haben im Vergleich zu den Large Caps underperformt.

Allerdings haben Facebook und Co eine Macht erreicht, die mittlerweile vielen Politikern unheimlich geworden ist. Der Verdacht, dass ausländische Mächte über soziale Netzwerke heimische Wahlen in ihrem Sinne beeinflussen können, verunsichert. Die Regulierer verschärfen

weltweit den Kampf gegen die Tech-Konzerne. In den USA gibt es mittlerweile kartellrechtliche Untersuchungen, die sich gegen "Big Tech" richten. Die Anhörung Mark Zuckerbergs unter Eid vor dem US-Kongress zum Cambridge Analytics-Skandal und der Digitalwährung Libra sind nur ein Beispiel für den politischen Gegenwind. Hinzu kommt, dass vor allem die chinesische Konkurrenz nicht schläft. Mit Alibaba oder Tencent gibt es chinesische Unternehmen, die den US-amerikanischen Konkurrenten ein Stück vom Kuchen streitig machen.

Das rasante Wachstum der US-Tech-Konzerne dürfte sich unter den neuen Bedingungen in dieser Form nicht weiter fortsetzen. Einer der wichtigsten Gründe für die negative Small Cap-Prämie dürfte damit wegfallen, sodass sich das Eingehen von Small-Cap-Risiken in diesem Jahrzehnt wieder auszahlen könnte. Dass sich die negative Small Cap-Prämie in den USA vor allem durch das Entstehen von Tech-Monopolen und die Ölpreisentwicklung erklären lässt, zeigt auch ein Blick auf Europa. Hier konnte seit 2001 – längere Zeitreihen sind nicht verfügbar - eine deutliche Outperformance von gering kapitalisierten Unternehmen verzeichnet werden.

Die Hyperglobalisierung hat die Small Cap-Prämie reduziert.



# Die Globalisierung ist tot, es lebe die Globalisierung!

Die Globalisierung wird auch in Zukunft die Anlageentscheidung beeinflussen, denn die aktuelle Krise des Welthandels ist nicht das Ende der Globalisierung. Doch während das Wachstum der Weltwirtschaft in den vergangenen Jahren vor allem vom rasanten Aufstieg Chinas geprägt wurde, wird die nächste Phase der Globalisierung vermutlich stärker vom Dienstleistungshandel geprägt werden.

Folgende Thesen haben wir formuliert:

- Globalisierung ist kein Naturphänomen, sondern bedarf eines internationalen institutionellen Rahmens
- Der aktuelle Rückgang des Welthandels hat eine zyklische und eine strukturelle Komponente
- Globalisierung erhöht die Effizienz und kann daher ähnlich positive Wirkungen wie der technische Fortschritt haben
- Globalisierung löst einen wirtschaftlichen Strukturwandel und Umverteilungseffekte aus
- Die großen Gewinner der Hyperglobalisierung waren China und multinationale Konzerne, aber auch Deutschland
- Verlierer waren dagegen die USA und Großbritannien
- Die Geld- und Steuerpolitik hätte die unerwünschten Verteilungswirkungen der Hyperglobalisierung konterkarieren können, hat sie de facto jedoch verstärkt
- Technischer Fortschritt verändert die globalen Wertschöpfungsketten
- Die Rolle der Schwellenländer für die Globalisierung nimmt weiter zu
- Das Wachstum des Welthandels wird künftig mehr vom Dienstleistungssektor getragen
- Der Kampf zwischen unterschiedlichen Globalisierungsmodellen entscheidet über die Zukunft der Globalisierung
- Globale Integration vermindert die Diversifikationseigenschaften bei Aktien und Renten
- Die zunehmende Regulierung kann die künftige Outperformance multinationaler Unternehmen gefährden

Wir haben mit diesen Thesen versucht, den Rahmen für die Globalisierung in der kommenden Dekade abzustecken. Historisch gesehen hat sich die Globalisierung in **Schüben** vollzogen, zwischen denen immer Phasen der Deglobalisierung lagen. Auf die aktuellen Tendenzen der Deglobalisierung wird also aus unserer Sicht die nächste Etappe der Globalisierung folgen und das Wachstum der Weltwirtschaft antreiben. Getreu dem Motto: Die Globalisierung ist tot, es lebe die Globalisierung!

#### JAHRESAUSBLICK 2020: VOLKSWIRTSCHAFT UND GELDPOLITIK

#### Weltkonjunktur: Licht am Ende des Tunnels

Das annualisierte Quartalswachstum der **Weltwirtschaft**, das vor zwei Jahren noch bei über vier Prozent lag, hat sich auf rund 2,5 Prozent abgeschwächt und damit einen der niedrigsten Werte der vergangenen 20 Jahre erreicht. Die Dynamik des Welthandels ist noch schwächer und weist auf eine der Ursachen der globalen Wachstumsschwäche hin.

Der Handelsstreit zwischen den USA und China ist einer der Gründe für das rückläufige Welthandelsvolumen. Beide Länder machen zusammen zwar nur rund ein Viertel des Welthandels aus, sind jedoch für gut die Hälfte des Rückgangs des Handelsvolumens verantwortlich. Seit Oktober 2018 sind die US-Importe aus China um 23 Prozent zurückgegangen. Im gleichen Zeitraum fielen die gesamten chinesischen Importe um knapp 13 Prozent.

Der Beginn des Importeinbruchs der beiden größten Volkswirtschaften der Welt fällt mit der Erhebung von US-Zöllen auf chinesische Importe zusammen. Aber Zölle sind nicht die einzige Erklärung. Steuern auf **Automobilkäufe** in China führten bereits ab 2017 zu rückläufigen Umsätzen und geringeren Importen. Da China weltweit der mit Abstand größte Markt für Autos ist, brachen auch bei den ausländischen Produzenten die Absätze deutlich ein. In Deutschland wurde die Krise durch neue Abgas-Standards und den Dieselskandal weiter verschärft. Der Einbruch der Automobilproduktion ist für etwa die Hälfte des Einbruchs der gesamten globalen Industrieproduktion verantwortlich.

In den USA kommt noch ein weiterer Faktor hinzu. Die USA sind zum weltgrößten Ölproduzenten aufgestiegen, sodass die **Ölindustrie** einen erheblichen Einfluss auf die Dynamik der Industrieproduktion hat. Der Ölpreis konnte zwar seit Jahresbeginn kräftig zulegen, liegt aber aktuell deutlich unter dem Durchschnitt des Jahres 2018 und in der Nähe des Break-Even-Preises von etwa 56 US-Dollar pro Barrel der Marke WTI. Die Produktion ist also wenig rentabel und konzentriert sich auf wenige Förderstellen, während die Gesamtzahl der Bohrlöcher rückläufig ist. Entsprechend gering ist die Investitionsnachfrage der Ölindustrie, sodass der Wachstumsbeitrag für das US-BIP

negativ geworden ist. Bis zu 28 Prozent des Rückgangs der globalen Industrieproduktion dürften ihre Ursache im Ölsektor haben.

These 1: Wir rechnen mit einer leichten Beschleunigung des Wachstums der Weltwirtschaft im Jahr 2020.

Die Aussichten für das Wachstum der Weltwirtschaft hängen stark von den weiteren **Entwicklungen im Handelsstreit** ab. Wir gehen in unserem Hauptszenario davon aus, dass es vor den US-Wahlen nicht zu einer weiteren Eskalation des Handelsstreits zwischen den USA und China kommt und auch die US-Zölle auf europäische Importe nicht erhöht werden. Da wir jedoch auch keine signifikante Senkung der Zölle erwarten, fallen die Belastungen durch den Handelsstreit nicht gänzlich weg.

Eine wichtige Voraussetzung für die leichte Belebung der Weltwirtschaft, die wir für 2020 erwarten, ist durch die wieder expansive Politik der Notenbanken im vergangenen Jahr geschaffen worden. Nicht nur die Zinsen unterstützen die globale Konjunktur in diesem Jahr, sondern das gesamte finanzielle Umfeld. Gesunkene Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen, geringe Volatilitäten insbesondere an den Devisenmärkten und rekordhohe Aktienmärkte schaffen ein günstiges Umfeld für private Investitionen und privaten Konsum.

Eine wichtige – und nicht unumstrittene – Voraussetzung für die leichte globale Wachstumsbelebung ist eine gewisse Abkopplung der **Schwellenländer** von den entwickelten Volkswirtschaften. Zins- und Steuersenkungen dürften das Wachstum in Indien beleben, die türkische Wirtschaft könnte sich vom starken Einbruch im vergangenen Jahr erholen, Brasilien einen Impuls von der Investitionsnachfrage bekommen und Russland von einem massiven öffentlichen Investitionsprogramm profitieren. Ob diese Impulse jedoch genügen, um das nachlassende Wachstumstempo in den USA und in China auf globaler Ebene zu kompensieren, bleibt abzuwarten.

Die Schwellenländer sind allerdings nicht nur der Hoffnungsträger für 2020, sondern könnten umgekehrt auch zu einer **Gefahr für unser Hauptszenario** werden. Die schwelenden Konflikte in fast allen südamerikanischen Ländern und das militärische Machtstreben Chinas könnten zu temporären Belastungen führen. Ein starker Anstieg des Ölpreises oder eine Ausweitung des Handelsstreits auf Europa würde ebenfalls Wachstum kosten. Wir erwarten in diesen Krisenszenarien jedoch rasche geld- und fiskalpolitische Gegenmaßnahmen, die die wirtschaftlichen Schäden begrenzen.

# USA: Schwächeres Wachstum, aber keine Rezession

Das BIP-Wachstum in den USA hat sich im vergangenen Jahr deutlich abgeschwächt. Die annualisierten Quartalswachstumsraten fielen von 3,1 Prozent im ersten Quartal auf 2,0 im zweiten, 1,9 im dritten und voraussichtlich nur noch 0,4 Prozent im vierten Quartal. Die Schwäche geht vom Verarbeitenden Gewerbe aus. Die Jahreswachstumsraten der Auftragseingänge sind seit Juli und die der Industrieproduktion seit September negativ. Der ISM-Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe hat seit Ende 2018 den Rückwärtsgang eingelegt und liegt seit August 2019 unter der Expansionsschwelle von 50.

Deutlich robuster zeigen sich dagegen der Dienstleistungssektor und der Arbeitsmarkt. Der ISM-Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor hat sich zwar auch abgeschwächt, liegt jedoch weiterhin über der Expansionsschwelle. Außerhalb der Landwirtschaft werden monatlich durchschnittlich etwa 175 Tausend neue Stellen geschaffen, was die Arbeitslosenquote in der Nähe ihres Rekordtiefs hält. Die gute Beschäftigungssituation hält auch die Konsumenten bei Laune. Die Indizes des Conference Boards und der Universität von Michigan, die das Vertrauen der US-Konsumenten messen, konnten im Jahr 2019 ihre hohen Niveaus halten. Die Wachstumsrate der Konsumausgaben ist im Verlauf des vergangenen Jahres sogar angestiegen.

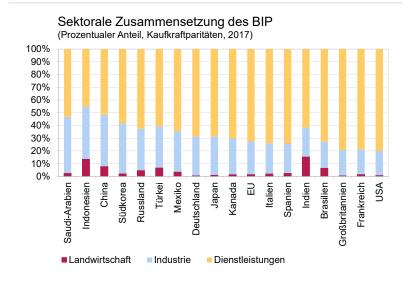
These 2: Die Schwäche des Verarbeitenden Gewerbes wird 2020 nicht zu einer Rezession in den USA führen.

Wir rechnen für 2020 mit einer weiteren Abschwächung des US-Wachstums, aber nicht mit einer Rezession. Einer der Gründe hierfür ist die stark gesunkene Bedeutung der Industrie in den USA. Mit einem Anteil von weniger als 20 Prozent am BIP führt eine Schwäche der Industrie nicht zwangsläufig zu einer Rezession der Gesamtwirtschaft.

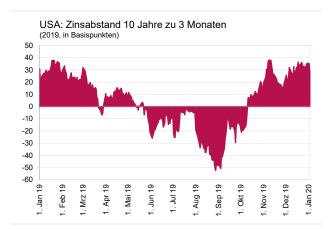
These 3: Wir rechnen mit einer unveränderten Geldpolitik der US-Notenbank im Jahr 2020

Die **Geldpolitik** hat dazu beigetragen, die Rezessionsrisiken zu senken. Mit drei Leitzinssenkungen in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres hat die Fed auf die möglichen negativen Folgen der Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China reagiert. Die langfristigen Zinsen quittierten den Kurswechsel der Notenbank mit

In den USA droht keine Rezession.



kräftigen Rückgängen. Die verbesserten Finanzierungsbedingungen haben das Konsumentenvertrauen unterstützt und zu einer Belebung des Immobilienmarkts geführt. Der Zinsabstand zwischen zehn Jahren und drei Monaten, der noch im September negativ war und damit eine bevorstehende Rezession signalisierte, ist inzwischen wieder positiv geworden.



Die amerikanische Notenbank hat nach der dritten Zinssenkung signalisiert, erst bei einer weiteren Verschlechterung der konjunkturellen Daten zu einer weiteren Zinssenkung bereit zu sein. Ein zusätzlicher Grund für geldpolitische Zurückhaltung dürften die US-Wahlen am 3. November 2020 sein. In der Vergangenheit hatte die Zentralbank im Vorfeld von Wahlen auf Zinsschritte verzichtet, um nicht in den Verdacht der Wahlmanipulation zu geraten. Dies spricht gegen Zinssenkungen ab dem zweiten Quartal, lässt aber die Möglichkeit eines Zinsschritts im ersten Quartal noch zu. In unserem Hauptszenario wird die Fed im Jahr 2020 keine Zinssenkung vornehmen. Nur bei einer raschen und deutlichen Verschlechterung des konjunkturellen Umfelds könnte es zu einem Zinsschritt auf der März-Sitzung des Offenmarktausschusses kommen.

These 4: Die Unterstützung durch die Fiskalpolitik nimmt ab, aber der Gegenwind durch den Handelsstreit lässt ebenfalls nach.

Der **fiskalische Impuls** für die US-Wirtschaft, der seit der Steuerreform Donald Trumps positiv war, läuft 2020 aus. Zur Messung des Fiskalimpulses berechnet das Hutchison Center on Fiscal and Monetary Policy die "Fiscal Impact Measure" (FIM), die den Wachstumsbeitrag der öffentlichen Ausgaben für Güter und Dienstleistungen sowie der steuerlichen Maßnahmen misst. Im vergangenen Jahr lag

der Fiskalbeitrag bei 0,56 Prozent pro Quartal, doch 2020 wird er jedes Quartal zurückgehen und auf Jahressicht sogar leicht negativ sein. Die US-Wirtschaft muss im kommenden Jahr also weitgehend ohne fiskalische Unterstützung wachsen.

Der **Handelsstreit** zwischen den USA und China stellt eine Belastung für die US-amerikanische Wirtschaft dar und war der zentrale Grund für die Zinssenkungen der Notenbank. Angesichts der schwachen Wachstumsdynamik und des innenpolitischen Drucks aufgrund des Amtsenthebungsverfahrens steigt jedoch die Bereitschaft der US-Regierung, eine weitere Eskalation des Handelsstreits zu verhindern. Eine grundsätzliche Einigung vor den US-Wahlen ist allerdings nicht zu erwarten.

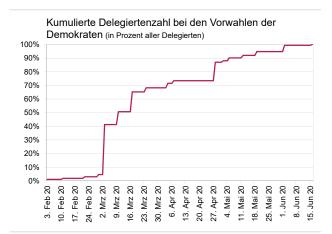
Der negative Effekt des Handelsstreits auf das US-Wachstum im Jahr 2019 lag nach Schätzungen von Goldman Sachs bei -0,5 Prozent. Sollte sich der Konflikt nicht weiter verschärfen, würde der negative Impuls im Laufe des Jahres auslaufen und das Wachstum nicht mehr belasten. Während im Jahr 2019 der positive Fiskalimpuls den negativen Effekt des Handelsstreits in etwa kompensieren konnte, werden beide Effekte im Jahr 2020 auslaufen und daher in Summe ebenfalls **neutral für das BIP-Wachstum** sein.

These 5: Nicht nur der Ausgang der Präsidentenwahl, sondern auch die Zusammensetzung des Kongresses werden die Kapitalmärkte beeinflussen.

Am 3. November 2020 finden in den USA Wahlen statt. Gewählt werden nicht nur der Präsident der Vereinigten Staaten, sondern alle 435 Mitglieder des Repräsentantenhauses sowie 35 von 100 Senatoren. Im Repräsentantenhaus haben die Demokraten aktuell eine Mehrheit von 233 Abgeordneten, während die Republikaner mit 53 Sitzen über eine Mehrheit im Senat verfügen. Die Demokraten müssen den Republikanern mindestens vier Sitze abnehmen, um die Senatsmehrheit zu erlangen. Bei den Senatswahlen verteidigen die Republikaner 23 Sitze, die Demokraten 12. Die meisten der Senatssitze mit Mandatsinhabern der Republikaner befinden sich in traditionell eher republikanisch geprägten Staaten. Entscheidend könnten die Ergebnisse in Colorado, Arizona, North Carolina und Maine werden, wo die Republikaner nur einen geringen Vorsprung haben.

Bei den bevorstehenden US-Wahlen geht es nicht nur darum, ob Donald Trump wiedergewählt wird. Für die Auswirkungen der Wahlen auf Wirtschaft und Kapitalmärkte sind vier Fragen relevant:

- Wer wird demokratischer Kandidat?
- Wie wird sich der Kongress zusammensetzen?
- Wer wird Präsident?
- Welche Wahlversprechen sind durchsetzbar?



Die öffentlichen Debatten der Bewerber für den demokratischen Präsidentschaftskandidaten haben bereits begonnen und setzen sich bis April nächsten Jahres fort. Die erste **Vorwahl** findet am 3. Februar 2020 in Iowa statt. Bis Ende März werden knapp 70 Prozent der Delegierten feststehen, wobei eine Vorentscheidung bereits am 3. März fallen kann, wenn am "Super Tuesday" Vorwahlen in 14 Bundesstaaten stattfinden.

Lange Zeit war **Elizabeth Warren** die aussichtsreichste Kandidatin, die aber in den Umfragen inzwischen hinter Joe Biden zurückgefallen ist. Der 37-jährige Pete Buttigieg und der 78-jährige Bernie Sanders können sich ebenfalls noch Chancen ausrechnen, während Michael Bloomberg, der erst Ende letzten Jahres in das Rennen eingestiegen ist, in den Umfragen weit hinten liegt. Elizabeth Warrens Wahlprogramm sieht massive Ausgabensteigerungen vor. 2,9 Bio. US-Dollar will sie in den kommenden zehn Jahren in Bildung und Kinderbetreuung investieren, 3,1 Bio. US-Dollar in die Alterssicherung und drei Bio. US-Dollar in den Klimaschutz. Der größte Posten sind die Pläne für eine Krankenversicherung für alle Amerikaner, die mit 20,5 Bio. US-Dollar in den kommenden zehn Jahren zu Buche schlagen.

Die insgesamt rund 30 Bio. US-Dollar für zusätzliche Staatsausgaben würden die bislang für die kommenden zehn Jahre geplanten Ausgaben um rund die Hälfte erhöhen. Zur **Finanzierung** will Warren Trumps Unternehmenssteuerreform rückgängig machen, Einsparungen vornehmen, Steuerschlupflöcher schließen und eine Vermögensteuer einführen. Vermögen über 50 Mio. US-Dollar sollen mit jährlich zwei Prozent und Vermögen über eine Milliarde mit jährlich sechs Prozent besteuert werden. Über zehn Jahre würde dies 2,75 Bio. US-Dollar in die Staatskassen spülen.

Warrens Steuervorschläge kämen, wenn sie umgesetzt würden, einer radikalen Wende der US-Politik gleich. Ob Warren diese Wende gelingt, hängt von der **Zusammensetzung des Kongresses** ab. In Fragen der Handelspolitik scheint Elizabeth Warren keine deutlich Richtungsänderung gegenüber Donald Trump vornehmen zu wollen, da auch sie amerikanische Arbeitsplätze durch chinesische Importe bedroht sieht.

Aus Umfragen und Prognosemärkten lässt sich eine Wahrscheinlichkeit von 36 Prozent ermitteln, dass die Demokraten die Mehrheit im Senat gewinnen. Für eine republikanische Mehrheit im Repräsentantenhaus liegt die Wahrscheinlichkeit bei 27 Prozent. Am wahrscheinlichsten ist derzeit, dass der Kongress gespalten bleibt. Da die US-amerikanischen Wähler ihre Stimmen in der Regel nicht auf unterschiedliche Parteien aufteilen, würde es einen demokratischen Senat wohl nur bei einem Wahlsieg des demokratischen Präsidentschaftskandidaten geben, während ein republikanisches Repräsentantenhaus nur bei einer Wiederwahl Trumps realistisch ist.

Unabhängig davon, wer das Rennen um die Präsidentschaft für sich entscheidet, wird es vermutlich dabei bleiben, dass beide Kammern des Kongresses von unterschiedlichen Parteien dominiert werden. Würde Donald Trump wiedergewählt, wäre damit der **Status quo bestätigt** und mit einer Fortsetzung seiner Politik zu rechnen, die weitgehend am Kongress vorbeiregiert. In Handelsfragen hat der US-Präsident große Freiheiten, während er bei einer weiteren Steuerreform auf die Zustimmung des Kongresses angewiesen wäre. Für einen möglichen demokratischen Präsidenten stellt ein gespaltener Kongress dagegen ein größeres Problem dar. Elizabeth Warrens Pläne wären in dieser Konstellation kaum umzusetzen.

Neben diesem Hauptszenario gibt es die beiden **extremeren Szenarien**, in denen die möglichen Präsidenten mit einem auch von ihrer Partei dominierten Kongress zusammenarbeiten könnten. Auf den ersten Blick würde dies weitgehendere politische Möglichkeiten für den jeweiligen Präsidenten eröffnen. Allerdings ist hierfür auch die Stärke der Mehrheit entscheidend. Hinzu kommt, dass die nötigen Mehrheiten im Kongress auch von den Themen abhängen. In vielen Fällen ist im Senat eine Mehrheit von 60 Prozent nötig, was radikale Veränderungen erschwert.

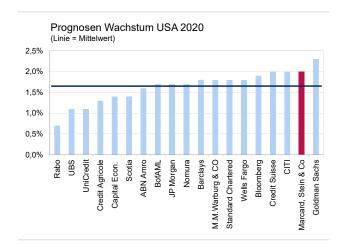
Das Rennen um die **Präsidentschaft** scheint derzeit noch offen zu sein. Die öffentliche Zustimmung ("approval ratings") zu Donald Trump schwankt relativ stark und weist eine hohe positive Korrelation zum US-Aktienmarkt auf. In der Vergangenheit waren unmittelbar vor der Wahl Zustimmungsquoten von 50 Prozent Voraussetzungen für eine Wiederwahl, während auf Quoten unter 45 Prozent ein Amtswechsel folgte. Trumps vom Meinungsforschungsinstitut Gallup ermitteltes approval rating lag Anfang November 2019 bei 43 Prozent. Barack Obama hatte Ende 2011 nur eine Quote von 41 Prozent, wurde aber im Folgejahr trotzdem wiedergewählt.

These 6: Wir rechnen mit einem Wachstum der US-Wirtschaft von 2,0 Prozent im Jahr 2020.

Wir gehen davon aus, dass Donald Trump im Vorfeld der Wahlen alles in seiner Macht stehende unternehmen wird, um die **US-Konjunktur zu stabilisieren und den Aktienmarkt bei Laune zu halten**. Seine Wiederwahl dürfte die Stimmung am Aktienmarkt verbessern, da dann die Gefahren höherer Steuern vorerst gebannt wären. Ein Sieg der Demokraten dürfte dagegen zu Abschlägen führen, die aber vermutlich nicht von Dauer wären. Da die voraussichtlichen Mehrheiten im Kongress gegen einen radikalen Politikwechsel sprechen, sollten sich die negativen Folgen eine Siegs der Demokraten bei der Präsidentschaftswahl in Grenzen halten.

Für das Gesamtjahr 2020 rechnen wir in den USA mit einem **BIP-Wachstum von 2,0 Prozent**, was einer leichten Verlangsamung gegenüber 2019 entspricht. Weiterhin fehlt in den USA der Auslöser für eine Rezession. Die Verschuldungssituation der privaten und öffentlichen Haushalte gibt insgesamt noch keinen Anlass zur Besorgnis, auch wenn das Wachstum der Studienkredite und der

Unternehmenskredite aus dem Nicht-Bankensektor deutlich zugenommen hat.



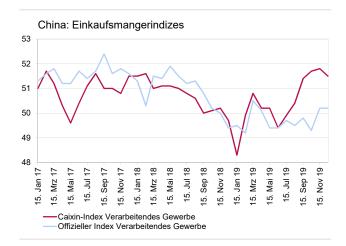
### China: Der private Konsum stützt das Wachstum

These 7: Wir erwarten für China ein BIP-Wachstum von 6,1 Prozent.

Die globale **Schwäche des Verarbeitenden Gewerbes** zeigt sich auch in China. Auffällig ist allerdings die Divergenz zwischen dem offiziellen und dem von der Mediengruppe Caixin ermittelten Einkaufsmanagerindex. Während der offizielle Index seit einigen Monaten unter der Expansionsschwelle von 50 liegt, hat sich der Caixin-Index in den letzten Monaten deutlich erholt. Der Caixin-Index basiert auf einer Befragung von Einkaufsmanagern aus mehr als 500 Unternehmen, der offizielle Einkaufsmanagerindex auf einer Stichprobe von 3000 Unternehmen. Der Caixin-Index legt einen stärkeren Fokus auf kleine und private Unternehmen, während der offizielle Index stärker die größeren Staatsunternehmen repräsentiert.

Die divergente Entwicklung spiegelt die unterschiedliche Dynamik bei kleineren und größeren Unternehmen wider, die wiederum von der Zusammensetzung der Nachfrage abhängt. Der Caixin-Index profitiert aktuell von einer wieder robusteren inländischen Nachfrage, während die größeren Unternehmen stärker unter dem Handelsstreit und dem Einbruch der ausländischen Nachfrage leiden.

Chinas Wachstumsperspektiven in diesem Jahr werden entscheidend von der weiteren Entwicklung des Handelsstreits und der wirtschaftspolitischen Reaktion in China geprägt. Der Handelsstreit belastet sowohl die chinesi-



sche als auch die US-amerikanische Wirtschaft, wobei die Wachstumseinbußen in China größer sind. Die Jahreswachstumsrate der chinesischen Exporte lag 2019 bei null, nachdem sie im Jahr davor noch zehn Prozent betrug. Noch stärker sind allerdings die Importe zurückgegangen, was auf ein schwache inländische Nachfrage bis Mitte letzten Jahres hindeutet.

Die deutliche Erholung des Caixin-Index suggeriert allerdings, dass diese inländische Nachfrageschwäche inzwischen ihren Tiefpunkt durchschritten hat. Impulse für den privaten Konsum könnten von der Automobilnachfrage kommen, wo die Nachfrage von 2015 bis Ende 2017 steuerlich begünstigt wurde und danach einbrach. Für 2020 wird zudem eine Jahreswachstumsrate von bis zu 20 Prozent bei den fertiggestellten Wohnungen erwartet, was zu zusätzlicher Nachfrage bei Einrichtungsgegenständen und anderen Gütern führen sollte. Ein insgesamt stabiler Arbeitsmarkt und ein kräftiges Wachstum der nominalen Löhne um rund sieben Prozent unterstützen ebenfalls.

Die Aussichten für die **privaten Investitionen** sind dagegen durchwachsen. Nach einer langen Phase des Lagerabbaus bei Investitionsgütern dürfte 2020 die Investitionsnachfrage wieder steigen, zumal die ersten Anzeichen einer Bodenbildung im globalen Verarbeitenden Gewerbe zu erkennen sind. Rückläufig wird dagegen das Wachstum bei den Bauinvestitionen sein, das im vergangenen Jahr noch bei einer Jahresrate von zehn Prozent lag. Finanzierungsschwierigkeiten bei einigen großen Bauträgern haben bereits Ende letzten Jahres dazu geführt, dass die Arbeiten an mehreren Hochhausprojekten eingestellt werden mussten. Zunehmende Leerstandsraten bei Gewerbeimmobilien legen einen weiteren Rückgang der Bauaktivitäten nahe.

Trotz der sich abschwächenden Konjunktur ist die **Inflationsrate** der Konsumentenpreise mit 3,8 Prozent Ende letzten Jahres auf den höchsten Stand seit Februar 2012 gestiegen. Auslöser waren die Nahrungsmittelpreise, die vor allem in Folge der Schweinegrippe kräftig angestiegen waren. Die Kerninflationsrate, die stark schwankende Preiskomponenten wie Nahrungsmittel ausblendet, liegt dagegen nur bei einer Jahresrate von 1,9 Prozent. Deutlich rückläufig ist dagegen die Inflation der Produzentenpreise, die sogar den negativen Bereich erreicht hat. Insgesamt wird die Preisentwicklung in China moderat bleiben.

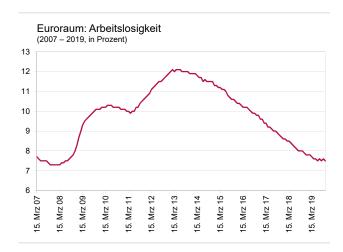
Das Wachstumsumfeld bleibt im Jahr 2020 fragil, sodass mit weiteren **geldpolitischen Lockerungen** zu rechnen ist. Wir erwarten eine Senkung des Leitzinses ("reserve requirement ratio") um insgesamt 100 Basispunkte. Angesichts der hohen Verschuldung des Privatsektors darf die Zinssenkung allerdings nicht zu drastisch ausfallen, da sie sonst einen weiteren Schuldenaufbau fördern würde. Fiskalische Unterstützung dürfte vor allem durch staatliche Investitionen in die Infrastruktur kommen, aber insgesamt etwas geringer als im vergangenen Jahr ausfallen. Angesichts des ungelösten Handelsstreits rechnen wir nicht mit einer deutlichen Abwertung des Yuan-Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar.

#### Euroraum: Wenn zwei sich streiten, leidet der Dritte

These 8: Die inländische Nachfrage im Euroraum kann den Rückgang der ausländischen Nachfrage noch kompensieren.

Der Handelsstreit zwischen den USA und China ist eine der Ursachen, warum sich der Welthandel deutlich verlangsamt hat. Unter dem bilateralen Konflikt leidet auch Europa, da die globale Nachfrage nachlässt. Die Abschwächung des **Euroraum-Wachstums** von drei Prozent jährlich im vierten Quartal 2017 auf 1,2 Prozent im dritten Quartal 2019 geht zum Großteil auf die schwache Auslandsnachfrage zurück. Robust zeigt sich dagegen die Binnennachfrage, die vor allem von einem sehr stabilen Arbeitsmarkt unterstützt wird. Mit 7,5 Prozent liegt die Arbeitslosigkeit auf einem Rekordtief seit der Finanzmarktkrise.

Für 2020 stellt sich die Frage, ob die ausländische Nachfrageschwäche nachlässt oder ob der inländische Sektor infiziert wird. Die **Frühindikatoren aus der Industrie und dem Verarbeitenden Gewerbe** senden weiterhin Warnsig-



nale, scheinen aber ihren Tiefpunkt inzwischen erreicht zu haben. Damit dürfte auch das reale Wachstum im Winterhalbjahr die Talsohle durchschritten haben und bis Ende 2020 wieder anziehen.

These 9: Die EZB wird die Geldpolitik nicht weiter lockern.

Unterstützt wird die Konjunktur weiterhin durch eine extrem lockere Geldpolitik der **Europäischen Zentralbank**. Seit dem 1. November 2019 kauft die EZB wieder Anleihen an, und zwar unbefristet und im Gegenwert von 20 Mrd. Euro monatlich. Bereits im September wurde der Einlagensatz von -0,4 auf -0,5 Prozent gesenkt. Diese Maßnahmen wurden noch während Mario Draghis Präsidentschaft beschlossen. Seine Nachfolgerin Christine Lagarde hätte die Möglichkeit, die Geldpolitik noch aggressiver zu gestalten:

- Weitere Leitzinssenkungen, eventuell verbunden mit einer stärkeren Staffelung des Einlagenzinses
- Höheres Volumen der Anleihenkäufe bzw. Ausweitung auf weitere Assetklassen (z. B. Aktien)
- Aggressivere Steuerung der Zinserwartungen ("forward guidance"), z.B. durch Koppelung einer zukünftigen Leitzinserhöhung an ein bestimmtes Inflationsniveau
- Neue bzw. verlängerte langfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) für Banken
- Direkter oder durch Geschäftsbanken vermittelter Transfer von Zentralbankgeld an private Haushalte ("Helikoptergeld")

Wird die EZB im kommenden Jahr eine oder mehrere dieser Optionen auswählen, um die Wirtschaft des Euroraums weiter zu unterstützen? Das weiterhin schwache Wachstum würde vor allem im ersten Quartal eine erneute Lockerung rechtfertigen. Doch der EZB-Rat ist in dieser Frage **tief gespalten**. Gegen die letzten, noch von Mario Draghi beschlossenen Maßnahmen, gab es erheblichen Widerstand aus den eigenen Reihen. Die niederländische Zentralbank hat in einem offiziellen Statement Angemessenheit und Wirkung der Maßnahmen in Frage gestellt. Die Kritik, die auch aus anderen Ländern kam, richtete sich nicht nur gegen die geldpolitischen Maßnahmen selbst, sondern auch gegen Draghis Alleingänge, bei denen er durch frühzeitige öffentliche Äußerungen den EZB-Rat praktisch vor vollendete Tatsachen stellte.

Christine Lagardes Aufgabe wird zunächst darin bestehen, die Kritiker zurück ins Boot zu holen und ihre Loyalität wiederherzustellen. Gelingen könnte diese durch eine Kommunikation, die nicht wie bisher ausschließlich die Einstimmigkeit der Entscheidungen betont, sondern auch Gegenstimmen zu Wort kommen lässt. Als Vorbild mag dabei die US-Notenbank dienen, die in ihren Protokollen das Abstimmungsverhalten von jedem einzelnen Mitglied des Offenmarktausschusses dokumentiert.

Eine weitere geldpolitische Lockerung würde die Gräben innerhalb der EZB vertiefen und Lagardes Mission der Aussöhnung konterkarieren. Die Verbesserung der Wachstumsdynamik im Euroraum im Laufe des Jahres wird zudem die Notwendigkeit einer weiteren Lockerung weiter verringern. Die Preisentwicklung wird im laufenden Jahr zwar weiterhin unterhalb der Zielmarke der EZB bleiben, sich aber auch nicht weiter von ihr entfernen. Insgesamt besteht also weder genug Druck noch die breite Mehrheit innerhalb des EZB-Rats für zusätzliche Lockerungsmaßnahmen. Wir rechnen für 2020 mit einer unveränderten Geldpolitik der EZB.

These 10: Die Ruhe in Italien könnte sich als trügerisch erweisen.

Nach dem Ausscheiden von Matteo Salvini aus der Regierung im August 2019 ist es ruhig in **Italien** geworden. Auch wirtschaftlich hat sich das Land stabilisiert und wird für das vergangene Jahr ein leicht positives BIP-Wachstum ausweisen. Unterstützen konnte die Wirtschaft der deutliche Rückgang der Zinsen. Zum einen dämpfte der Abgang Salvinis die Sorgen der Anleger vor einer Zuspitzung des Konflikts mit der EU, zum anderen

sorgte die Wiederauflage des Anleiheankaufprogramms der EZB für eine unmittelbare geldpolitische Unterstützung. Die private Nachfrage konnte so die Probleme des Verarbeitenden Gewerbes ausgleichen, das auch in Italien von der globalen Schwäche infiziert ist.

Nur moderate fiskalische Impulse im Euroraum.

Mit einer Arbeitslosenguote, die unter zehn Prozent gefallen ist, und einem leicht expansiven Fiskalbudget scheinen die wirtschaftlichen Vorzeichen für 2020 nicht schlecht zu sein. Doch die Investitionstätigkeit ist niedrig und das Potenzialwachstum mit nur einem halben Prozent geringer als in jedem anderen Land des Euroraums. Die Arbeitsbevölkerung sinkt und die Produktivität steigt nur langsam. Auch die politischen Gefahren, die von der populistischen Lega Nord ausgehen, sind nicht gebannt. Der nächste Termin für die Neuwahl des Parlaments ist zwar erst 2023, aber ein Scheitern der Regierung vor dem Ende der Legislaturperiode ist in Italien nicht ungewöhnlich. Die Regionalwahlen, die 2020 unter anderem in der Emilia-Romagna, Kalabrien, der Toskana und in Ligurien stattfinden, werden zu einem Härtetest der Regierungskoalition. Der überraschende Erfolg der Lega Nord bei den Regionalwahlen in Umbrien im

November 2019 macht deutlich, dass die Ruhe in Italien trügerisch sein könnte.

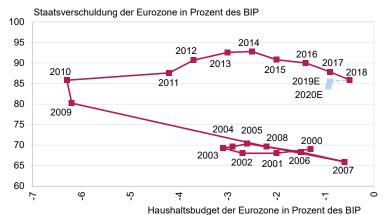
These 11: Wir erwarten ein Wachstum im Euroraum in Höhe von 1,3 Prozent.

Ein weiteres Argument für eine unveränderte Geldpolitik liefert die EZB selbst, die sich zwar nicht am Ende ihrer Möglichkeiten sieht, allerdings zunehmend die **Fiskalpolitik** in die Pflicht nehmen will, wenn es um expansive Maßnahmen geht. Christine Lagarde wird daher den Druck auf die europäischen Regierungen erhöhen, die Ausgaben zu steigern. In gewisser Weise ist die Situation genau umgekehrt zur US-amerikanischen: Während Donald Trump von der US-Zentralbank Zinssenkungen fordert, wird die Präsidentin der Europäischen Zentralbank versuchen, die Regierungen zu fiskalischen Entlastungen zu bewegen.

Auf der Basis der Budgetentwürfe, die alle EU-Staaten in Brüssel vorlegen müssen, kommt es 2020 im Euroraum zu einem zusätzlichen Fiskalimpuls in Höhe von 0,33 Prozent des BIP. Wie groß die Auswirkungen auf das Wachstum sein werden, hängt vom Fiskalmultiplikator ab. Da die meisten fiskalischen Maßnahmen stärker auf den Konsum abzielen und nur wenige die Investitionstätigkeit begünstigen, dürfte der Multiplikator kaum mehr als 0,5 betragen. Insgesamt ergibt sich daraus ein zusätzliches Wachstum von 0,1 bis 0,2 Prozent im Euroraum. Eine stärkere Ausweitung des fiskalischen Impulses wird es aus unserer Sicht nur dann geben, wenn die Konjunktur deutlich einbricht.

In unserem Basisszenario erholt sich die Wirtschaft des Euroraums ab dem zweiten Quartal aufgrund der langsam wieder zunehmenden Auslandsnachfrage. Zusätzliche geldpolitische und fiskalische Stimuli werden dann nicht nötig sein. Unsere Prognose von 1,3 Prozent Wachstum des Euro-

Finanzposition der Eurozone (2000 – 2020E, Defizit und Schuldenstand in Prozent des BIP)



raum-BIP basiert allerdings auf zwei Annahmen. Erstens rechnen wir nicht mit einem ungeordneten Austritt Großbritanniens aus der EU. Zweitens gehen wir davon aus, dass der Zollstreit nicht weiter eskaliert und auch keine höheren Zölle auf EU-Automobile erhoben werden.

These 12: Eine Eskalation der Handelsstreitigkeiten zwischen der EU und den USA ist unwahrscheinlich.

Neben einem ungeordneten Brexit ist eine Verschärfung des Handelsstreits zwischen der EU und den USA das größte Risiko für die konjunkturelle Erholung in Deutschland. Schon seit Oktober 2019 gelten in den USA Strafzölle auf ausgewählte Importe aus Europa. Hintergrund ist der Beschluss der Welthandelsorganisation (WTO), dass die Staatshilfen für den Flugzeughersteller Airbus unzulässig sind und die USA das Recht haben, EU-Importe im Wert von 7,5 Mrd. US-Dollar mit Zöllen zu belegen. Die verhängten Strafzölle gelten für jene Länder, die für die rechtswidrigen Subventionen verantwortlich sind: Deutschland, Frankreich, Spanien und Großbritannien. Betroffen sind unter anderem Wein und Käse aus Frankreich, Whisky und Wollprodukte aus Großbritannien sowie Oliven und Muscheln aus Spanien. Auch Kaffee, Wein, Werkzeuge und Kameralinsen aus Deutschland finden sich auf den Listen.

Bei den meisten der genannten Agrar- und Industriegüter soll ein Strafzoll von 25 Prozent erhoben werden. Die Einfuhr von Flugzeugen aus der Europäischen Union wird um zehn Prozent verteuert. Flugzeugteile sind allerdings ausgenommen, um die Airbuswerke in den USA nicht zu treffen. Die Europäer diskutieren nun **Gegenmaßnahmen**, die laut WTO-Regularien in begrenztem Umfang auch zulässig sind. Zudem ist eine Klage der Europäer gegen Boeing vor der WTO anhängig, die Anfang diesen Jahres entschieden werden soll und dann den Europäern das Recht geben könnte, Zölle auf US-Produkte zu erheben.

Bereits seit dem 1. Juni 2018 gelten für europäische Hersteller Zölle auf Stahl in Höhe von 25 Prozent und auf Aluminium in Höhe von zehn Prozent, die von der EU umgehend mit Zöllen auf US-Produkte im Gegenwert von 2,8 Mrd. US-Dollar beantwortet wurden. Ende 2019 hatte US-Präsident Donald Trump die Entscheidung über eine Erhöhung der Zölle auf importierte Autos und Autoteile aus der EU auf Mai 2020 vertagt. Sollten diese Zölle erhoben

werden, haben die Europäer bereits umfangreiche Gegenmaßnahmen angekündigt.

Auf den ersten Blick scheint es, als ob sich der US-Handelsstreit zunehmend von China auf die EU verlagert. Hinsichtlich der **Handelsvolumina**, die von Zöllen betroffen sind, besteht allerdings weiterhin ein sehr deutlicher Unterschied. Der Disput zwischen Boeing und Airbus wird zudem bereits seit 15 Jahren vor der WTO verhandelt, seine Ursachen liegen also lange vor der Trump-Ära. Zu einer echten Eskalation käme es erst, wenn die USA höhere Zölle auf Autoimporte beschließen. Das Potenzial für höhere Zölle auf EU-Produkte wäre sogar größer als im Fall China: Im Jahr 2018 importierten die USA Güter und Dienstleistungen im Wert von 684 Mrd. US-Dollar aus der EU, aber nur 558 Mrd. US-Dollar aus China.

Die gesamten Exporte der USA in die EU betrugen 2018 575 Mrd. US-Dollar, nach China dagegen nur 179 Mrd. US-Dollar. Der bilaterale Handel zwischen den USA und der EU ist mit Abstand der größte der Welt und übertraf 2018 den sino-amerikanischen Handel (gemessen an der Summe der Ex- und Importe von Gütern und Dienstleistungen) um 70 Prozent. Die USA exportieren vor allem Motoren, Flugzeuge und pharmazeutische Produkte in die EU, während an der Spitze der EU-Exporte in die USA Autos und ebenfalls pharmazeutische Produkte stehen. Ein Großteil der Ex- und Importe findet nicht zwischen Unternehmen, sondern innerhalb großer multinationaler Konzerne statt. Während China in erster Linie leicht zu substituierende Vor- und Zwischenprodukte in die USA liefert, sind die EU-Exporte in die USA deutlich schwieriger zu ersetzen.

Trumps Überzeugung, dass Handelskriege leicht zu gewinnen sind, basiert auf der (falschen) Vorstellung, dass bei großen Handelsdefiziten Strafzölle deshalb funktionieren, weil den möglichen Vergeltungsmaßnahmen Grenzen gesetzt sind. Im Falle des Handels mit der EU ist das **Vergeltungspotenzial** jedoch gewaltig. Genau aus diesem Grund haben die Vertreter der US-amerikanischen Automobilindustrie bei einer Anhörung vor dem US-Handelsausschuss eindringlich vor höheren Zöllen auf europäische Autos gewarnt, da sie Gegenmaßnahmen der Europäer befürchten. Aufgrund der Struktur des europäisch-amerikanischen Handels würden höhere Importzölle zudem selbst ohne Vergeltungsmaßnahmen viele multinationale Konzerne mit Sitz in den USA treffen.

Mit Blick auf die unterschiedlichen Zölle für Autoimporte – in den USA 2,5 Prozent, in der EU zehn – könnte man befürchten, dass die USA mehr und höhere Zölle auf EU-Produkte erwägen. Die sehr enge Handelsverflechtung zwischen beiden Regionen und die enormen volkswirtschaftlichen Schäden, die bei einer Eskalation des Konflikts drohen, sprechen allerdings dagegen. Selbst in Trumps eigener Logik wäre ein Handelskrieg gegen die EU für die USA kaum zu gewinnen.

#### **Großbritannien: Der Brexit beginnt erst jetzt**

Der klare Sieg der Konservativen bei der Parlamentswahl im Dezember 2020 hat die Tür für einen Austritt Großbritanniens aus der EU zum 31. Januar 2020 weit geöffnet. Ab dem 1. Februar 2020 würde sich Großbritannien in einer Übergangsphase befinden, in der weiterhin aller EU-Regeln gelten. Diese Übergangsphase endet zum 31. Dezember 2020, wenn sie nicht bis zum 1. Juli 2020 um ein bis zwei Jahre verlängert wird. Eine Verlängerung des endgültigen Austrittstermins erscheint notwendig, da der Abschluss eines bilateralen Handelsabkommens mit der EU vermutlich einige Zeit in Anspruch nehmen wird. Boris Johnson hat sich aber dagegen ausgesprochen.

These 13: Boris Johnsons Austrittsabkommen führt zu größeren ökonomischen Schäden als Theresa Mays Austrittsplan.

In gewisser Weise fängt der EU-Austritt Großbritanniens jetzt erst an. Erst wenn die Rahmenbedingungen der zukünftigen Beziehung zwischen Großbritannien und der EU ausgehandelt sind, lässt sich genauer analysieren, welche wirtschaftlichen Folgen der Brexit haben wird. Die Basis der Verhandlungen sind die Vereinbarungen, die Boris Johnson mit der EU getroffen hat. Sie unterscheiden sich in wichtigen Punkten vom Plan seiner Vorgängerin Theresa May.

Mays Backstop-Plan sah vor, dass ganz Großbritannien in der Zollunion mit der EU verbleibt und auf diese Weise eine innerirische Grenze verhindert wird. Die Handelsbeziehungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich hätten sich am **Beispiel der Türkei** orientiert. Die Türkei ist nicht in der EU, zahlt also auch keine Beiträge und kann ihre eigene Migrationspolitik betreiben. Die Handelsbeziehung mit der EU ist jedoch so eng, dass die meisten türkischen Exportprodukte die EU-Vorgaben erfüllen. Hinzu

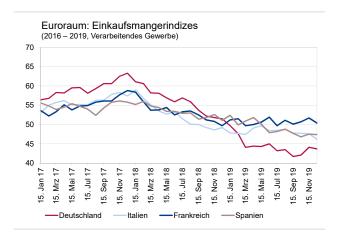
kommt, dass die Türkei praktisch keine bilateralen Handelsabkommen mit anderen Ländern abschließen kann.

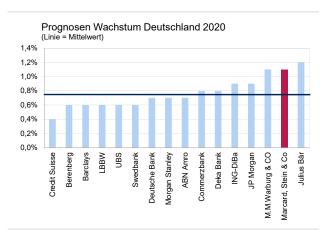
Johnsons Vereinbarung mit der EU orientiert sich dagegen an der Handelsbeziehung zwischen Kanada und der EU, wobei allerdings der Dienstleistungssektor weitgehend ausgeschlossen bleiben soll ("Kanada minus"). Das CE-TA-Abkommen zwischen Kanada und der EU, über das 22 Jahre lang verhandelt wurde, hat 98 Prozent der Zölle im bilateralen Handel eliminiert. Da für kanadische Produkte jedoch keine EU-Standards gelten, verbleiben erhebliche nicht-tarifäre Handelshemmnisse.

Das Forschungsinstitut "The UK in a Changing Europe" hat die wirtschaftlichen Folgen von Johnsons Vorschlägen mit denen von Theresa Mays Plan und dem Fall eines ungeordneten Brexit verglichen, bei dem der Handel auf der Basis der WTO-Vereinbarungen stattfindet. Grundlage bildet dabei das Handelsmodell des "Centre for Economic Performance". Der Johnson-Deal würde demnach das Pro-Kopf-Einkommen in Großbritannien um minus 2,5 Prozent verringern. Aufgrund geringerer nicht-tarifärer Handelshemmnisse liegt der Wert für den May-Deal nur bei minus 1,7 Prozent. Im No Deal-Fall ermitteln die Forscher einen Rückgang um minus 3,3 Prozent.

Die tatsächlichen Verluste könnten noch deutlich höher ausfallen. Ein geringerer Außenhandel mit der EU und niedrigere EU-Direktinvestitionen in Großbritannien können die Produktivität der britischen Wirtschaft negativ beeinflussen. Dazu kommen negative Effekte aus der **Begrenzung der Einwanderung**. Während Theresa May die Einwanderung für jene Menschen begrenzen wollte, die weniger als 30.000 Britische Pfund jährlich verdienen, sieht der Johnson-Plan ein Punktesystem nach australischem Vorbild vor. Abhängig von der Ausgestaltung wäre dieser Mechanismus sogar weniger restriktiv als der May-Plan. Je nach Migrationsszenario könnte das Pro-Kopf-Einkommen in Großbritannien bei Umsetzung des Johnson-Abkommens aber um bis zu sieben Prozent sinken.

Die Schätzungen zeigen, dass die negativen Folgen des Johnson-Deals erheblich sind. Verglichen mit dem May-Plan und einem No Deal liegen die Schäden in etwa in der Mitte. Interessanterweise kommt die britische Regierung in einer Studie vom November 2018, die ein Freihandelsszenario analysiert, das dem Johnson-Vorschlag ähnelt, ebenfalls zu dem Ergebnis, dass die britische Volkswirtschaft





leiden wird. Auf Sicht von 15 Jahren liegen die Kosten demnach bei minus 4,9 bis minus 6,7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

**Deutschland: Vom Primus zum Sorgenkind** 

Noch vor zwei Jahren war Deutschland die Wachstumslokomotive im Euroraum. Die deutsche Industrie strotze vor Optimismus, die Auftragsbücher waren gut gefüllt, und Konsumentenvertrauen und Beschäftigung notierten auf Rekordhochs. Im vergangenen Jahr schrammte die deutsche Volkswirtschaft dagegen nur äußert knapp an einer technischen Rezession vorbei und die Meldungen über die Entlassungen von Tausenden von Beschäftigten in der Automobilindustrie und anderen Branchen nahmen zu.

Wie konnte das passieren? Aufgrund der sehr hohen **Abhängigkeit von der Industrieproduktion** (allein das Verarbeitende Gewerbe macht mehr als ein Fünftel der deutschen Bruttowertschöpfung aus) und der ausländischen Nachfrage wurde die deutsche Wirtschaft eines der größten Opfer der Renaissance des Protektionismus. Mit stark negativen Wachstumsbeiträgen von den Nettoexporten ab dem dritten Quartal 2018 und inzwischen sehr schwachen inländischen Investitionen ist Deutschland vom Primus zum Sorgenkind in Europa geworden.

These 14: Deutschland liefert den größten Beitrag zum Fiskalimpuls des Euroraums.

Dass es nicht noch weit schlimmer gekommen ist, ist der immer noch soliden Beschäftigungssituation insbesondere im Dienstleistungssektor und dem anhaltenden Boom der Bauindustrie zu verdanken. Dennoch besteht die Gefahr,

dass die Schwäche der Industrie zunehmend auf die Gesamtwirtschaft übergreift. Die Forderungen nach **stärkeren Fiskalimpulsen in Deutschland** nehmen daher zu.

Den Kritikern kann Finanzminister Scholz allerdings entgegenhalten, dass der deutsche Fiskalimpuls von 0,75 Prozent des BIP rund zwei Drittel zum Fiskalimpuls des gesamten Euroraums beitragen wird. Italien plant nur einen sehr geringen und Frankreich überhaupt keinen fiskalischen Impuls. Die höheren Ausgaben kommen unter anderem von den sogenannten "automatischen Stabilisatoren", die in konjunkturellen Schwächephasen greifen. Im europäischen Vergleich reagieren die deutschen Staatsausgaben empfindlicher auf den Konjunkturzyklus als der Durchschnitt der anderen Länder. Ein weiterer zusätzlicher Ausgabeposten sind die Maßnahmen des Klimapakets. Angesichts der Grenzen, die die Schuldenbremse und andere fiskalische Regeln zusätzlichen Ausgaben setzen, rechnen wir nicht mit stärkeren fiskalischen Impulsen aus Deutschland.

Von der anhaltenden Bodenbildung im globalen Verarbeitenden Gewerbe sollte Deutschland überproportional profitieren. Auch die Erholung der chinesischen Binnennachfrage stimmt uns **verhalten positiv für die deutsche Konjunktur** im laufenden Jahr. Wir rechnen mit einem Wachstum von 1,1 Prozent im Jahr 2020. Begünstigt wird das Wachstum allerdings durch die größere Zahl an Arbeitstagen im kommenden Jahr. Kalenderbereinigt ergibt sich nur ein moderater Anstieg des Wachstums gegenüber dem Vorjahr.

# Wachstumsprognosen im Überblick (in Prozent)

		IWF	OECD	Sachverst.rat	EU Komission	Goldman Sachs	UBS	Konsens	Marcard, Stein & Co
	2019	2020							
Welt	3,0	3,4	3,0	3,4	3,0	3,4	3,0	3,2	3,4
USA	2,4	2,1	2,0	1,8	1,8	2,3	1,1	1,9	2,0
Japan	0,9	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
Euroraum	1,2	1,4	1,0	1,1	1,2	1,1	0,8	1,1	1,3
Deutschland	0,5	1,2	0,6	0,9	1,0	0,8	0,6	0,9	1,1
Großbritannien	1,2	1,4	0,9	1,0	1,4	1,1	0,9	1,1	0,9
Russland	1,1	1,9	1,6	1,3	1,4	2,2	1,8	1,7	1,8
China	6,1	5,8	5,7	5,8	5,8	5,8	6,0	5,8	6,1
Indien	6,1	7,0	6,3	6,6	6,3	6,4	6,5	6,5	6,6
Brasilien	0,9	2,0	1,7	2,0	1,5	2,3	2,5	2,0	2,1

#### **Devisenmarkt: Das Comeback des Euro**

These 1: Der US-Dollar wertet bis Ende 2019 auf 1,18 gegenüber dem Euro ab.

Die Unterstützungsfaktoren für den US-Dollar dürften im Jahr 2020 etwas abnehmen. In den letzten Jahren hat vor allem der sich immer weiter ausdehnende Zinsunterschied zwischen den USA und Europa den US-Dollar gestärkt. Anlagen in US-Dollar wurden dadurch relativ zu Euro-Investitionen attraktiver. Dies zog in den USA Gelder aus dem Ausland an und stützte den Greenback. Seit November 2018, als die Zinsdifferenz zwischen US-Staatsanleihen und deutschen Bundesanleihen im zehnjährigen Bereich mit rund 2,8 Prozentpunkten ihren vorläufigen Höhepunkt erreichte, ist die Entwicklung aber rückläufig und der **Renditevorsprung der USA** verringert sich. Eine weitgehend synchrone Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks spricht dafür, dass sich die Zinsdifferenzen aktuell auch nicht wieder ausdehnen werden.

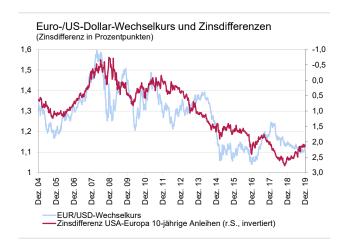
Von der Konjunkturseite dürfte ebenso etwas Rückenwind für den Euro kommen. Während die USA absolut zwar stärker wachsen als der Euroraum, könnte die Dynamik ein umgekehrtes Bild zeigen. So wird die Wachstumsrate in den USA im Jahr 2020 unserer Erwartung nach rückläufig sein. In Europa hingegen wurde der Wachstumstiefpunkt wahrscheinlich bereits 2019 durchschritten. Im Ergebnis sollten die Wachstumsdifferenzen zwischen den USA und Europa wieder etwas abnehmen, was tendenziell für den Euro sprechen würde.

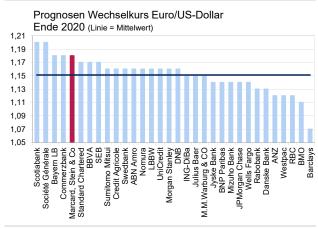
Unterstützt wird dieses Bild durch mögliche Verschiebungen der politischen Risiken von Europa in die USA. Wäh-

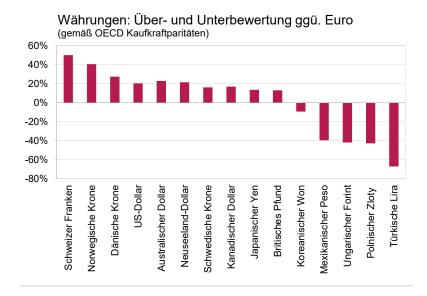
rend in den USA im November dieses Jahres mit den Präsidentschafts- und Kongresswahlen ein Ereignis auf der Tagesordnung steht, das die Unsicherheit im Hinblick auf die zukünftige Ausrichtung des Landes deutlich erhöht, könnte Europa im Jahr 2020 etwas zur Ruhe kommen. Eine finale Entscheidung in der Brexit-Thematik sollte die Unsicherheit in Europa verringern. Zudem stehen keine weiteren großen Wahlen im Kalender, die Unruhe erzeugen könnten. Somit sprechen viele eher kurzfristig geartete Einflüsse dafür, dass der Druck auf den Euro im Jahr 2020 etwas abnehmen dürfte. Hierdurch sollte die Gemeinschaftswährung ihre aktuelle Unterbewertung etwas abbauen können. Wir erwarten, dass sich der Euro bis zum Jahresende in Richtung 1,18 US-Dollar bewegt und damit näher an seine anhand von Kaufkraftparitäten ermittelte "faire" Kursspanne von 1,25 bis 1,35 US-Dollar heranrückt.

These 2: Das Britische Pfund kann seinen Positivtrend weiter fortsetzen.

Die Aussichten für das Britische Pfund hängen stark davon ab, ob es dem britischen Premierminister gelingt, mit einem Deal die Europäische Union zu verlassen. Über die letzten Jahre haben Anleger Investitionen in Britischem Pfund aufgrund der Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Brexit weitestgehend gemieden. Hierdurch hat sich ein gewisses **Aufholpotenzial** bei britischen Anlagen aufgebaut. Sollte es in diesem Jahr zu einem geregelten Austritt kommen, würde mehr Klarheit über die zukünftige Ausrichtung des Landes herrschen und die Unsicherheit würde größtenteils ausgepreist werden. Kapital sollte in einem solchen Szenario wieder in das Land fließen und damit das Britische Pfund stützen. Hinzu kommt, dass







auch Unternehmen, die Projekte aufgrund des anstehenden Brexits zunächst auf Eis gelegt haben, wieder aktiver werden dürften. Dies sollte das Wachstum und damit die Währungsentwicklung ankurbeln. Mit einem Leitzins in Höhe von 0,75 Prozent ist das Britische Pfund innerhalb Europas zudem eine der attraktivsten Währungen. Wir rechnen mit einer leichten Aufwertung des Britischen Pfund bis Ende 2020.

These 3: Keine weitere Aufwertung des Schweizer Franken.

Trotz des weltweit tiefsten Leitzinssatzes von -0,75 Prozent konnte der Schweizer Franken im Vorjahr aufwerten. Mit einem aktuellen EUR/CHF-Wechselkurs von etwa 1,10 hat sich die Währung weiter von der ehemaligen Zielmarke der Schweizer Notenbank von 1,20 Schweizer Franken je Euro entfernt. Strukturell bleibt die Währung der Eidgenossen damit deutlich überbewertet, wenn die Kaufkraftparitäten zugrunde gelegt werden. Die Schweizer Nationalbank wird versuchen, eine weitere Aufwertung der Währung zu verhindern und gegebenenfalls intervenieren, da die Wirtschaft stark von Exporten abhängig ist.

Der Schweizer Franken dient vielen Investoren als sicherer Hafen. Sollte sich unser Hauptszenario mit einer Annäherung im Handelsstreit sowie Fortschritten beim Brexit bewahrheiten, dürfte auch die Nachfrage nach sicheren Häfen etwas abnehmen. Da gleichzeitig nicht zu erwarten ist, dass sich die Zinsdifferenz zwischen dem Euroraum und der Schweiz weiter einengt, sollte der Schweizer Franken nicht weiter aufwerten.

These 4: Der Japanische Yen wird gegenüber dem Euro nicht weiter aufwerten.

Wie der Schweizer Franken war auch der Japanische Yen ein Profiteur von politischen Unsicherheiten im Vorjahr. Als Safe Haven konnte die Währung gegenüber dem Euro zulegen. Da wir in diesem Jahr eine gewisse Entspannung der politischen Unsicherheiten im Euroraum erwarten, dürfte auch die Nachfrage nach Japanischem Yen etwas abnehmen. Seitens der Zinsdifferenzen erwarten wir, dass die Renditen auf europäische Anleihen etwas stärker steigen als in Japan. Da der japanische Yen gleichzeitig eine fundamentale Überbewertung gegenüber dem Euro aufweist, sollte der Aufwertungsdruck des Yen abnehmen

These 5: Die Schwellenländerwährungen könnten positiv überraschen.

Im Jahr 2020 erwarten wir eine Ausweitung der relativen Wachstumsdifferenzen der Schwellenländer gegenüber den Industrienationen. Da gleichzeitig die Notenbanken in Europa und den USA wahrscheinlich keine weiteren Zinsschritte unternehmen, dürften Schwellenländerwährungen zulegen. Nach den starken Verlusten vieler Schwellenländerwährungen im Jahr 2020 besteht bei einer von uns erwarteten kon-

Die Rallye des Schweizer Franken geht zu Ende.

junkturellen Stabilisierung der Weltwirtschaft zudem signifikantes **Aufholpotenzial**.

#### Devisenmarkt: Maßnahmen

#### Maßnahme 1: US-Dollar leicht untergewichten

Wir empfehlen auf Gesamtportfolioebene ein leichtes Untergewicht des US-Dollar. Absicherungen sollten wegen der hohen Hedging-Kosten von etwa 2,5 Prozent pro Jahr sparsam dosiert werden.

# Maßnahme 2: Untergewichtung im Britischen Pfund abbauen

Aufgrund der Brexit-Unsicherheiten haben viele Anleger das Britische Pfund gemieden. Wir erwarten eine teilweise Rückkehr von Investoren und Unternehmen nach UK, wenn der zukünftige Pfad des Landes sichtbarer wird.

# Maßnahme 3: Japanischen Yen und Schweizer Franken tendenziell untergewichten

Wir erwarten, dass die klassischen sicheren Häfen etwas an Attraktivität verlieren werden. Insbesondere beim Schweizer Franken besteht die Möglichkeit von Zentralbankinterventionen zur Vermeidung weiterer Aufwertungen.

# Maßnahme 4: Schwellenländerwährungen übergewichten

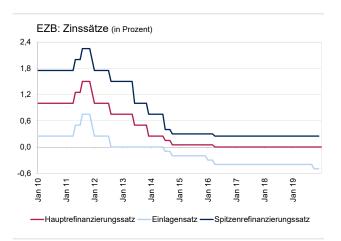
Nach den deutlichen Verlusten vieler Schwellenländerwährungen in den letzten zwei Jahren ist das Umfeld wieder günstiger geworden. In der Breite erwarten wir einen Aufholeffekt bei den meisten Schwellenländerwährungen.

# JAHRESAUSBLICK 2020: LIQUIDE VERMÖGENSKLASSEN

#### **Geldmarkt: Keine Besserung in Sicht**

These 1: Die EZB wird keine Änderungen an den Zinssätzen vornehmen, sodass das Umfeld negativer Einlagenzinsen bestehen bleibt.

Die EZB hat im letzten Jahr dafür gesorgt, dass sich das Umfeld **negativer** Zinsen weiter verfestigt hat. Mit der Absenkung des Einlagensatzes auf nunmehr -0,5 Prozent wurde die Anlage von Liquidität noch unattraktiver gemacht. Zwar hat die Notenbank mit dem sogenannten "Tiering", also einer Staffelung beim Einlagensatz, einen Teil der Einlagen von Geschäftsbanken freigestellt. Sie hält sich aber gleichzeitig die Option offen, die Zinsen weiter herabzusetzen. Letzteres erwarten wir zwar im Hauptszenario nicht, allerdings könnte die Notenbank bei einer Konjunktur- und Inflationsentwicklung, die unter den Erwartungen liegt, nochmals tätig werden.



### Reform der Euro-Geldmarktsätze

Im Euroraum kommt es zu einer grundlegenden Reform der Geldmarktsätze. Der Geldmarktsatz Eonia wird in einer angepassten Form nur noch bis Ende 2021 bestehen. An seine Stelle ist zum 1. Oktober 2019 die Euro Short-Term Rate (€STR) getreten, die von der Europäischen Zentralbank berechnet und verwaltet wird. Auch die Euribor-Sätze werden modifiziert. Zwar bleibt der Euribor als Name bestehen. Die Berechnungsmethodik verändert sich aber. Zukünftig sollen sowohl Eonia als auch Euribor möglichst auf tatsächlichen Transaktionen beruhen und nicht mehr wie bisher auf Umfragen bei den großen Banken. Denn

letzteres hat zum Libor-Skandal geführt. Vor allem beim neuen Euribor dürfte aber aufgrund methodischer Schwächen früher oder später eine erneute Reform anstehen.

#### Spannungen am US-Geldmarkt

Seit September 2019 gibt es an den US-Finanzmärkten ein Problem: Liquiditätsengpässe am Repo-Markt, die zu starken temporären Anstiegen der Zinsen für Übernachtkredite geführt haben. Der Repo-Markt hat ein Volumen von 2,2 Billionen US-Dollar und ist die Basis des US-Finanzsystems. Repos sind meist sehr kurzfristige, oft nur über Nacht laufende Finanzgeschäfte mit einer Rückkaufvereinbarung, für die meist Staatsanleihen verwendet werden. Banken, Wertpapierhäuser oder Hedgefonds verkaufen Wertpapiere aus ihrem Bestand gegen Bargeld. Das Bargeld kommt von Geldmarktfonds, Vermögensverwaltern oder anderen Banken, die überschüssige Barmittel mit einem geringen Risiko verzinsen wollen. Es war genau dieser Markt, der in der Finanzmarktkrise ausgetrocknet ist, weswegen die aktuelle Entwicklung für Unruhe gesorgt hat.

These 2: Die Probleme am US-Geldmarkt werden im Jahresverlauf bestehen bleiben.

Weil der Mechanismus auf dem Repo-Markt gestört ist, hat die Fed damit begonnen, eigene Repo-Auktionen zu begeben, um die Banken und Hedgefonds mit ausreichenden Mengen an Liquidität zu versorgen und einen "Lehman-Schock" unter allen Umständen zu verhindern. Da die Fed kurzfristige Liquidität gegen Staatsanleihen begibt, ist die Bilanz der Notenbank deutlich angeschwollen und beträgt nun wieder mehr als vier Bio. US-Dollar, 10,8 Prozent mehr als im September des letzten Jahres. Ein Eingriff in dieser Größenordnung führt zu Skepsis und wird von manchen als verdecktes neues Programm zur quantitativen Lockerung gesehen, zumal ein Ende der Interventionen nicht absehbar ist.

Die Hauptursache für den Mangel an Liquidität dürfte eine Kombination aus einer bis September 2019 **rückläufigen Bilanzsumme** der Fed und der **hohen Kreditnachfrage des Staates** gewesen sein. Die Nachfrage nach Liquidität war dadurch sehr hoch, während die Fed einen restriktiven

Kurs verfolgte, sodass eine Knappheit entstand. Im Gegensatz zur Finanzmarktkrise ist aber diesmal **nicht das schwindende Vertrauen** in die Geschäftsbanken die Ursache, denn die Probleme sind eng auf einen Teil des Geldmarkts begrenzt.

Verschärft wurde die Situation, als hohe Liquiditätsanforderungen von Unternehmen hinzukamen, die ihre Steuern bezahlen mussten. Auch schärfere Richtlinien bei den Eigenkapitalreserven der Banken und die allgemeine Verunsicherung bezüglich der Themen Brexit, Handelsstreit und lahmende Konjunktur werden genannt. Diese Unsicherheiten könnten die Banken dazu bewogen haben, sehr vorsichtig bei der Mittelvergabe zu agieren, um für einen Fall wie 2008 vorbereitet zu sein.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS), also die Zentralbank der Zentralbanken, weist in einer Untersuchung als weitere mögliche Ursache darauf hin, dass es auch der hohe Liquiditätsbedarf der Hedgefonds sein könnte, der für die Knappheit im Repo-Markt gesorgt hat. Diese würden Liquidität benötigen, um "Relative Value Trades" zu hebeln und damit die Renditen zu erhöhen. Zum Beispiel nutzen Hedgefonds eine Strategie, bei der kleinste Preisdifferenzen zwischen US-Staatsanleihen und den zugehörigen Derivaten ausgenutzt werden. Sie kaufen US-Staatsanleihen und verkaufen das entsprechende Derivat. Mit den erworbenen Staatsanleihen leihen sich die Fonds am Repo-Markt Liquidität. Die Liquidität wird in denselben Trade gesteckt und es werden erneut US-Staatsanleihen gekauft. Um die mikroskopisch kleinen Preisdifferenzen zwischen der US-Staatsanleihe und dem Derivat ausnutzen zu können, wird der Trade nach dem beschriebenen Schema weiter gehebelt, sodass immer mehr Liquidität in diesem Trade gebunden ist. Problematisch wurde dies, als die Geldverleiher, nämlich vor allem US-Geldmarktfonds, Abflüsse erwarteten und deshalb weniger Liquidität bereitstellten. In der Folge stiegen die Zinsen am Geldmarkt sprunghaft an.

Dies ist sicherlich eine weitere mögliche Erklärung, wirft aber kein gutes Licht auf die Verfassung des US-Geldmarkts. Normalerweise sollte der Zins ohne größere Friktionen auf Veränderungen in Angebot und Nachfrage reagieren und nicht plötzlich nach oben schießen. Wir vermuten daher, dass die Probleme am Repo-Markt noch eine Weile bestehen bleiben werden. Die Fed und das US-Finanzministerium können zwar dafür sorgen, dass ausrei-

chend Liquidität bereit steht. Um die strukturellen Probleme zu lösen, bedarf es aber noch einer eingehenderen Untersuchung der Faktoren, die für eine Störung des Markts gesorgt haben.

In Europa hat die BIS den Repo-Markt ebenfalls unter die Lupe genommen und festgestellt, dass der Markt auch in Krisenzeiten gut funktioniert hat, er allerdings stark fragmentiert ist.

### Strategiebeitrag Geldmarkt in 2020

Trotz der abermals gesunkenen Zinsen bleiben die Strategiebeiträge Fungibilität und Sicherheit im Portfoliokontext wichtig. Bei der Auswahl von Banken sollte Solidität Vorrang vor einem höheren Zins haben, auch wenn das im Zweifel die Inkaufnahme negativer Zinsen bedeutet.

### **Rentenmarkt: Leichter Zinsanstieg**

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

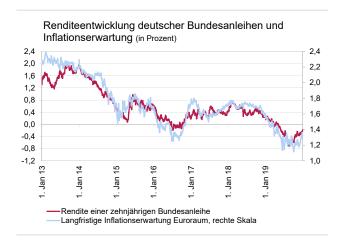
Im letzten Jahr sind die Zinsen auf **Rekordtiefs** gefallen. Zehnjährige Bundesanleihen notierten zwischenzeitlich bei minus 0,71 Prozent. Selbst bei den Titeln mit dreißigjähriger Laufzeit fiel die Rendite zwischenzeitlich unter null Prozent, kletterte aber zum Jahresende wieder in den positiven Bereich. Aktuell ist die Rendite bei Bundesanleihen erst ab einer Laufzeit von **mehr als 17 Jahren** positiv. Zehnjährige Titel bringen Ende 2019 minus 0,19 Prozent.

#### Die EZB bleibt auch unter Lagarde expansiv

Ein Schlüssel zum Verständnis des Umfelds negativer Renditen sind die Notenbanken. So hat die Europäische Zentralbank im letzten Jahr den Einlagensatz von minus 0,4 auf minus 0,5 Prozent noch tiefer in den negativen Bereich befördert. Gleichzeitig wurde das Anleihekaufprogramm reaktiviert. Die EZB erwirbt seit November letzten Jahres Euro-Staatsanleihen, ohne dabei ein Ende des Programms zu nennen. Monatlich werden 20 Mrd. Euro an Anleihen erworben. Die EZB hat damit auf die konjunkturelle Abschwächung reagiert und ihren geldpolitischen Kurs im Verlauf des letzten Jahres angepasst. Sah es noch zu Jahresbeginn 2019 danach aus, als ob die EZB eine etwas restriktivere Geldpolitik verfolgen könnte, ist sie nun auf den expansiven Pfad zurückgekehrt. Dies ging mit Kritik einher, die deutlich vernehmbar auch aus den eigenen Reihen kam.

Insbesondere die mit der Konjunkturabschwächung ebenfalls rückläufige langfristige Inflationserwartung hat große Teile des EZB-Rats, der die geldpolitischen Entscheidungen trifft, beunruhigt und zum Handeln bewogen. Denn schon länger liegt die Inflationsrate unter dem Zielwert. Seit dem Jahr 2013 beträgt sie im Durchschnitt statt der angepeilten knapp unter zwei Prozent nur noch ein Prozent, was die Glaubwürdigkeit der Notenbank belastet. Solange die Inflation im Euroraum nicht nachhaltig in Richtung des Inflationsziels ansteigt, wird die EZB ihre expansive Geldpolitik beibehalten.

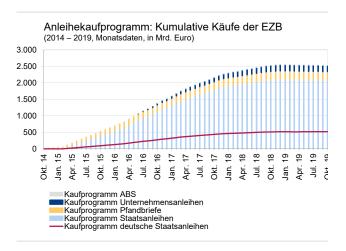
Eine abermalige Lockerung der Geldpolitik, die weiteren Rückenwind für Bundesanleihen bedeuten könnte, ist allerdings auch nicht zu erwarten. Der Grund ist, dass die neue Präsidentin der EZB, Christine Lagarde, zunächst damit beschäftigt sein dürfte, die Spaltung im EZB-Rat, die durch die jüngsten geldpolitischen Maßnahmen offen zu Tage trat, zu überwinden. Ein Instrument dürfte die von ihr angekündigte Strategieüberprüfung sein. Dabei wird innerhalb der Notenbank darüber diskutiert werden, welche Ziele sie in Zukunft verfolgen wird, welche Maßnahmen dazu in Frage kommen und wie die Notenbankpolitik zukünftig kommuniziert werden soll. Veränderungen sind insbesondere bei der Definition der Ziele möglich. So könnte die EZB dazu übergehen, bei der verwendeten Zeitreihe zur Messung der Inflation die Wohnkosten stärker zu berücksichtigen. Bisher sind hier lediglich die Mieten enthalten, aber nicht die Kosten für das Wohnen in der eigenen Immobilie. Werden diese wie in den USA ebenfalls berücksichtigt, könnte eine um wenige Zehntelprozent höhere Inflation ausgewiesen werden. Dies würde sicherlich dem Lager um Bundesbankpräsident Jens Weidmann entgegenkommen, da es den Druck nimmt, aufgrund zu geringer Inflationsraten eine noch expansivere Geldpolitik zu verfolgen.



Zur Diskussion steht auch das Inflationsziel selbst. Was viele nicht wissen: Die EZB ist zwar vertraglich verpflichtet, Preisstabilität zu gewährleisten. Wie dies definiert wird, entscheidet sie aber selbst. Bisher galt als Inflationsziel ein Wert von nahe, aber unter zwei Prozent. Vermutlich wird dieser Zielwert nicht zur Diskussion stehen. Allerdings könnte über ein Inflationsband diskutiert werden, das um das Nahe-Zwei-Prozent-Ziel herum gelegt werden könnte. Phasen einer längeren Verfehlung des Inflationsziels sowohl nach oben als auch nach unten wären damit weniger problematisch und die EZB könnte in der Gestaltung ihrer Geldpolitik flexibler agieren. Massenhafte An-

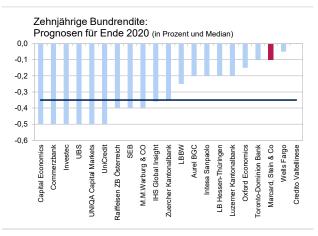
käufe von Staatsanleihen oder negative Zinsen wären nicht mehr erforderlich, wenn die EZB Inflationsraten tolerieren würde, die wie derzeit am unteren Band liegen würden. Dies hätte beträchtliche Auswirkungen auf die Renditen am Anleihemarkt. Allerdings wäre mit der Einführung eines Inflationsbands auch eine geldpolitische Kehrtwende verknüpft, die wir für **unwahrscheinlich** halten. Viele Marktteilnehmer könnten ein Inflationsband als Kapitulation der EZB werten, was ihrer Glaubwürdigkeit schaden würde.

Für Bundesanleihen entscheidend ist vor allem die Frage nach den Grenzen des aktuell laufenden Anleihekaufprogramms, die es zu beantworten gilt. Denn bisher darf die EZB nicht mehr als 33 Prozent einer Anleihe erwerben. Allerdings stößt sie nach Berechnungen der Commerzbank bei Bundesanleihen zu Beginn des Jahres 2021 an diese Grenze. Ähnliches gilt für niederländische Staatsanleihen. Bereits zum Jahresbeginn hält die EZB mehr als 500 Mrd. Euro der etwa 1,7 Bio. Euro ausstehenden Bundesanleihen und Anleihen staatsnaher Emittenten wie der KfW, die ebenfalls für Anleihekäufe in Frage kommen.



Die EZB hat in ihrer "Forward Guidance", also der Formulierung der zukünftigen geldpolitischen Strategie, Zinspolitik und Anleihekäufe verknüpft, indem sie festgelegt hat, dass die Anleihekäufe erst kurz vor einem ersten Zinsschritt enden sollen. Da die Zinsen aber weder in diesem und vermutlich auch im nächsten Jahr kaum angehoben werden dürften, wird auch das Anleihekaufprogramm über das Jahr 2020 hinweg fortgesetzt. Um auch weiterhin Bundesanleihen ankaufen zu können, wird die Notenbank vermutlich im Jahresverlauf eine **Anhebung der 33-Prozent-Grenze** beschließen. Möglich macht dies ein Urteil des **Europäischen Gerichtshofs** (EuGH), das der Notenbank

einen großen Ermessenspielraum bei der Ausgestaltung ihrer Geldpolitik zugesteht und Anleihekäufe grundsätzlich für rechtens erklärt. Lagarde hat bereits deutlich gemacht, dass sie gedenkt, diesen Spielraum zu nutzen. Sollte die 33-Prozent-Grenze nach oben angepasst werden, dürfte das Knappheitsargument bei Bundesanleihen am Jahresende an Bedeutung gewinnen, was gegen steigende Renditen spricht. Denn die EZB wird dadurch ihren Bestand an Bundesanleihen auf über 33 Prozent ausbauen. Alleine in diesem Jahr kauft die EZB durch die Wiederanlage auslaufender Anleihen und das neue Programm etwa 65 bis 70 Mrd. Euro an Bundesanleihen auf, während die Bundesfinanzagentur lediglich Anleihen im Umfang von 148 Mrd. Euro neu begeben wird.



Da Deutschland bisher an der Politik der "Schwarzen Null" festhält, verringert sich der Schuldenstand Deutschlands weiter und wird bald unter die Grenze von 60 Prozent fallen. Relativ betrachtet sinkt damit das Volumen der im Umlauf befindlichen Bundesanleihen. Da neben der EZB auch andere institutionelle Akteure wie beispielsweise Versicherungen, Banken und ausländische Notenbanken deutsche Staatsanleihen als einzigen hinreichend liquiden sicheren Hafen im Euroraum stark nachfragen, dürfte die strukturelle Überschussnachfrage sich eher nochmals verstärken. Ein gewisser Druck für steigende Zinsen kommt zwar aus den USA, die Knappheit von deutschen Staatsanleihen dürfte jedoch einen Anstieg in den positiven Bereich verhindern. Wir erwarten am Jahresende maximal minus o,1 Prozent für einen zehnjährigen Titel, wobei das längere Ende der Zinsstrukturkurve aufgrund der weiterhin schleppenden Inflationsentwicklung kaum vom Zinsanstieg betroffen sein dürfte. Der leichte Zinsanstieg bedeutet einen Verlust von etwa 0,5 Prozent.

### Die Fed bleibt "on hold"

In den USA hat die Federal Reserve die Zinsen im letzten Jahr dreimal um jeweils 25 Basispunkte gesenkt, um der Wirtschaft angesichts der vom Handelskonflikt ausgelösten Unsicherheiten unter die Arme zu greifen. Für das neue Jahr hat die US-Notenbank aber eine **weniger expansive Gangart** angekündigt.

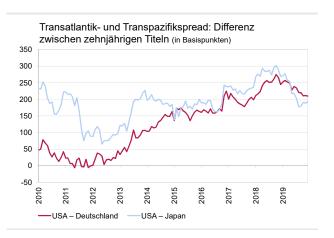
These 2: Die Rendite einer zehnjährigen US-Staatsanleihe steigt bis zum Jahresende auf 2,1 Prozent.

Auf der Sitzung des Offenmarktausschusses der Fed im Oktober wurde deutlich kommuniziert, dass das **aktuelle Zinsniveau als angemessen** betrachtet wird, solange neue Daten dem Konjunkturausblick der Fed nicht zuwiderlaufen würden. Vor allem die externen Risiken hätten laut Fed-Chef Jerome Powell abgenommen. Damit hat die US-Notenbank ihre "Forward Guidance" spürbar verändert. Leitzinssenkungen sind daher nur für den Fall einer sich stärker eintrübenden konjunkturellen Entwicklung wahrscheinlich. Auch die Inflationsentwicklung in den USA gibt keinen Anlass, die Zinsen weiter zu senken. So betrug die Preissteigerung in den letzten drei Jahren im Durchschnitt komfortable 1,9 Prozent.

Die Rekordbeschäftigung in den USA führt dazu, dass die Löhne momentan mit mehr als drei Prozent stärker als die Inflation ansteigen. Reallohnzuwächse, Preissteigerungen bei Immobilien sowie Aktien und weiterhin günstige Kreditbedingungen für Haushalte schüren die Konsumfreude, die auf einem sehr hohen Niveau liegt. Daraus ergibt sich auch für das laufende Jahr ein gewisser Inflationsdruck. Die von Bloomberg befragten Analysten rechnen mit einer diesjährigen Inflationsrate von 2,1 Prozent.

In diesem Umfeld sollten auch die **Renditen etwas ansteigen** können. Hinzu kommt, dass im Gegensatz zu Bundesanleihen US-Staatsanleihen weniger knapp sind. So ist das Volumen ausstehender US-Staatstitel seit der Finanzmarktkrise massiv angestiegen, von 9,3 Bio. US-Dollar Anfang 2008 auf 23,1 Bio. US-Dollar aktuell. Neben dem natürlichen Anstieg durch nominales Wachstum kam eine Ausweitung der Verschuldungsquote hinzu. Die Bruttostaatsverschuldung ist im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt im genannten Zeitraum von 74 Prozent auf momentan 106 Prozent nach oben geklettert. Auch in diesem

Jahr soll nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds die Quote weiter auf 108 Prozent ansteigen. Obwohl sich das Land in einem Aufschwung befindet, wird die Neuverschuldung demnach vermutlich bei mehr als fünf Prozent des BIP liegen. Damit einher geht die Netto-Neuemission von US-Staatsanleihen im Umfang von 1,2 Bio. US-Dollar. Angesichts der im Vergleich zu vielen anderen Währungsräumen attraktiven Verzinsung dürfte auch die Nachfrage nach US-Staatsanleihen hoch bleiben. Denn im Vergleich zu Bundesanleihen rentieren US-Staatsanleihen nach wie vor mit einem Aufschlag von über 200 Basispunkten. Auch der Renditeaufschlag zu japanischen Anleihen ist attraktiv.



Insgesamt überwiegen die Argumente für einen leichten Zinsanstieg. Vor allem fehlender geldpolitischer Rückenwind von der Fed könnte die Renditen nach oben drücken. Das sehr hohe Emissionsvolumen dürfte dagegen vom Kapitalmarkt absorbiert werden, weil US-Staatsanleihen der einzige sichere Hafen sind, in dem noch attraktive Zinsen gezahlt werden.

Anleger sollten im Hinterkopf behalten, dass die Fed vermutlich ein längerfristiges Überschießen der Inflation über ihren Zielwert von zwei Prozent tolerieren würde, um eine Verbesserung des konjunkturellen Umfelds nicht frühzeitig abzuwürgen. In diesem Szenario, das nicht unser Hauptszenario ist, könnten die Renditen auch deutlich stärker ansteigen.

Wir rechnen somit in den sicheren Häfen bei **Bundesanleihen und US-Staatsanleihen** eher mit Gegenwind. Auch bei Unternehmensanleihen schlägt der Zinsanstieg voll durch, denn angesichts sehr tiefer Renditeaufschläge ist eine weitere Spreadeinengung nicht zu erwarten. Allerdings

kann die laufende Verzinsung einen Teil der Verluste aus dem Zinsanstieg kompensieren.

These 3: Unternehmensanleihen schlagen Bundesanleihen.

In der aktuellen Konjunkturphase werden Unternehmensanleihen von mehreren Faktoren begünstigt. Erstens läuft die Konjunktur zwar etwas weniger rund als noch vor zwei oder drei Jahren. Aber Unternehmensanleihen profitieren auch bei einem mäßigen Wachstum, da die Ausfallrisiken noch auf vergleichsweise niedrigen Niveaus liegen und die Performance nur teilweise auf steigende Unternehmensgewinne ausgerichtet ist. Zweitens führt das Umfeld niedriger Zinsen dazu, dass nach Anlagealternativen gesucht wird. Mit einem Portfolio bonitätsstarker Unternehmensanleihen lässt sich zumindest noch eine positive Fälligkeitsrendite darstellen. Angesichts von Zinsen bei Staatsanleihen unter null Prozent bieten Unternehmensanleihen sichere, planbare Erträge, die viele Anleger wie Stiftungen benötigen, um ihre Verpflichtungen zu erfüllen. Drittens tritt die EZB auch bei Unternehmensanleihen als Käufer auf und erwirbt nach Schätzungen netto 40 Mrd. Euro. Angesichts des erwarteten Netto-Angebots von 250 Mrd. Euro ist dies ein signifikanter Betrag, der das Segment stützt. Die niedrigen Zinsen führen viertens wiederum dazu, dass die Zinslast der Unternehmen gesunken ist, was die Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung erhöht.

Ein Risiko für Bondinvestoren könnte allerdings sein, dass viele Unternehmen nun angesichts der etwas schwächeren Konjunktur mit **fallenden Margen** zu kämpfen haben. Um dieses Problem zu adressieren, könnten **M&A-Aktivitäten** verstärkt ins Auge gefasst werden, was in der Regel zu Lasten der Verschuldung geht. Da darüber hinaus die Anleihespreads auf tiefe Niveaus gefallen sind, ist ein weiterer Rückgang unwahrscheinlich. Dazu müsste die Konjunktur in eine Boomphase übergehen, was wir vorerst nicht erwarten.

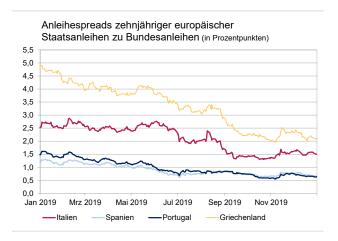
Dies gilt auch für High Yield-Unternehmensanleihen. Hier sind zwar nach wie vor **auskömmliche Renditen** zu erzielen, die auf Indexebene bei 3,4 Prozent liegen. Dies sind etwa 390 Basispunkte mehr als Anleger für eine fünfjährige Bundesanleihe erhalten, die bei minus 0,5 Prozent rentiert. Allerdings sind High Yield-Anleihen besonders

anfällig für konjunkturelle Rückschläge, die für dieses Jahr nicht auszuschließen sind.

Sowohl bei High Yield- als auch bei Investment Grade-Anleihen rechnen wir mit weitestgehend **konstanten Spreads** im Jahresverlauf, sodass die Performance etwas über der von Bundesanleihen liegen dürfte.

These 4: Peripherieanleihen können noch weitere, moderate Spreadrückgänge verzeichnen.

Im letzten Jahr war die Performance von Anleihen der Peripheriestaaten **rekordverdächtig**. Unter den Peripherieanleihen waren die italienischen Titel mit einer Rendite von 17 Prozent noch nicht einmal die Gewinner. Griechische Bonds mit zehn Jahren Laufzeit brachten 33 Prozent Rendite.



Auch in diesem Jahr könnten Anleihen der Peripheriestaaten noch etwas Boden gut machen und von Spreadeinengungen profitieren. In **Italien** ist momentan mit der Bildung einer neuen Regierung etwas Ruhe eingekehrt. Neuwahlen sind in dem Land zwar jederzeit möglich, aber momentan nicht auszumachen. Die beiden Regierungspartner, die Sozialdemokraten (PD) und die Fünf-Sterne-Bewegung, wollen mindestens bis 2022 regieren, wenn das Parlament den Nachfolger von Sergio Mattarella, also einen neuen Staatspräsidenten, wählen muss. Der Ministerpräsident Giuseppe Conte ist zudem gestärkt aus der Regierungskrise mit der Lega Nord von Matteo Salvini hervorgegangen.

Die Herausforderungen werden nun sein, einen **Haushalt** vorzulegen, der **EU-konform** ist. Außerdem sind die beiden Parteien bei der Flüchtlingsfrage nicht auf einer Linie. Denn während die Fünf-Sterne-Bewegung den Abschot-

tungskurs der Lega Nord mitgetragen hatte, möchte die PD zu einem liberaleren Grenzregime zurückkehren. Für neue Unruhe in dem Land dürften im Jahr 2020 insgesamt acht Regionalwahlen sorgen. Zwar sinkt die **Popularität Salvinis** aktuell, aber dass die Lega Nord Wahlen gewinnen kann, hat sie im letzten Jahr in Umbrien bewiesen, wo sie stärkste Kraft wurde.

Die momentane politische Ruhe in Italien kombiniert mit der Unterstützung durch die Notenbank dürfte italienische Staatsanleihen begünstigen. Die Renditeaufschläge, die im zehnjährigen Bereich bei recht hohen 150 Basispunkten liegen, könnten noch etwas sinken.

These 5: Schwellenländeranleihen profitieren von einem schwächeren US-Dollar. Ein Euro-Investor kann daran aber nur bedingt partizipieren.

Anleihen von Schwellenländern konnten im letzten Jahr dank der rückläufigen Zinsen ebenfalls eine positive Performance erzielen. Zwar dürfte in diesem Jahr die zusätzliche geldpolitische Unterstützung aus den USA auslaufen und keinen weiteren positiven Effekt mehr erbringen. Auch wirken die moderat steigenden Zinsen in den Vereinigten Staaten negativ auf die Anlageklasse, da US-Staatsanleihen relativ betrachtet attraktiver werden.

Der Haupttreiber für die positive Performance in diesem Jahr kommt von der **Währungsseite**. Wir erwarten, dass der US-Dollar etwas an Stärke verliert. Dies erleichtert die Refinanzierung von Verbindlichkeiten für Staaten, die sich in US-Dollar verschuldet haben, und geht in der Regel mit einer **Verbesserung ihrer Bonität** einher. Aus Sicht eines Euroanlegers ist aber insbesondere bei in US-Dollar denominierten Schwellenländeranleihen wenig gewonnen, da der Währungsverlust einen Teil der aus dem Spreadrückgang stammenden Kursgewinne wieder aufzehren dürfte. Da umgekehrt der Euro stärker tendieren sollte, erleiden auch in lokaler Währung notierende Anleihen von Schwellenländern Währungsverluste. Die **recht hohe Carry** von 5,9 Prozent bei den lokalen Währungen und 4,8 Prozent bei den Hartwährungen ist allerdings attraktiv.

#### These 6: Inflations indexierte Anleihen sind fair bewertet.

Aktuell liegt die auf Sicht von zehn Jahren erwartete Inflationsrate im Euroraum bei 1,0 Prozent deutlich unter dem Ziel der EZB von etwas unter zwei Prozent. Auch die längerfristige Inflationserwartung, die die Inflation beginnend in fünf Jahren für die kommenden fünf Jahre misst, liegt auf einem tiefen Niveau. Die Absicherung gegen einen überraschenden Anstieg der Inflation ist somit optisch günstig zu bekommen. Denn sollte die Inflation über die in den Kursen von Anleihen eingepreisten Inflationserwartungen ansteigen, können inflationsindexierte Staatsanleihen eine Outperformance erzeugen. Aber es gibt viele Argumente, die für strukturell niedrigere Inflationsraten sprechen wie das Überangebot an Öl, die Überalterung der Gesellschaft und die Automatisierung. Wohlmöglich sind die Inflationserwartungen fairer als sie auf den ersten Blick erscheinen.

Floater erbringen keinen Mehrwert, da am kurzen Ende zunächst nicht mit höheren Zinsen zu rechnen ist.

#### Rentenmarkt: Maßnahmen

#### Maßnahme 1: Weiterhin auf hohe Bonität achten

Auch wenn Unternehmensanleihen oder Peripherieanleihen in diesem Jahr eine höhere Renditeerwartung aufweisen, sollten dennoch bonitätsstarke Staatsanleihen als **Versicherung** gegen Risiken von der Konjunktur oder dem Handelskonflikt hoch gewichtet werden.

# Maßnahme 2: Durationsrisiken sollten neutral gewichtet werden.

Trotz des erwarteten Zinsanstiegs sollte die Duration auf einem neutralen Niveau liegen, um eine **Gegenposition** zu Aktien im Portfolio zu haben.

# Maßnahmen 3: Nutzung einer Barbell-Strategie

Wir rechnen mit einem Zinsanstieg, der sich schwerpunktmäßig im Bereich bis zu zehn Jahren abspielen sollte. In diesem Umfeld sind besonders Anleihen **mittlerer Laufzeit** zu meiden, Anleihen am kurzen und ganz langen Ende sollten dagegen übergewichtet werden.

# Maßnahme 4: US-Staatsanleihen sollten neutral gewichtet werden.

US-Staatsanleihen könnten zwar unter einem festeren Euro leiden und Kursverluste erbringen, bieten aber **Schutz vor einem Anstieg der Volatilität** und eine attraktive Carry.

# Maßnahme 5: Unternehmensanleihen sollten neutral gewichtet werden.

Unternehmensanleihen bieten bei moderaten Risiken eine verhältnismäßig attraktive Vergütung.

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

Auch wenn wir bei High Yield- und Peripherieanleihen mit Erträgen rechnen, die über den von Bundesanleihen liegen, stehen diese angesichts der tief gefallenen Anleihespreads nicht mehr im richtigen Verhältnis zum zugrundeliegenden Risiko, sodass wir eine leichte Untergewichtung empfehlen.

# Maßnahme 7: Inflationsindexierte Anleihen, Floater und Schwellenländeranleihen sollten neutral gewichtet werden.

Im Umfeld gleich bleibender kurzer Zinsen bieten Floater keinen besonderen Mehrwert. In der **Barbell-Strategie** können sie jedoch am kurzen Ende zum Einsatz kommen und haben den Vorteil, nicht so häufig gerollt werden zu müssen. Die Inflationserwartungen sind fair, weswegen inflationsindexierte Anleihen neutral gewichtet werden sollten.

Schwellenländeranleihen profitieren vom schwächeren US-Dollar, was Euro-Anlegern aber wenig bringt. Dennoch kann eine **attraktive Carry** vereinnahmt werden.

# Strategiebeitrag Rentenmarkt in 2020

Auch wenn sich die Konjunktur etwas aufzuhellen scheint und die Zinsen leicht steigen dürften, darf das wichtigste Ziel der Anlageklasse Renten, nämlich Sicherheit, nicht vernachlässigt werden. Duration und Bonität sollten nicht zu stark gesenkt werden. Die konjunkturellen und politischen Risiken können schnell wieder zunehmen und Anleger in die sicheren Häfen treiben. Bonitätsstarke Anleihen bleiben ein wichtiges Gegengewicht zum risikobehafteten Teil des Portfolios.

# **Aktienmarkt: Verhaltener Optimismus**

Nach den starken Verlusten zum Jahresende 2018 gelang dem Aktienmarkt ein eindrucksvoller Rebound im Jahr 2019. Dieser war aber ebenso wie der Einbruch im Jahr zuvor nicht durch die Gewinnentwicklung gerechtfertigt. Vielmehr haben sich die Bewertungen wieder normalisiert. So brach zum Beispiel das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Stoxx 600 im Jahr 2018 um 19,4 Prozent ein. Im letzten Jahr dehnte sich die Bewertung des europäischen Leitindex dann wieder um über 24 Prozent aus. Die augenscheinlich hohen Renditen im Vorjahr relativieren sich auch, wenn der Betrachtungszeitraum ausgedehnt wird. Die Performance des Stoxx 600 betrug seit dem Hoch im Januar 2018 lediglich 9,3 Prozent, bzw. 4,7 Prozent annualisiert. Der DAX steht sogar immer noch knapp unter seinem Hoch von 13.559 Punkten vom 23. Januar 2018. Das heißt, der europäische Aktienmarkt hat über die letzten zwei Jahre eine Durchschnittsperformance erbracht, die unterhalb der typischen Erwartungen für Aktienmarktrenditen liegt.

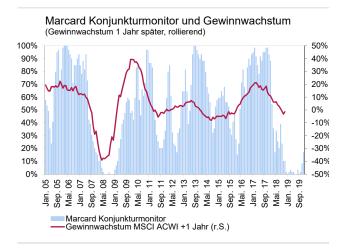
Im Ergebnis sind wir also fast am gleichen Punkt wie zu Jahresbeginn 2018, oder etwa doch nicht? Der reine Blick auf den Aktienmarkt mag die Situation vergleichbar erscheinen lassen. Beim zweiten Hinschauen erkennt man jedoch, dass die fundamentale Ausgangslage sich im Vergleich zu 2018 signifikant verändert hat. Konjunkturell markierte der Zeitpunkt vor zwei Jahren den Wachstumshöhepunkt des aktuellen Aufschwungs. Geldpolitisch befand sich die US-Notenbank mitten im Zinserhöhungszyklus und der Optimismus unter den Marktteilnehmern war groß. Heute befinden sich viele europäische Länder nahe an der Rezessionsschwelle, die Notenbanken sind wieder expansiver und das generelle Marktumfeld unsicher geworden.

Diese **unterschiedliche Ausgangslage** hat direkten Einfluss auf die drei maßgeblichen Renditekomponenten von Aktien: Gewinn- bzw. Cash Flow-Wachstum, Bewertungsänderungen und Ausschüttungen.

These 1: Zunehmende konjunkturelle Unterstützung in Europa in 2020, in den USA eher abnehmend.

Langfristig wird die Entwicklung der Aktienmärkte hauptsächlich **durch die Unternehmensgewinne bestimmt**. Zwar gibt es bei kürzeren Zeiträumen ein stärkeres statistisches Rauschen, dennoch spielen die Gewinnwachstumsraten eine entscheidende Rolle.

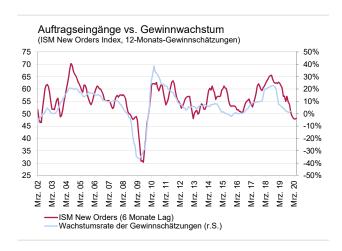
Die Gewinne wiederum werden hauptsächlich durch die unterliegende Konjunkturentwicklung bestimmt. Für die Einschätzung der Wirtschaftslage und damit indirekt für die Prognose des Wachstumspotenzials der Unternehmensgewinne verwenden wir unseren Marcard Konjunkturmonitor. Das Modell wertet eine Vielzahl 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 17 Prozent eine schwache Wirtschaftsentwicklung an. In den Details zeigt sich aber, dass die **Dynamik sich vor allem in Europa** zuletzt aufgehellt hat, während die meisten Niveauindikatoren weiterhin im negativen Bereich verharren. Dies könnte ein Signal für eine mögliche Bodenbildung der Indikatoren in Europa darstellen. So zeigen aktuell vor allem auch die im letzten Jahr sehr schwachen Daten für das Verarbeitende Gewerbe, dass sie zumindest nicht noch schwächer werden.

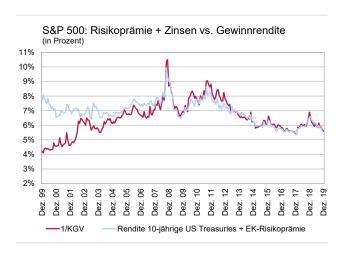
In den USA ist das Bild dagegen uneinheitlich. Sowohl bei der Niveau- als auch bei der Dynamikkomponente gibt es in etwa ebenso viele positive wie negative Signale. Historisch konnte in den USA aber ein besonders enger Zusammenhang zwischen den vom Institute for Supply Management ermittelten Auftragseingängen und den Gewinnschätzungen für die Unternehmen festgestellt werden. In der Vergangenheit folgten die Wachstumsraten der Gewinnschätzungen den Auftragseingängen mit einem

Zeitverzug von etwa sechs Monaten. Geht man davon aus, dass dieser Zusammenhang auch in diesem Konjunkturzyklus bestehen bleibt, so dürften die Wachstumsraten der Gewinnschätzungen für die Unternehmen des US-Aktienmarkts noch bis mindestens Mitte 2020 rückläufig sein. Dabei ist anzumerken, dass es sich hierbei nicht um die tatsächlichen Gewinne handelt, sondern um die Gewinnschätzungen der Analysten für die nächsten zwölf Monate. Diese sind für die Preisbildung relevanter. Natürlich basieren aber die meisten Analysten ihre Schätzungen auf den realisierten Ergebnissen der Unternehmen. Bestätigt sich bei den Auftragseingängen die aktuell angedeutete Bodenbildung, so ist auf der Gewinnseite ab dem zweiten Halbjahr 2020 wieder mit positiven Effekten zu rechnen. Über das Gesamtjahr dürfte die Entwicklung der Gewinnschätzungen in den USA aber eher enttäuschend verlaufen.



These 2: Das positive Kurspotenzial aus Bewertungsausweitungen ist begrenzt.

Neben der Entwicklung der Unternehmensgewinne spielen für die kurz- bis mittelfristige Aktienmarktperformance vor allem Bewertungsveränderungen eine entscheidende Rolle. Positiv auf Bewertungsmultiplikatoren wirken Erhöhungen der langfristigen Wachstumserwartungen, negativ hingegen spiegeln sich steigende Zinsen oder eine erhöhte Risikoaversion der Anleger wider. Während die langfristigen Wachstumserwartungen relativ stabil sind, haben in der kurzen Frist vor allem Änderungen des Zinsniveaus und der Risikoneigungen Einfluss auf das Bewertungsniveau.



Von der Zinsseite erwarten wir sowohl in Europa als auch in den USA wenig Unterstützung. Am kurzen Ende, das vornehmlich durch die Notenbankpolitik bestimmt wird, dürften sich die Renditen am Anleihemarkt kaum bewegen. In Europa ist die EZB weitestgehend am Ende ihrer Möglichkeiten angelangt. Zudem wird sich die neue EZB-Präsidentin Christine Lagarde wahrscheinlich bemühen, ihren EZB-Rat wieder zu einen und nicht durch weitere Zinssenkungen noch tiefer zu spalten. In den USA stehen die US-Wahlen im November an. Historisch hat sich die Notenbank in Wahljahren mit Zinsanpassungen zurückgehalten um sich nicht dem Vorwurf der Wahlmanipulation auszusetzen. Am längeren Zinsende könnte eine gewisse Wiederbelebung des europäischen Verarbeitenden Gewerbes und eine mögliche Annäherung im Handelskonflikt zwischen China und den USA das Zinsniveau leicht ansteigen lassen. Insgesamt erwarten wir daher von der Zinsseite einen leicht negativen Effekt auf die Bewertungen, wobei der US-Markt stärker betroffen sein dürfte. Die Sektoren in den USA weisen tendenziell eine höhere Zinssensitivität als die europäischen Sektoren auf.

Seitens der Risikoeinstellungen von Investoren besteht lediglich in Europa etwas Potenzial für positive Bewertungseffekte. Die eingepreisten **Eigenkapitalrisikoprämien** (Renditeaufschlag über einer risikofreien Anlage) bewegen sich auf den europäischen Märkten nahe an den Rekordmarken. Europäische Investoren verlangen mittlerweile eine Risikoprämie von 7,4 Prozent. Dies ist fast doppelt so hoch wie der langjährige Durchschnitt der Risikoprämie von 3,9 Prozent. Eine mögliche Entspannung im Handelsstreit, der die exportorientierten europäischen Unternehmen überdurchschnittlich hart trifft, sowie die Verhinderung eines harten Brexit könnten die geforderten

Risikoprämien wieder etwas verringern. Anders sieht es in den USA aus. Hier bewegt sich die eingepreiste Aktienrisikoprämie aktuell bei 3,7 Prozent. Dieser Wert ist zwar über dem langjährigen (30 Jahre) Durchschnitt von 3,1 Prozent, aber unter dem Mittelwert der letzten zehn Jahre von 4,2 Prozent. Die US-Wahlen im kommenden Jahr könnten temporär für etwas Unsicherheit sorgen, wodurch sich die aktuell relativ niedrigen Risikoprämien erhöhen dürften. Anders als in Europa besteht in den USA daher eher negatives Bewertungspotenzial aus den eingepreisten Risikoprämien.

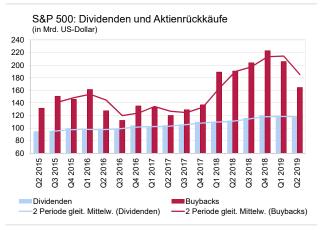


These 3: Die Dividendenrendite wird stabil bleiben, Aktienrückkäufe werden in 2020 abnehmen.

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 schon seit längerem 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 2020 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.



Die Aktienrückkäufe in den USA wurden im Jahr 2018 und Anfang 2019 stark durch die Steuerreform von US-Präsident Trump getrieben. Diese Einmaleffekte werden im Jahr 2020 nicht mehr zu spüren sein. Zudem haben die Rückkäufe der letzten Jahre die Bilanzen vieler US-Unternehmen belastet. Wir erwarten daher, dass die Rückkaufaktivitäten im Volumen abnehmen werden.

These 4: Die US-Wahlen haben einen positiven Effekt auf den US-Aktienmarkt.

Im November 2020 wird das Oval Office in Washington, D.C. neu besetzt. Historisch waren Wahljahre in den USA seit 1900 meistens gute Aktienmarktjahre. Amtierende Präsidenten haben ein hohes Interesse daran, im Jahr vor der Wahl nichts zu unternehmen, was den Aktienmarkt unter Druck setzen könnte. Denn anders als in vielen europäischen Ländern, hängt der Wohlstand vieler US-Amerikaner direkt mit dem US-Aktienmarkt zusammen. Da es kein ausreichendes staatliches Rentensystem in den USA gibt, müssen US-Amerikaner in der Regel privat für das Alter vorsorgen. Dabei zeigen sie in der Portfolioallokation eine hohe Affinität für Aktien. Das Wahlverhalten in den USA wird daher maßgeblich vom Verlauf des Aktienmarkts beeinflusst. Bereits jetzt zeigt sich zum Beispiel ein enger Zusammenhang zwischen Donald Trumps Zustimmungswerten und dem S&P 500.

Seit dem Jahr 1900 rentierte der US-Aktienmarkt nur in 20 Prozent der Fälle während eines Wahljahres negativ. Dagegen gab es in 40 bzw. 43 Prozent der Fälle im ersten und zweiten Präsidentschaftsjahr Verluste im S&P 500. Auch die Durchschnittsperformance lag in Wahljahren etwa 1,5 Prozent über dem gesamten Durchschnitt.

Jahr	Median	Mittel- wert	Negative Jahre	Negative Jahre in %
Gesamt	10,3%	6,9%	39	33,1%
Wahljahr	11,8%	8,2%	6	20,7%
1 Jahr vor Wahljahr	12,9%	10,1%	8	27,6%
2 Jahre vor Wahljahr	2,8%	3,5%	13	43,3%
1. Präsidentschaftsjahr	8,1%	5,9%	12	40,0 %

These 5: Value underperformt nicht mehr gegenüber Growth.

Seit etwa einer Dekade konnten Wachstums-Aktien Value-Titel outperformen. Dies steht in starkem Kontrast zu der weitverbreiteten Ansicht des Bestehens einer Value-Prämie. War die Theorie falsch oder gibt es Besonderheiten in den letzten zehn Jahren, die dieses Verhalten hervorgebracht haben?

Die letzte Dekade war in vielerlei Hinsicht speziell: der Aufschwung war zwar lang, aber so schwach wie nie zuvor. Die Inflation kam trotz extremer Stimuli seitens der Notenbanken nicht in Gang. Und die Zentralbanken griffen zu immer massiveren Mitteln zur Unterstützung der Wirtschaft, was in Europa erstmalig zu Negativzinsen führte.

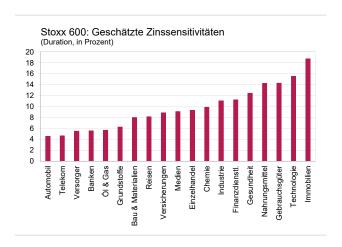
Insbesondere die Zentralbankpolitik und damit einhergehend die Zinsentwicklung könnten Gründe für die starke Outperformance von Growth-Aktien über die letzten zehn Jahren sein. Denn wie Renten besitzen auch Aktien eine gewisse Zinssensitivität. Diese **Aktienduration** unterscheidet sich aber stark zwischen den einzelnen Sektoren, wobei klassische Wachstumssegmente tendenziell eine höhere Duration aufweisen. Intuitiv macht dies Sinn, da ein Großteil der erwarteten Cashflows weit in der Zukunft liegt und damit Änderungen von Diskontfaktoren stärker ausgesetzt ist. Vor allem die Segmente Immobilien, Technologie, Gebrauchsgüter und Nahrungsmittel zeigen in der Regel eine hohe Duration. Ein recht geringes Risiko aus Zinsänderungen besteht bei den Branchen Automobil, Telekom, Versorger und Öl & Gas.

Aufgrund der starken Zinssenkungen der letzten zehn Jahre wären über die letzte Dekade vor allem Sektoren mit hoher Duration ratsam gewesen. Da wir für dieses Jahr wenig Potenzial für weitere Zinssenkungen sehen, sondern eher eine Bewegung in die entgegengesetzte Richtung erwarten, sollten eher **Sektoren mit kurzen Durationen gefragt** sein. Hierzu gehören vor allem klassische Value-Sektoren. Die Bewertungen von typischen Growth-Segmenten können bei steigenden Zinsen hingegen unter Druck geraten.

These 6: Europäische Aktien haben in diesem Jahr gegenüber dem US-Markt mehr Potenzial.

In der langfristigen Historie konnte der US-Markt im Schnitt höhere Renditen erzielen als die meisten seiner europäischen Pendants. Die Outperformance ist aber nicht kontinuierlich, sondern wechselt sich mit längeren Phasen der Underperformance ab. Strukturell unterscheiden sich die Märkte in Europa und den USA bezüglich ihrer Stil- und Faktorexposures beträchtlich. Während der S&P 500 eher Growth-lastig ist und der DAX ganz klar einen Bias in Richtung Value zeigt, ist der breitere Stoxx 600 in der Mitte, also im Blend-Bereich anzusiedeln.

Entsprechend unserer Erwartungen, dass sich in diesem Jahr das Value-Segment erholen sollte, erwarten wir auch eine etwas **bessere Performance der europäischen Indizes** gegenüber dem S&P 500. Unterstützt wird unsere Einschätzung zudem von den unterschiedlichen Erwartungen über die Wirtschaftsdynamik. Während wir in den USA von einer weiteren Wachstumsverlangsamung ausgehen, sehen wir in Europa das Potenzial auf einen Rebound im Verarbeitenden Gewerbe. Damit könnten auch die Unternehmens-



gewinne im Vergleich zum Vorjahr in Europa wieder etwas deutlicher ansteigen. Die Einschätzung unterliegt jedoch einer geringen Visibilität und starken Unsicherheitsfaktoren, wie dem Verlauf des Handelskonflikts zwischen der USA und China.

These 7: Schwellenländeraktien werden sich in der Breite stärker entwickeln als Aktien in Industrieländern.

Nach dem globalen Wachstumstief im letzten Jahr sollte die Weltwirtschaftsdynamik in diesem Jahr wieder etwas zunehmen. Prognosen deuten darauf hin, dass auch der Welthandel wieder zulegen könnte. Hiervon profitieren vor allem die Schwellenländer. Während die Industrieländer in ihrer Gesamtheit eine Stagnation des Wirtschaftswachstums erfahren sollten, dürfte eine steigende Wirtschaftsaktivität in den Schwellenländern für mehr globales Wachstum sorgen. Dabei könnte die größte Wachstumslokomotive in diesem Jahr Indien sein.

Historisch zeigt sich, dass die relative Performance der Aktien aus Schwellenländern gut durch die Entwicklung der Wachstumsdifferenzen zwischen entwickelten Staaten und Schwellenländern erklärt werden kann. So resultierte eine Zunahme der Wachstumsdifferenzen in der Vergangenheit oft in einer relativen Outperformance des MSCI Emerging Markets gegenüber dem MSCI World. Da wir für das Wachstum der Schwellenländer in diesem Jahr optimistischer sind als für die Industrieländer, sollte sich dies auch in einer Outperformance der Schwellenländerindizes widerspiegeln.

Unterstützt wird unsere Argumentation zudem von einem gewissen Value-Bias der Emerging Markets. Entsprechend unserer Ausführungen zur Zinsduration von Aktien sollte dieser den Schwellenländern bei einem leicht steigenden Zinsniveau zugutekommen. Gleichzeitig erwarten wir einen

etwas schwächeren US-Dollar. Dieser dürfte vor allem die Kurse von Unternehmen aus rohstoff-lastigen Ländern stützen.

These 8: Small Caps werden eine bessere risikoadjustierte Rendite als große 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.

Kurzfristig können kleine Unternehmen vor allem in wirtschaftlichen Stressphasen deutlich underperformen. Da wir jedoch in den USA ein Wachstum nahe am Potenzial und in Europa eine leichte Belebung erwarten, sollten kleine Unternehmen tendenziell hiervon profitieren. Da sie gleichzeitig aufgrund höherer Risikoprämien eine etwas geringere Zinsduration als ihre Large Cap-Pendants aufweisen und somit weniger stark auf Zinsveränderungen reagieren, dürften sie sich im aktuellen Jahr relativ besser entwickeln. Bezüglich der

Die Wachstumsdifferenzen sprechen für Aktien aus den Schwellenländern.

Value vs. Growth und Handelskonflikt (MSCI World Value / MSCI World Growth)



Gewichtung von Aktien im Portfolio spricht dies für eine relativ bessere Entwicklung von **gleichgewichteten Portfolios** im Vergleich zu einer Gewichtung anhand von Marktkapitalisierungen.

These 9: Die Sektoren Automobil, Banken und Telekom werden die Segmente Technologie, Immobilien und Nahrungsmittel outperformen.

Die Sektoren Automobil, Banken und Telekom sind insbesondere in Europa von strukturellen Problemen geprägt. Die niedrigen Bewertungen zeigen aber auch, dass die meisten dieser Schwierigkeiten mittlerweile in den Kursen eskomptiert sein dürften. Den Sektoren ist außerdem gemein, dass sie über eine geringe Zinssensitivität verfügen. In jedem der Sektoren könnte es im aktuellen Jahr zudem zu einer Verbesserung des Umfeldes kommen.

Die Underperformance der Value-Aktien geht zu Ende. Der **Telekomsektor** könnte nach längerer Durststrecke durch die fortschreitende Implementierung von 5G in vielen Ländern wieder neuen Schub erfahren. Bei den **Banken** dürfte eine wieder steiler gewordene Zinsstrukturkurve zu Margenverbesserungen führen und im **Automobilbereich** 

deutet eine Bodenbildung im Verarbeitenden Gewerbe ein mögliches Ende der Talfahrt an.

Die Sektoren Nahrungsmittel, Technologie und Immobilien könnten hingegen zunehmend Gegenwind erfahren. Der Nahrungsmittelbereich hat stark von sinkenden Zinsen profitiert. Ein Großteil der guten Performance über die letzten Jahre kam aus Bewertungsausweitungen. Eine nicht weiter expansiver werdende Geldpolitik dürfte diese Entwicklung in diesem Jahr abbremsen. Ein ähnliches Schicksal droht dem Immobiliensektor. In den USA belasten viele leerstehende Gewerbeimmobilien im Einzelhandel. Hinzu kommt ein in Europa immer weiter zunehmender Druck zu staatlichen Eingriffen in die Preissetzung auf dem Wohnimmobilienmarkt. Auch im Technologiebereich werden Rufe nach Regulierung immer lauter. Zudem deutet sich an, dass mehr und mehr Investoren neben den Wachstumsaussichten auch wieder die Profitabilität der Unternehmen stärker in den Fokus stellen. Dies könnte vor allem die hohen Bewertungen starker Wachstumstitel, die sich noch nicht in der Gewinnzone befinden, unter Druck setzen.

These 10: Alle Prognosen stehen und fallen mit dem Handelskonflikt.

Der Handelskonflikt zwischen China und den USA bleibt das allesentscheidende Thema für die globalen Kapitalmärkte. Der Konflikt hat nicht nur direkte Auswirkungen auf die weltweiten Warenströme, sondern ebenso auf den Optimismus der Konsumenten, die Investitionsfreude von Unternehmen sowie die Risikoneigung von Anlegern am Kapitalmarkt. Die getroffenen Prognosen sind vor diesem Hintergrund großen Unsicherheiten ausgesetzt.

Alle hier dargestellten Einschätzungen basieren auf dem Hauptszenario, dass es zwischen den beiden Großmächten entweder zu einer teilweisen Einigung in einigen Bereichen kommt, oder zumindest keine weitere Verschärfung des Handelskonflikts stattfindet. In einem solchen Szenario wäre einerseits die fundamentale Ausgangslage, wie etwa die Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern, deutlich freundlicher und andererseits die Risikoneigung bei Investoren offensiver.

Es besteht jedoch auch die Möglichkeit, dass die Verhandlungen scheitern und es zu einer weiteren Eskalation zwischen China und den USA kommt, die sich unter Umständen auch auf andere Länder ausbreiten kann. In einem solchen **extremen und weniger wahrscheinlichen Szenario** würden sich viele Aussagen dieses Aktienausblicks umdrehen. So würde dann wahrscheinlich der US-Aktienmarkt outperformen, Value wäre weniger gefragt und Emerging Markets dürften bei einer Zuspitzung des Handelskonfliktes abgestoßen werden.

These 11: Wir erwarten den DAX zum Jahresende bei 14.400 Punkten.

Die weltweiten Frühindikatoren für das Verarbeitende Gewerbe deuten aktuell eine Bodenbildung an. Wir erwarten, dass es im Verlauf dieses Jahres zu weiteren Verbesserungen in der Industrie kommt. Hiervon dürfte die Gewinnentwicklung der zuletzt stark gebeutelten deutschen Unternehmen profitieren. Analysten erwarten für 2020 aktuell 13,3 Prozent Gewinnwachstum. Aufgrund der niedrigen Basis in diesem Jahr halten wir eine Gewinnwachstumsrate in einer solchen Größenordnung durchaus für realistisch. Wir gehen von einem Wachstum von zwölf Prozent aus.

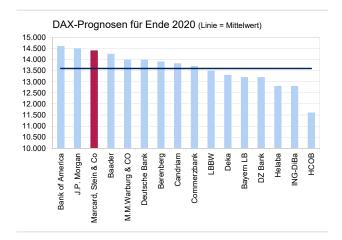
Bewertungsseitig dürfte allerdings das von uns erwartete steigende Zinsniveau für Gegenwind sorgen. Möglicherweise rückläufige Eigenkapitalrisikoprämien dürften nicht ausreichen, um den Zinseffekt zu kompensieren. Wir schätzen den negativen Bewertungseffekt auf etwa sechs Prozent.

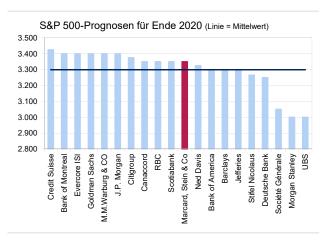
Gleichzeitig werden die DAX-Unternehmen wahrscheinlich eine Dividendenrendite von etwa drei Prozent im aktuellen Jahr zahlen. Diese wird bei der Kursberechnung des deutschen Leitindex mit berücksichtigt.

Im Ergebnis ergibt sich eine prognostizierte Performance von etwa neun Prozent (inkl. Dividenden). Damit errechnet sich ein **Kursziel von 14.400 Punkten**.

These 12: Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende bei 3.350 Punkten.

Unsere Analysen haben ergeben, dass das Momentum der Gewinnentwicklung der US-amerikanischen Unternehmen wahrscheinlich noch bis Mitte des Jahres negativ sein wird. Selbst wenn es in der zweiten Jahreshälfte noch zu einer Belebung des Gewinnwachstums kommen sollte, dürfte die Zuwachsrate auf das Gesamtjahr gering ausfallen. Die aktuell von den Analysten erwartete Wachstumsrate von 9,5 Prozent halten wir für zu optimistisch. Realistischer ist unseres Erachtens eine Gewinnwachstumsrate von fünf Prozent. Da wir auch eine Nettoreduktion der ausstehenden Aktien durch Rückkaufprogramme um etwa zwei Prozent erwarten, sollten die Gewinne pro Aktie um etwa sieben Prozent wachsen.





Bewertungsseitig dürfte der US-Aktienmarkt etwas unter Druck kommen. Leicht steigende Zinsen bei ohnehin ambitionierten Bewertungen werden unseres Erachtens für einen negativen Bewertungseffekt sorgen und das Gewinnwachstum fast vollständig konterkarieren. Größere Einbrüche der Bewertungsmultiplikatoren sollten aber durch die US-Wahlen limitiert sein, da im Wahljahr in den USA traditionell eine eher aktionärsfreundliche Politik vom amtierenden Präsidenten zu erwarten ist.

Die Dividendenrenditen werden mit circa zwei Prozent in etwa auf dem Niveau des Vorjahres bleiben.

Im Ergebnis erwarten wir den S&P 500 zum Jahresende nur leicht höher bei etwa 3.350 Punkten.

#### Aktienmarkt: Maßnahmen

# Maßnahme 1: Aktienquote im Vergleich zu anderen Assetklassen neutral gewichten

Zwar zeigen Aktien im Vergleich zu anderen Anlageklassen eine relativ positive Renditeerwartung, die Aussichten sind jedoch stark abhängig von politischen Entwicklungen. Vor allem das weitere Vorgehen im Handelskonflikt zwischen den USA und China wird das Marktumfeld bestimmen. Um stärkere Abhängigkeiten von diesen nicht-prognostizierbaren Entwicklungen zu vermeiden, sollte die Aktienquote in Bezug auf die strategische Allokation neutral gewichtet werden.

# Maßnahme 2: Das Untergewicht europäischer Aktien gegenüber US-Titeln abbauen

Europäische Aktien weisen in diesem Jahr ein größeres Aufholpotenzial bei gleichzeitig geringeren Bewertungsrisiken auf. Vor allem eine nicht weiter expandierende Geldpolitik spricht für die eher Value-lastigeren Märkte des alten Kontinents. Da die politischen Risiken jedoch erhöht bleiben und die Einschätzung weitestgehend vom Verlauf der Handelsgespräche zwischen China und den USA abhängt, empfehlen wir lediglich eine neutrale Quote europäischer Aktien.

# Maßnahme 3: Das Untergewicht von Value gegenüber Growth reduzieren

Die stärkere Zinssensitivität von hochbewerteten Wachstumswerten spricht in einem Umfeld leicht steigender Zinsen für Aufholpotenzial im Value-Segment.

# Maßnahme 4: Zyklische gegenüber defensiven Sektoren übergewichten

Im Zuge stark fallender Zinsen haben viele defensive Sektoren eine signifikante Multiple-Expansion über die letzten Jahre erfahren, ohne dabei mehr Wachstum zu generieren. Da wir nicht von weiteren Zinssenkungen ausgehen, stellen die hohen Bewertungen ein Risiko dar. Viele zyklische Segmente bewegen sich hingegen nahe oder sogar unter den Bewertungen im historischen Durchschnitt. Vor allem die Sektoren Automobil, Banken und Telekom erscheinen relativ attraktiv. Risiken haben sich dagegen insbesondere in den Bereichen Technologie, Nahrungsmittel und Immobilien aufgebaut.

#### Maßnahme 5: Schwellenländeraktien übergewichten

Im Jahr 2020 dürften die Schwellenländer der Wachstumsmotor der Weltwirtschaft sein. Historisch zeigt sich, dass eine Ausdehnung der Wachstumsdifferenzen zwischen Industrie- und Schwellenländern oft auch zu einer relativen Outperformance von Schwellenländeraktien führt. Da aber auch hier die Entwicklung stark vom Handelskonflikt zwischen China und den USA abhängig ist, empfehlen wir lediglich ein leichtes Übergewicht.

# Maßnahme 6: Taktische Entscheidungen an politische Entwicklungen anpassen

Die Visibilität im Jahr 2020 ist gering. Vieles hängt von politischen Entscheidungen ab, die nicht langfristig vorherzusehen sind. Investoren sollten ihr Portfolio daher trotz nuancierter Wetten insgesamt breit aufstellen und zu einseitige Gewichte vermeiden. Gegebenenfalls müssen Positionen im Jahresverlauf aufgrund sich ändernder politischer Rahmenbedingungen angepasst werden.

### Strategiebeitrag Aktienmarkt in 2020

Aktien werden im Jahr 2020 eine der wenigen liquiden Anlageklassen mit positiver Renditeerwartung sein. Zur Erreichung der Gesamtportfolioziele sowie zum realen Kapitalerhalt ist eine signifikante Aktienquote trotz des weiter hohen politischen Risikos unerlässlich. Die Anlageklasse Aktien ist im Cross-Asset-Vergleich zudem noch relativ fair bewertet und bietet eine angemessene Risikovergütung.

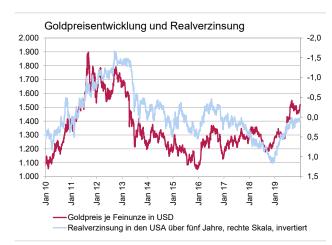
#### **Rohstoffmarkt: Gemischte Aussichten**

These 1: Der Goldpreis liegt am Jahresende bei 1.600 US-Dollar je Feinunze.

Gold gehörte im letzten Jahr zu den größten Profiteuren der geldpolitischen Wende der Notenbanken. Der Preis einer Feinunze konnte um rund 18 Prozent kräftig zulegen. Damit reihte sich das gelbe Metall in den Reigen von Anlageklassen ein, die im letzten Jahr mit ihrer Wertentwicklung die Anleger erfreut haben.

### Das Zinsumfeld für Goldanleger bleibt günstig

Der Preisanstieg dürfte sich zwar fortsetzen, sich aber etwas abschwächen, denn die Notenbanken werden zunächst die Ergebnisse ihrer monetären Unterstützung abwarten wollen. In unserem Hauptszenario erwarten wir von der US-Notenbank **keine Veränderung ihres Zinssatzes**. Dennoch bleibt das Zinsumfeld für Goldanleger günstig. Vor allem die anhaltend **tiefen Realzinsen in den USA**, die bis zu einer Laufzeit von zehn Jahren nur wenige Zehntelprozent oberhalb der Nulllinie notieren, machen Gold als Alternative zu Anleihen attraktiv.



Zwar erwarten wir für die USA einen moderaten Anstieg der langfristigen Zinsen, allerdings dürfte dieser in gleichem Umfang von einem Anstieg der Inflationserwartungen kompensiert werden, die im Bereich von zehn Jahren nur 1,8 Prozent betragen. Dies liegt erstens unterhalb des Inflationsziels der Fed, zweitens unterhalb der momentanen Inflationsrate von 2,1 Prozent und drittens unterhalb der Analystenschätzungen bezüglich der Inflation für dieses Jahr von 2,1 Prozent. Gleichzeitig rechnen wir damit, dass sich in diesem Jahr der US-Dollar etwas schwächer entwickelt.

Da **Gold als Ersatzwährung zum US-Dollar** fungiert, steigt der Goldpreis in der Regel, wenn der US-Dollar abwertet.

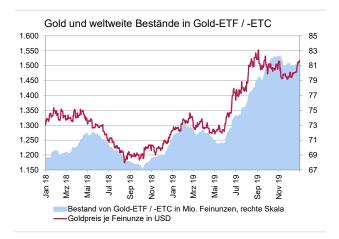
Ein weiteres Argument für Gold ist die Rolle des Edelmetalls als **sicherer Hafen**. Gold ist ein ideales Investment, um das Vermögen gegen stärkere Schwankungen an den Aktienmärkten abzusichern, die in diesem Jahr beispielsweise von der Wahl in den USA, den Handelsstreitigkeiten oder den konjunkturellen Unsicherheiten kommen könnten. Auch sind entgegen unseren Erwartungen weitere Zinssenkungen in den USA nicht auszuschließen, was wiederum den US-Dollar stärker unter Druck setzen könnte. In diesem Fall kann Gold helfen, das Portfolio **wetterfest** zu machen und mögliche Performanceeinbußen auf der Währungs- und Aktienseite zu kompensieren.

Für Gold spricht auch die hohe Nachfrage der globalen Notenbanken, die ein wichtiger Spieler auf dem Goldmarkt sind, da sie einen Teil der Währungsreserven in Gold anlegen. Die globalen Notenbanken haben im Jahr 2019 ein Mehrjahreshoch bei den Goldkäufen erzielt und in den ersten drei Quartalen 2019 bereits 547,5 Tonnen erworben. Viele Schwellenländer investieren verstärkt in Gold, um sich weniger abhängig von einer erratischen US-Politik zu machen.

Ein Grund für die hohe Nachfrage ist auch bei den Notenbanken die **Sicherheit**, die Gold im Vergleich mit anderen Anlageklassen verspricht. Darauf hat die niederländische Notenbank auf für eine Zentralbank bemerkenswerte Art und Weise hingewiesen. Auf ihrer Internetseite schreibt sie:

"Aktien, Anleihen und andere Wertpapiere sind nicht ohne Risiken und die Preise können sinken. Aber ein Barren Gold behält seinen Wert auch in Krisenzeiten. Deswegen haben Zentralbanken wie die Niederländische Notenbank traditionell bemerkenswerte Mengen an Gold angehäuft. Gold ist das perfekte Sparschwein – es ist der Anker des Vertrauens für das Finanzsystem. Wenn es kollabiert, können die Goldbestände als Basis dafür dienen, es wieder aufzubauen. Gold untermauert das Vertrauen in die Bilanz der Zentralbank und schafft ein Gefühl von Sicherheit."

Dabei ist der **Preis für diese Sicherheit in Form entgangener Erträge** angesichts der tiefen Realzinsen aktuell gering. Unterstützung erhält die Nachfrageseite auch von den ETF-Anlegern, die ihre Bestände deutlich aufgestockt haben, während die Konjunkturschwäche in China und Indien die Schmucknachfrage belastet.



Von der Angebotsseite kommen gemischte Signale. Auf der einen Seite stieg durch den Goldpreisanstieg der Anreiz für viele Personen, Altgold zu veräußern. Dies führte dazu, dass das Angebot von recyceltem Gold im dritten Quartal 2019 im Vergleich zum Vorjahresquartal um zehn Prozent anstieg. Dagegen war die Minenförderung im selben Zeitraum nahezu konstant. Für dieses Jahr rechnen wir allerdings damit, dass die Minenbetreiber aufgrund des hohen Goldpreises ihre Produktion ausweiten und damit für ein höheres Angebot sorgen.

Gold bleibt trotz eines erwarteten höheren Angebots gut gestützt. Das Umfeld stärkerer politischer Risiken, einer unsicheren konjunkturellen Entwicklung sowie der tiefen bzw. teils negativen Zinsen macht das gelbe Metall auch in diesem Jahr zu **einer begehrten Anlageklasse**. Ein derart starker Rückgang der Realzinsen wie im Jahr 2019 wird sich allerdings kaum wiederholen, sodass nur noch ein moderater Preisanstieg zu erwarten ist.

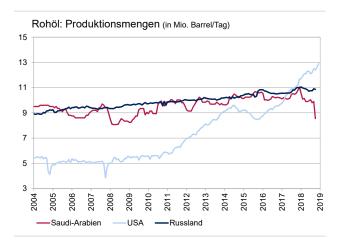
These 2: Der Preis eines Barrels WTI steigt zum Jahresende leicht auf 65 US-Dollar an.

Wie der Aktienmarkt erholten sich auch die Rohölpreise im letzten Jahr nach dem starken Einbruch im Schlussquartal 2018 kräftig. Im Gegensatz zu den meisten Aktienmärkten konnten die alten Höchststände allerdings nicht wieder erreicht werden.

#### Die USA fluten den Ölmarkt

Anleger machen sich vor allem Sorgen um ein anhaltendes **Überangebot an Rohöl**. Denn der Rohölmarkt ist gut versorgt. Vor allem die Staaten außerhalb der OPEC weiten ihre Produktion weiter aus. Dazu gehören in erster Linie die USA, die ihre Fördermengen auf immer neue Rekordwerte treiben und zum größten Produzenten von Rohöl geworden sind.

Der große Vorteil des Landes im globalen Wettbewerb sind die durch technologische Fortschritte gefallenen Kosten der unkonventionellen Förderungen von Öl und Gas durch Fracking-Technologien. Allerdings liegen die Förderkosten je nach Abbaustelle nur etwas unter dem aktuell recht niedrigen Ölpreis, was gegen eine weitere massive Ausweitung der Förderung wie in den letzten Jahren spricht. Die Anzahl der aktiven Förderstätten ist bereits rückläufig und signalisiert damit gegen Ende des Jahres eine sich abschwächende Förderung.



Die Internationale Energieagentur (IEA) schätzt, dass die Staaten außerhalb der OPEC ihre Förderung in diesem Jahr um 2,3 Mio. Barrel pro Tag ausweiten werden. Die **OPEC** reagiert darauf mit Förderkürzungen. Zuletzt wurde im Dezember verabredet, die Produktion um 500.000 Barrel täglich zu verringern. Allerdings dürfte dieser Schritt nicht ausreichen, um den Ölmarkt auszugleichen, denn dem aktuellen Angebot von 29,7 Mio. Barrel Rohöl der OPEC-Staaten steht lediglich eine Nachfrage nach OPEC-Öl von 28,3 Mio. Barrel entgegen.

Die Prognosen für die Ölnachfrage nimmt die IEA anhand der Wachstumsschätzungen des IMF für die Weltkonjunktur vor, die bei 3,4 Prozent liegt. Da wir ebenfalls mit diesem Wert rechnen und die OPEC-Kürzungen zu gering ausfallen, leitet sich zumindest für das erste Halbjahr ein **leichtes Überangebot** ab. Dennoch könnten die Rohölpreise etwas ansteigen, wenn sich gegen Jahresende der momentane Rückgang der aktiven Bohrstätten in den USA in der Produktion bemerkbar macht. Auch der **schwächere US-Dollar** dürfte für einen Preisanstieg sorgen.

These 3: Industriemetalle tendieren seitwärts.

Trotz eines risikofreudigen Umfelds in diesem Jahr kamen die Industriemetalle nicht vom Fleck. Der Grund ist schnell ausgemacht. Das langsamere Wachstum in China und der Handelskonflikt haben die Nachfrage spürbar gedämpft. Insbesondere der **schleppende Absatz von Autos** machte den Metallen zu schaffen.

In diesem Jahr wird es vermutlich zwar etwas mehr Nachfrage auf den Märkten für Industriemetalle geben. So erwarten wir, dass es bei den Industrieunternehmen zu einer zyklischen Erholung kommen wird und rechnen für das globale Wachstum immerhin mit einem Wert von 3,4 Prozent. Allerdings ist nach Schätzungen verschiedener Rohstoffverbände bei vielen Rohstoffen mit einem zu hohen Angebot zu rechnen.

# Kupfer mit erwartetem Angebotsüberschuss

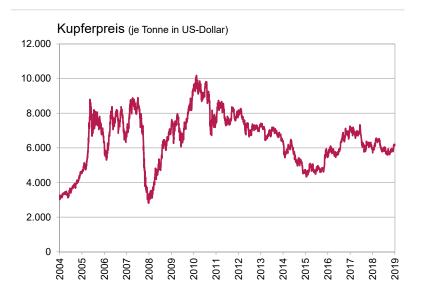
Beim wichtigsten Industriemetall Kupfer erwartet die International Copper Study Group, dass im Jahresverlauf ein Angebotsüberschuss von etwa 280 Tausend Tonnen bestehen wird. Der Überschuss entsteht demnach durch eine Angebotsausweitung, die größer als der Nachfrageanstieg ausfällt. Neue Minen in Indone-

sien, Afrika und Panama dürften den Markt gut versorgen.

Auf der anderen Seite steht allerdings, dass der Kupferpreis nur marginal über den Produktionskosten von 6000 US-Dollar je Tonne liegt. Viele Produzenten könnten aufgrund der geringen Preise die Förderung kürzen und vor allem Minen mit höheren Förderkosten stilllegen. Auch Investitionen in die Minen machen in dem aktuellen Preisumfeld vielerorts wenig Sinn. Die politische Situation in Chile hat außerdem bereits im letzten Jahr die Produktion belastet und könnte auch in diesem Jahr dafür sorgen, dass das Angebot geringer als erwartet ausfällt. Bei den anderen Metallen ist das Bild ähnlich. Lediglich bei Nickel und Zinn zeichnet sich ein geringes Angebotsdefizit ab.

Kupfer dürfte aber vor allem **perspektivisch** eine **wichtige Rolle** spielen und vom Megatrend der Elektrifizierung und Digitalisierung profitieren. Vor allem in Elektroautos spielt Kupfer eine wichtige Rolle.

Eine Erholung der Preise für Industriemetalle ist noch nicht in Sicht.



#### Rohstoffe: Maßnahmen

# Maßnahme 1: Gold sollte leicht übergewichtet werden.

Gold dürfte von den anhaltend **tiefen Realzinsen** profitieren und bietet sich als **Versicherung** gegen einen Anstieg der Volatilität an den Aktienmärkten an.

### Maßnahme 2: Rohöl sollte neutral gewichtet werden.

Rohöl hat zwar eine leicht **positive Ertragserwartung**, die allerdings mit einem **sehr hohen Risiko** einhergeht. Das Rendite-Risiko-Profil ist nicht attraktiv. Allerdings kann Rohöl gegen einen überraschend starken **Anstieg der Inflation** oder gegen einen aus **Nahost kommenden Anstieg der geopolitischen Risiken** helfen, sodass eine Untergewichtung ebenfalls nicht anzuraten ist.

# Maßnahme 3: Industriemetalle sollten leicht untergewichtet werden.

Die Märkte für viele Industriemetalle befinden sich in einer gut versorgten Situation, sodass Preisanstiege nur bei einem überraschend starken Anstieg der Konjunktur wahrscheinlich sind.

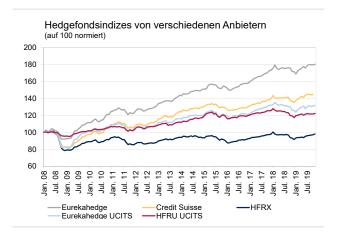
### Strategiebeitrag Rohstoffmarkt in 2020

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

### Hedgefonds: In 2020 wieder gefragter

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 angestrebte Volatilität vergleichsweise gering sein soll. Das zu erwartende Rendite-Risiko-Profil der meisten Hedgefonds sollte daher im Allgemeinen sehr attraktiv sein. In der Aktien-Sell-Off-Phase zum Ende 2018 konnten sich viele Hedgefonds aber anders als erwartet nicht im negativen Markt behaupten und verloren ebenso deutlich an Wert.

Nachdem das Hedgefondssegment in der Gesamtheit seine Versprechungen an die Anleger gerade in der Stressphase zum Jahresende 2018 nicht einhalten konnte, erfolgten im letzten Jahr signifikante Abflüsse aus der Anlageklasse. Da gleichzeitig auch die US-amerikanischen Geldmarktzinsen eine positive reale Verzinsung aufwiesen, verlor das Hedgefondssegment deutlich an Attraktivität.



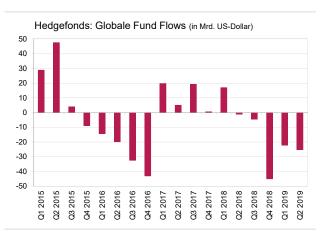
Die Besonderheit bei Hedgefonds im Vergleich zu den traditionellen Anlageklassen ist, dass der Großteil der **Performance vom Manager und nicht vom Markt abhängt**. Bei tatsächlich marktneutralen Produkten liegt der Manageranteil an der Performance konzeptionell bei 100 Prozent. Dies macht die Vergleichbarkeit einzelner Strategien schwierig. Zwar gibt es einschlägige Indizes, die versuchen, den Hedgefondsmarkt abzubilden, dabei ist aber auch hier die Aussagekraft nur sehr begrenzt. So sind viele dieser Indizes selbst-berichtet durch die Hedgefonds und es gibt starke Unterschiede bei den Gewichtungen und der Frequenz der Daten. Zur Einschätzung, ob eine Hedgefondsquote im Portfolio Sinn ergibt, ist die Benutzung der

Indizes wenig zielführend. Vielmehr müssen die Konzeption sowie die Fähigkeiten des Managements von jedem infrage kommenden Investment einzeln evaluiert werden.

Die schwache Performance über die letzten Jahre, der hohe Evaluationsaufwand in der Managerselektion, die spezifischen notwendigen Kenntnisse sowie die Komplexität der Produkte führen dazu, dass viele Investoren der Assetklasse immer noch skeptisch gegenüberstehen.

These 1: Im Jahr 2020 wird es wieder Nettozuflüsse in Hedgefonds-Strategien geben.

Hedgefonds-Strategien steigen vor allem dann in der Attraktivität, wenn die erwarteten Renditen am Aktienmarkt relativ gering sind und auf der Anleiheseite wenig oder sogar negatives Renditepotenzial vorhanden ist. Investoren sind in solchen Phasen auf der Suche nach Alternativen, um ihr Portfolio breiter aufzustellen und neue Renditequellen zu erschließen. Im Jahr 2020 dürften die Aktienmarktrenditen moderat ausfallen, während sich das globale Zinsniveau im Vergleich zum Vorjahr verringert hat. Die Zinssenkungen der US-Notenbank auf einen Korridor von 1,50 bis 1,75 Prozent haben die Realverzinsung auch im US-Dollar wieder gegen Null gehen lassen. Hinzu kommt, dass die politischen Risiken erhöht bleiben und Prognosen nur mit einer geringen Konfidenz möglich sind. Eine Anlageklasse, die in einem solchen Umfeld per Konzeption positive Renditen erzielen kann, dürfte daher wieder vermehrt in den Anlegerfokus geraten und Nettozuflüsse verzeichnen.



Profitieren könnten insbesondere **Volatilitätsstrategien**, die bereits in den vergangenen Jahren ein gestiegenes In-

vestoreninteresse erfahren haben. Vor allem die Ansätze, bei denen Volatilität implizit verkauft wird, bieten sich in dem erwarteten Marktumfeld an. Politische Unsicherheiten dürften immer wieder zu zwischenzeitlichen Volatilitätsanstiegen führen, während die Gesamterwartung für die Aktienmärkte leicht positiv ist. Über die Vereinnahmung von Optionsprämien sollte sich bei richtiger Implementierung ein attraktives Rendite-Risiko-Profil erzielen lassen. Vola-Strategien dürften daher in diesem Jahr weitere Zuflüsse verzeichnen. Anleger sollten sich aber bewusst sein, dass Vola-Strategien hohe Extremrisiken haben und insbesondere in negativen Märkten oft ein positives Markt-Beta aufweisen.

These 2: Die Gebühren werden auch im Jahr 2020 weiter sinken.

Die "klassische" Gebührenstruktur im Hedgefonds-Bereich ist 2/20. Das heißt, typischerweise werden zwei Prozent Managementgebühr und zwanzig Prozent Performance-Fee verlangt. Die Daten zeigen jedoch, dass solch hohe Gebühren nur noch von den wenigsten durchzusetzen sind. Nach Zahlen von Eurekahedge verlangten im Jahr 2006 aufgelegte Hedgefonds noch eine Managementgebühr von durchschnittlich 1,59 Prozent. In der ersten Jahreshälfte 2019 betrug dieser Wert nur noch 1,18 Prozent. Ebenso dramatisch ist die Entwicklung bei den veranschlagten Performance-Fees. Wurden hier im Jahr 2006 noch circa 18 Prozent fällig, liegen die durchschnittlichen Performance-Gebühren nur noch bei 14,45 Prozent. Auffällig ist, dass die Preissensitivität in Europa höher zu sein scheint als in anderen Regionen der Welt. Hier sind die durchschnittlich verlangten Fees vor allem bei der performanceabhängigen Vergütung geringer als anderswo.

These 3: Die Performance marktneutraler Strategien wird im Jahr 2020 unter dem langjährigen Durchschnitt liegen.

Marktneutrale Strategien haben den Anspruch reines Alpha zu generieren, das heißt eine Rendite, die vom Marktgeschehen unabhängig ist. In der Theorie ist für die meisten dieser Ansätze gar kein Nettoinvestment notwendig, da in etwa die gleiche Summe investiert wird, die auf der Short-Seite verkauft wird. In der Praxis ist das Investment aber meist mit Kapital unterlegt. Dieser Kapitalstock wird

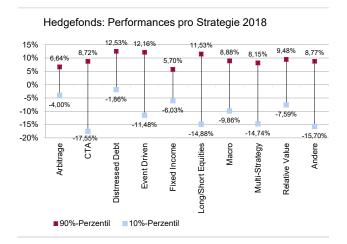
dabei oft in kurzfristigen Anleihen angelegt. In der Vergangenheit sorgten positive Zinsen bei marktneutralen Managern damit für einen zusätzlichen Performance-Beitrag. Da das Zinsniveau mittlerweile deutlich geringer als vor einigen Jahren ist, und in Europa sogar negativ, fällt diese Performancequelle weitestgehend weg. Der Durchschnittsertrag marktneutraler Strategien dürfte daher deutlich unter dem langjährigen Mittel liegen.

These 4: Die Managerselektion, nicht die Strategie, entscheidet über Erfolg und Misserfolg im Hedgefondsbereich.

Anders als bei klassischen Anlageklassen hängt die Performance von Hedgefonds nicht hauptsächlich von der allgemeinen Marktentwicklung, sondern vielmehr vom Können des jeweiligen Managers oder des Fonds-Konzepts ab.

So hat zum Beispiel die positive Gesamtaktienmarktperformance im Jahr 2019 dazu geführt, dass selbst die schlechtesten Aktienmanager im Segment flexibler US-Aktien in der Datenbank des Anbieters Morningstar noch eine positive Rendite erzielten. Diesen Markteffekt gibt es bei den marktneutralen Hedgefondsstrategien per Definition nicht. Dementsprechend hat der schwächste Manager marktneutraler Aktienstrategien im Vorjahr trotz der positiven Aktienmärkte einen Verlust von über 25 Prozent erlitten. Es ist für die Performance völlig irrelevant, in welcher Anlageklasse der Hedgefondsmanager engagiert ist. Einzig die Fähigkeiten des Managers, (relative) Opportunitäten zu erkennen, sind für den Anlageerfolg entscheidend.

In der Realität weisen viele Hedgefonds aber oftmals ein kleines Beta zu gewissen Anlageklassen auf. Hierdurch wird versucht, von einer Marktprämie zu profitieren. Sollte der Hintergrund eines Hedgefonds-Engagements jedoch die Unkorreliertheit der Renditen zu anderen Assetklassen sein, muss jeder Manager auf mögliche Beta-Risiken genau untersucht werden. Selbst wenn es so gelingen sollte, einen vielversprechenden Manager zu identifizieren, ist der Investmenterfolg damit noch nicht garantiert. Zum einen muss der selektierte Hedgefonds **investierbar** sein (die meisten guten Manager sind für Neuinvestoren geschlossen) und zum anderen muss der Erfolg auch **in der Zukunft replizierbar** sein.



Ein Blick auf die Historie zeigt aber, dass nur wenige Fondsmanager kontinuierlich und nachhaltig positives Alpha generieren können. 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, sollten deren Ansätze vor Nachahmereffekten in gewisser Weise geschützt sein.

### Hedgefonds: Maßnahmen

# Maßnahme 1: Hedgefonds leicht übergewichten

Hedgefonds können einen Diversifikationsbeitrag im Portfolio leisten. Die relative Attraktivität hat aufgrund der Entwicklung am Anleihemarkt wieder zugenommen.

### Maßnahme 2: Vola-Strategien übergewichten

Das aktuell erwartete Marktumfeld mit moderaten Aktienmarktrenditen bei weiterhin erhöhten Volatilitäten spricht für Vola-Strategien. Anleger sollten sich dabei auf die Ansätze konzentrieren, die implizit Volatilität verkaufen und sich darüber im Klaren sein, dass diese Strategien in der Regel nicht vollständig beta-neutral sind.

# Maßnahme 3: Marktunabhängige Strategien trotz geringer Performance-Erwartung neutral gewichten

Die Prognosen in diesem Jahr sind mit hohen Unsicherheiten belastet. Strategien, die sich unabhängig von der unterliegenden Marktentwicklung zeigen, können einen wichtigen Beitrag leisten, um den gewünschten Diversifikationseffekt zu erzielen.

# Maßnahme 4: 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 Hedgefondsmarkt in 2020

Hedgefonds sind im Jahr 2020 aufgrund des gesunkenen Zinsniveaus wieder eine wichtige Diversifikationskomponente im Portfolio. Vor allem konservative Hedgefondsstrategien sollten dabei eher als Stabilitätsanker denn als Renditebaustein verstanden werden.

# JAHRESAUSBLICK 2020: VERMÖGENSKLASSE IMMOBILIEN

These 1: Deutsche Wohnimmobilien – Die Angebotsmieten haben 2019 ihren Höhepunkt erreicht.

Der deutsche Wohnimmobilienmarkt erfordert eine zunehmend differenzierte Betrachtung. Der uneingeschränkt positive Wachstumstrend in Bezug auf Mieten und Preise gilt nicht mehr. Der Markt segmentiert sich.

Nach Zahlen des F+B Wohn-Index stagnieren die Neuvertragsmieten für Gesamtdeutschland (Durchschnitt der Mietenentwicklung für alle deutschen Gemeinden) seit dem ersten Quartal 2019 und weisen im Jahresvergleich per Q3 2019 nur noch ein Wachstum von 0,7 Prozent auf, mit sich abschwächender Tendenz. In 15 der 50 teuersten Städte Deutschlands sind die Mieten zuletzt gesunken. Auch bei den Bestandsmieten hat sich die Wachstumsdynamik weiter abgeschwächt und erreicht per Ende Q3 2019 gegenüber dem Vergleichsquartal des Vormonats gerade noch Inflationsniveau. Die Entkopplung der Mietpreisdynamik zwischen der Kernstadt und dem Umland lässt sich exemplarisch am Großraum Berlin aufzeigen: Im Stadtgebiet Berlin sind die Angebotsmieten im Jahresvergleich nur noch von 9,04 auf 9,06 Euro/m² gestiegen. Im Umland am Beispiel Potsdam sind im Vergleich dazu die Mieten von 7,96 auf 8,13 Euro/m² (plus zwei Prozent) oder in Ludwigsfelde sogar von 6,75 auf 7,30 Euro/m² und damit um acht Prozent gestiegen. Hier finden also Aufholprozesse statt, die auf ein massives Ausweichen der Nachfrager aus der Kernstadt ins Umland zurückzuführen sind. Die für Berlin beschriebenen Stadt-Umland Dynamiken lassen sich vergleichbar auch für andere deutsche Metropolen aufzeigen.

These 2: Deutsche Wohnimmobilien – In den Metropolregionen bleiben die Preise aufwärts gerichtet.

Die Preisentwicklung deutscher Wohnimmobilien ist zu unterscheiden nach der Preisentwicklung von Wohnimmobilien, die zur Eigennutzung erworben werden und von Immobilien, die aus Investmentüberlegungen heraus gehandelt werden. Das selbst genutzte Wohneigentum – ob Einfamilienhaus oder Eigentumswohnung – hat deutschlandweit im Preis weiter zugelegt und wir gehen davon aus, dass der Preistrend sich auch 2020 fortsetzt. Für den

Kapitalanleger ist das vermietete Mehrfamilienhaus, das sogenannte Zinshaus, von deutlich größerer Relevanz. Allerdings ist hier die Statistik deutlich weniger belastbar bzw. die statistische Grundgesamtheit vieler Auswertungen reduziert. Aus den verfügbaren Quellen entnehmen wir, dass insbesondere in kleinen und mittelgroßen Städten die Preisentwicklung eher seitwärts tendiert, während in den Metropolregionen die Renditen unter Druck bleiben. Insbesondere in den Speckgürteln der sieben größten deutschen Städte sind weiter fallende Renditen bzw. im Umkehrschluss steigende Preise nachzuweisen. Auf Basis von Daten von CBRE Research für das zweite Quartal 2019 für Wohnanlagen ab 50 Wohneinheiten lässt sich auch aufzeigen, dass die Kaufpreise pro Quadratmeter weiter zugelegt haben. Rückläufige Transaktionsvolumina lassen sich in erster Linie durch den Mangel an Produkten erklären. Für 2020 erwarten wir auf dem Investmentmarkt für Zinshäuser in den deutschen Großstadtregionen eine stabile bis weiter aufwärts gerichtete Preisentwicklung.

Für die besondere Marktsituation in Berlin in Folge des Senatsbeschlusses zum Mietendeckel verweisen wir auf die These 3.

These 3: Berliner Mietendeckel führt zu sinkenden Wohnimmobilienpreisen.

Der durch den Berliner Senat beschlossene Gesetzesentwurf zum sogenannten Mietendeckel sieht vor, die Wohnungsmieten in Berlin mit Stand vom 18. Juni 2019 einzufrieren. Demnach sind Mieterhöhungen nach diesem Stichtag nicht mehr zulässig, unabhängig davon, ob diese wirksam als Staffel- oder Indexmiete oder auf Grundlage der ortsüblichen Vergleichsmiete vereinbart wurden. Ausgenommen von dieser Regelung sind ausdrücklich nur Neubauten mit einer Bezugsfertigkeit ab 2014. Bestandsmieter können auf Antrag beim Bezirksamt eine Reduzierung der Miete beantragen. Voraussetzung dafür ist, dass die vertragliche Nettokaltmiete eine festgelegte Mietobergrenze (je nach Gebäudealter zwischen 3,92 bis 9,80 Euro/m²) um mehr als 20 Prozent übersteigt. Ist dies der Fall, wird die Miete auf die Mietobergrenze plus 20 Prozent abgesenkt.

Den größten finanziellen Einschnitt dürften Vermieter jedoch bei der Neuvermietung erleiden. Wird eine Wohnung in Berlin nach Einführung des Gesetzes neu vermietet, darf der Vermieter lediglich eine Miete bis zur festgelegten Mietobergrenze verlangen. Diese Mietobergrenze entspricht den Werten aus dem Berliner Mietenspiegel von 2013 unter Berücksichtigung eines pauschalen Inflationsausgleichs von 13,5 Prozent. Für eine moderne Ausstattung (Einbauküche, hochwertige Sanitärausstattung, etc.) darf der Vermieter pauschal einen Euro/m² mehr berechnen.

Von dem Gesetzesentwurf sind rund 1,5 Mio. Wohnungen betroffen: Dies sind alle frei finanzierten Mietwohnungen, die vor 2014 errichtet wurden. Nach der erfolgten Senatszustimmung muss noch das Abgeordnetenhaus zustimmen, womit Anfang 2020 gerechnet wird. Ein Inkrafttreten des Gesetzes könnte demnach noch im ersten Quartal 2020 erfolgen. Die Gesetzesvorlage sieht eine zeitliche Beschränkung auf zunächst fünf Jahre vor.

Das Gesetz wird in Politik und Medien extrem kontrovers diskutiert. Insbesondere die Frage, ob das Land Berlin überhaupt die Gesetzgebungskompetenz inne hat und der Eingriff in die Vertragsfreiheit verfassungsrechtlich zulässig ist, wird voraussichtlich auf dem Rechtsweg geklärt werden. Nichtsdestotrotz hat die Diskussion bereits jetzt spürbare Auswirkungen. Zahlreiche Vermieter haben einen Investitionsstopp für ihre Immobilien angekündigt oder bereits umgesetzt, da Investitionen nicht mehr über eine höhere Miete kompensiert werden können. Die Berliner Handwerkskammer gibt an, dass das Baugewerbe bereits Aufträge im mittleren zweistelligen Millionenbereich verloren hat.

Besonders betroffen von den Auswirkungen sind aufwendig sanierte Altbauten und Bestände in guten bis sehr guten Lagen Berlins. Bei den sanierten Altbauten besteht die höchste Differenz zwischen den heute erzielbaren Marktmieten und den zukünftig maximal zulässigen Höchstmieten. Die guten Lagen sind besonders betroffen, weil das Mietendeckelmodell kaum nach Lagequalitäten differenziert.

Eigentümern, die vom Mietendeckel betroffen sind, droht auch von der Finanzierungsseite her Ungemach. Einerseits dürften Banken in Folge der sinkenden Mieteinnahmen Anpassungen der Beleihungswerte vornehmen und entsprechende Eigenkapitalnachschüsse oder Zinsaufschläge verlangen. Andererseits könnte der reduzierte

Auswirkungen des Mietendeckels in Berlin – Beispielhafte Berechnung

Baujahr: Bis 1918 mit Sammelheizung und mit Bad  Hochwertige Ausstattung mit Einbauküche, Personenaufzug, Sanitärausstattung				
ÿ	Hochwertige Ausstattung mit Einbauküche, Personenaufzug, Sanitärausstattung			
Marktmiete: 14,00 €/m²	14,00 €/m²			
Neue 9,83 €/m² Obergrenzen 6,45 €/m² + 1 €/m² Ausstattung + 0,7 Lageaufschlag x 120 %	4 €/m²			
Mietobergrenze: -4,17 €/m² -30% Differenz zu Marktmiete				
Mietobergrenze 7,45 €/m² Obergrenze 6,45 €/m² + 1 €/m² Ausstattung				
Neuvermietung: -6,55 €/m² -47% Differenz zu Marktmiete				

Quelle: Eigene Berechnung

laufende Ertrag nicht mehr ausreichen, um den Kapitaldienst in voller Höhe zu leisten.

Bereits heute beobachten wir, dass vermehrt Wohnungsbestände auf den Markt kommen. Möglicherweise hoffen Verkäufer, dass der Markt die Folgen des Mietendeckels noch nicht vollständig eingepreist hat. Entfaltet der Mietendeckel aber erst seine volle Wirksamkeit, dürften aus benannten Gründen diverse Eigentümer in Nöte kommen und gezwungen sein, ihre Bestände zu veräußern. Wir erwarten deshalb, dass die Preise im Bestand nachgeben. Investoren mit einem langfristigen Anlagehorizont können daraus einen Vorteil ziehen. Bei einer reduzierten Wettbewerbssituation verbessern sich die Chancen, hochwertige Bestände zu fairen Konditionen einkaufen zu können. Voraussetzung ist hierbei, dass die Bestände auf Basis der neuen Mietobergrenzen eingepreist werden und die Objekte keinen Investitionsstau aufweisen, der Nachinvestitionen in größerem Umfang notwendig macht.

These 4: Die Regionalisierung der regulativen Rahmenbedingungen der Immobilienmärkte drängt ausländisches Kapital aus dem Markt.

Der Mietendeckel in Berlin ist nur ein prominentes Beispiel dafür, dass die Politik auf Herausforderungen am Immobilienmarkt mit lokalen Lösungsansätzen reagiert. Weitere Beispiele liefert die Grundsteuerreform. Sie wurde im November 2019 vom Bundesrat verabschiedet. Ab 2025 wird die Grundsteuer dann auf neuer Berechnungsbasis erhoben. Neben der Berücksichtigung aktueller Daten der Bodenwerte, des Mietniveaus sowie des Gebäudes ermöglicht eine Öffnungsklausel den Bundesländern eigene Grundsteuermodelle. Einzelne Bundesländer haben bereits eine eigene Herangehensweise angekündigt. Im Ergebnis könnten bundesweit bis zu 16 unterschiedliche Modelle zur Ermittlung der Grundsteuer entstehen. Um der

Wohnungsknappheit und dem Bedarf für bezahlbaren Wohnraum in den Metropolregionen zu begegnen, haben die Bundesländer regionale Förderprogramme mit unterschiedlichen Förderbedingungen und Ansätzen aufgesetzt. Das Land Schleswig-Holstein fördert beispielsweise die Erstellung von preisgebundenem Wohnraum neben zinsgünstigen Förderdarlehen mit einem Zuschuss je Quadratmeter Mietfläche von bis zu 375,- Euro. Hamburg legt den Fokus auf eine Verlängerung der Mindestbindungszeit von 15 auf 20 Jahre und investiert über die stadteigene Wohnungsgesellschaft Saga in den Wohnungsneubau im sogenannten ersten und zweiten Förderweg. In Niedersachsen wird verstärkt mit Tilgungsnachlässen und einer Anhebung der berücksichtigungsfähigen Gesamtkosten gearbeitet. Die Vergabe von begünstigten Krediten erfolgt in jedem Land durch die jeweilige Förderbank und die **Vergabe der Zuschüsse** über die jeweiligen Ministerien ohne einen bundeseinheitlichen Standard.

Die individuellen Kenntnisse der lokalen Rahmenbedingungen sind im Transaktionsprozess und Asset Management eine Grundvoraussetzung zur Vermeidung von Fehlinvestitionen und zur Sicherung des Anlageerfolgs über die gesamte Bestandsphase. Ausländische Investoren ziehen sich zunehmend aus dem deutschen Wohnimmobilienmarkt zurück. Der Anteil von internationalen Investoren auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt gemessen am Transaktionsvolumen betrug nach Zahlen von Jones Lang LaSalle 2019 nur noch elf Prozent. Im Fünfjahresschnitt waren es noch 23 Prozent. Dafür waren ausländische Investoren auf der Verkäuferseite zuletzt mit 48 Prozent vertreten. Wir vermuten, dass die zunehmend unüberschaubare und wenig vorhersehbare Regulierung hierfür ein bedeutender Grund ist.

These 5: Gewerbliche Immobilienmärkte Deutschland – Der Anlagenotstand wird die Preisentwicklung weiter stützen.

Wir erwarten, dass die Preise am deutschen Gewerbe-Immobilienmarkt in 2020 in den meisten Marktsegmenten weiter aufwärts gerichtet bleiben. Dies gilt trotz des verhaltenen Konjunkturausblicks. Der Grund dafür liegt im Zinsumfeld. Wegen der niedrigen Zinsen fallen Anleihen als Anlagealternative weitgehend aus. Der immer drängendere Bedarf für ordentliche Erträge zur Bedienung von eigenen Zahlungsverpflichtungen lässt institutionellen Anlegern

kaum Alternativen zur Investition in Immobilien, sodass die Fundamentaldaten in den Hintergrund rücken. Diskussionen über potenzielle Überbewertungen in spezifischen Sektoren bleiben somit akademisch.

# Büro-Spitzenrendite deutsche Metropolen – vor Kosten

Büro Spitzenrenditen deutsche Metropolen - vor Kosten

	Q3 2018	Q1 2019	Q3 2019
Berlin	2,90%	2,90%	2,75%
Düsseldorf	3,25%	3,20%	3,10%
Frankfurt	3,25%	2,95%	2,85%
Hamburg	3,05%	3,05%	2,95%
Köln	3,45%	3,20%	3,20%
München	3,20%	3,10%	3,00%
Stuttgart	3,30%	3,05%	2,95%
Gesamt	3,20%	3,06%	2,97%
			Ouelles Jenes Lang LaColle

Quelle: Jones Lang LaSalle

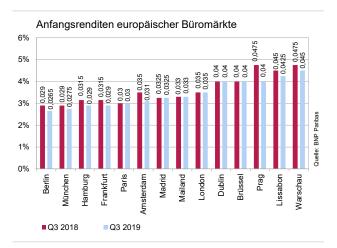
Dabei steht die auch von uns in den letzten Jahren immer wieder aufgeworfene Frage, wie bei Anfangsrenditen im Bürosegment in den deutschen Metropolen von unter drei Prozent vor Kosten – unter Berücksichtigung von Erwerbsnebenkosten sowie laufenden nicht umlagefähigen Kosten sowie Instandhaltungsbudgets - überhaupt noch positive Ergebnisse gezeigt werden können, weiter im Raum. Faktisch gelingt dies nur, wenn die Mieten und/oder die Preise in Zukunft weiter steigen. Diese Grundannahme braucht, wenn man den konjunkturellen Ausblick berücksichtigt, Mut. Für 2019 hat sich die Wachstumserwartung aber erneut bestätigt. Aufgrund der Flächenexpansion von Unternehmen gingen die Leerstände weiter zurück und bewegen sich nahe der Fluktuationsreserve (3,2 Prozent nach Zahlen von Jones Lang LaSalle für die sieben wichtigsten deutschen Büromärkte). Dementsprechend haben auch die Mieten im Jahresverlauf 2019 weiter zugelegt.

Die Rendite für Einzelhandelsimmobilien entwickelt sich dagegen uneinheitlich. Insbesondere Shopping Center verlieren in der Investorengunst, das Geschäftsmodell reagiert zunehmend sensibel auf die Angriffe aus der Online-Welt.

These 6: Gewerbliche Immobilienmärkte Europa – Das Preisniveau wird gehalten, London legt zu.

Vergleichbar zu Deutschland sehen wir über die führenden europäischen Büromärkte hinweg wenig Anzeichen dafür,

dass der Run auf Immobilien nachlässt. 2019 legten die Investmentumsätze in nahezu allen führenden europäischen Metropolen weiter zu. Limitierend wirkt allenfalls das verfügbare Angebot. Zwar stiegen die Preise bzw. fielen die Anfangsrenditen nicht mehr so dynamisch wie zuletzt, dennoch verzeichneten viele Standorte neue Preisrekorde.



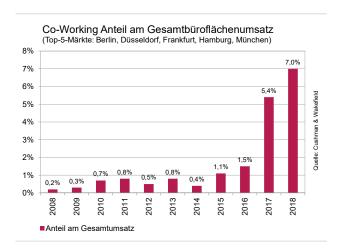
Gestützt wurde die Entwicklung zuletzt auch von einem fortgesetzt starken Vermietungsmarkt. Die Vermietungsumsätze lagen erneut deutlich oberhalb des langjährigen Durchschnitts und die Neubauproduktion hielt mit der Nachfrage nicht Schritt. Als Konsequenz legten die Mieten an den meisten Standorten weiter zu. Dabei neigen die Märkte länderübergreifend zur Konvergenz. Wir gehen davon aus, dass die europäischen Büromärkte ihr Renditeniveau auch 2020 halten werden.

Spannend bleibt die Entwicklung in London. Hier brach der Investmentumsatz 2019 um rund 40 Prozent gegenüber dem Vorjahr ein (basierend auf Zahlen von BNP Paribas für Q1 bis Q3 2019 gegenüber Q1 bis Q3 2018). Die Anfangsrenditen für Büros stagnieren seit drei Jahren bei 3,5 Prozent. Mit dem Wahlsieg von Boris Johnson hat nun aber die Unsicherheit über die Zukunft Großbritanniens ein wenig abgenommen. Bereits die starke Aufwertung der britischen Währung signalisiert, dass Investoren das Überwinden der Hängepartie hinsichtlich Verbleib oder Austritt des Landes aus der EU höher werten als die Unsicherheit aus noch nicht vereinbarten Handelsabkommen. Übertragen auf den Büromarkt sollte demnach auch das internationale Investorenkapital wieder stärker in den Markt drängen und die Investmentumsätze sowie die Preise nach oben treiben. Wir erwarten, dass sich der Büromarkt in London 2020 dynamischer entwickelt als die Metropolen auf dem europäischen Festland.

These 7: Trotz jüngster Verwerfungen auf Betreiberseite wird das Co-Working Segment weiter an Bedeutung gewinnen.

"Das Büro, wenn man es braucht": Das Geschäftsmodell der Co-Working Branche besteht darin, Büroflächen langfristig anzumieten, um diese mit ergänzenden Dienstleistungen zeitlich und räumlich flexibel unterschiedlichen Nutzergruppen anzubieten. Dies können Freiberufler sein, die für wenige Tage im Monat ein Büro benötigen oder Unternehmen, die aufgrund ihres eigenen noch unsicheren Geschäftsmodells oder kurzfristiger projektbezogener Platzbedarfe keine eigenen Büroflächen langfristig anmieten wollen. Der Co-Working Anbieter stellt vollständig eingerichtete Arbeitsplätze zur Verfügung, der Nutzer bringt nur noch seinen Laptop mit und ist arbeitsfähig. Die Flächen sind vielfach offen gestaltet, damit auch der Austausch zwischen den unterschiedlichen Nutzern nicht zu kurz kommt und im besten Fall zu neuen unternehmerischen Impulsen führt. Der Nutzer zahlt für die Flexibilität einen gewissen Aufpreis. Das Risiko der Fristentransformation, alsodass die langfristig angemieteten Flächen vom Zielkunden am Ende auch intensiv genutzt werden, trägt der Betreiber des Co-Working Spaces. Auf den Büromärkten haben sich Co-Working Anbieter als bedeutende Mietflächennachfrager etabliert. In den fünf führenden Immobilienstandorten Deutschlands hat der Anteil der Co-Working-Branche am Büroflächenumsatz über die letzten Jahre stark zugenommen und lag zuletzt bei sieben Prozent.

Die Wachstumseuphorie wurde allerdings 2019 durch den geplatzten Börsengang von WeWork, einem der größten Co-Working Anbieter weltweit, gedämpft. Noch zum Anfang des Jahres wurde das Unternehmen mit 47 Mrd. US-Dollar



bewertet und gehörte zu den am höchsten bewerteten Start-ups der USA. Die in Vorbereitung des Börsengangs veröffentlichten Geschäftszahlen offenbarten jedoch, dass das Unternehmen operativ hohe Verluste verzeichnete. Die Bewertung stürzte um 75 Prozent ab, der Börsengang wurde abgeblasen und die Insolvenz konnte nur mühsam abgewendet werden.

Es darf nicht übersehen werden, dass die Co-Working-Branche selbst noch sehr jung ist und Anbieter gegeneinander im Wettbewerb stehen. Nicht alle heute bekannten Anbieter werden langfristig am Markt überleben. Für die Eigentümer, die ihre Immobilien an Co-Working Betreiber vermieten, ist das ein Risiko, denn der mit dem Betreiber geschlossene Mietvertrag hat seinen Wert nur so lange, wie es den Betreiber gibt. In der Regel haben die Eigentümer mit dem Betreiber sehr langfristige Mietverträge (zum Teil 15 bis 20 Jahre) abgeschlossen. Vielfach zahlen die Betreiber Spitzenmieten, um sich im Wettbewerb zu anderen Nachfragegruppen durchzusetzen. Im Gegenzug haben die Eigentümer oft millionenschwere Zuschüsse für den Ausbau der Mietflächen geleistet. Vielfach haben die Betreiber gleich das ganze Bürogebäude angemietet. Ein Ausfall des Mieters hätte den kompletten Leerstand des Objekts zur Folge, die hohen Ausbaukostenzuschüsse hätten keinen Gegenwert mehr und auf den Eigentümer würden hohe Kosten für die Nachvermietung zukommen.

Immobilieninvestoren sollten sich des Ausfallrisikos bei der Vermietung an Co-Working-Betreiber voll bewusst sein. Eine genaue Analyse des spezifischen Geschäftsmodells und der Bonität des Unternehmens ist unerlässlich. Dennoch erwarten wir, dass das Co-Working Segment aufgrund der Veränderungen in der Arbeitswelt als Treiber der Büroflächennachfrage auch 2020 weiter an Bedeutung gewinnt.

These 8: Das Niedrigzinsumfeld verführt Investoren, höhere Risiken zu nehmen.

Viele Immobilieninvestoren reagieren auf das aktuelle Marktumfeld, indem sie die Risikoleiter hinaufklettern. Da die Verzinsung aus risikoarmen Investitionen vielfach nicht mehr ausreicht, um die eigenen Zahlungsverpflichtungen der Investoren zu erfüllen, werden zunehmend Immobilienstrategien verfolgt, die höhere Erträge verspre-

chen. Dem Ansatz stimmen wir insoweit zu, als vermeintliche Risiken als Chancen betrachtet werden können, wenn Asset Management-Aufgaben wie Vermietung oder Bauaufgaben mit der Expertise des Managers in Einklang stehen. Wie in vorangegangenen Boomphasen beobachten wir aber auch das Aufweichen von Standortqualitäten und das Ausweichen auf Städte und Regionen, die den Investor unter Berücksichtigung des vollständigen Investitionszyklus vor erhebliche Herausforderungen stellen. Während strukturell starke Märkte und Lagen bei einer Marktkorrektur oder dem Ausfall eines Mieters sowohl in der Vermietung als auch im Verkauf Handlungsoptionen eröffnen, ist dies in strukturell schwachen Lagen vielfach nicht der Fall. Eine gewerbliche Vermietung in einer Kleinoder Mittelstadt an einen Mieter, der kündigt, bedeutet im Extremfall, dass keine Anschlussnutzung mehr erzielt werden kann und der Immobilienwert sich auf den Grundstückswert minus Abrisskosten reduziert. Ein Investment in einen Standort ohne entwickelten Investmentmarkt bedeutet, dass ein Verkauf, wenn überhaupt, nur zu hohen Abschlägen gelingen dürfte.

Ein **starker Markt** bietet demnach trotz Korrekturrisiken Handlungsoptionen und einen **eingrenzbaren Downside Case**. In einem schwachen Markt ist die bestehende Situation vielfach alternativlos und der Downside Case mit dem Wert des Bodens realistisch beschrieben. Wir möchten davor warnen, zu große Abstriche bei der Standortund Lagequalität einzugehen.

These 9: Investoren können den Finanzierungshebel trotz niedriger Zinsen nicht mehr voll ausnutzen.

Vielfach wurde zuletzt argumentiert, dass die niedrigen Finanzierungszinsen die hohen Kaufpreise für Immobilien kompensieren würden. Der Investor könne sich also aufgrund der niedrigeren Zinsbelastung mehr Kaufpreis leisten, ohne weniger Ertrag im Portemonnaie zu haben. Zudem würde der positive Leverage-Effekt den Einkaufsnachteil des Investors ausgleichen. Der Leverage-Effekt kommt dann zum Tragen, wenn die Finanzierungszinsen niedriger sind als die Objektrendite. Die Aufnahme von Fremdkapital hilft also dabei, die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital zu hebeln. Dabei gilt: Je höher die Aufnahme von Fremdkapital desto stärker wirkt der Leverage-Effekt. Diese Argumentation gerät zunehmend an ihre Grenzen. Wenn eine Immobilie sehr teuer eingekauft

wird und der laufende Ertragsüberschuss der Immobilie im Verhältnis zum Kaufpreis sehr gering ausfällt, sinkt zunächst einmal die **Tragfähigkeit des Immobilien-Cashflows in Bezug auf den Schuldendienst**, der sich bei klassischen Finanzierungen für Privatinvestoren in Zins und Tilgung aufteilt. Dies geht vielfach so weit, dass gar nicht mehr hoch finanziert werden kann, da der Liquiditätsüberschuss aus der Immobilie zu gering ist. Der Leverage-Effekt kann kaum mehr ausgenutzt werden und die Kompensation für den hohen Kaufpreis fällt aus. Dies lässt sich am einfachsten anhand eines Rechenbeispiels veranschaulichen:

Grenzen des Finanzierungshebels bei hohen Einkaufsfaktoren

Ankaufsfaktor		20			3	5
Kaufpreis (Miete x Faktor)	100,0%		10.000.000	100,0%		17.500.000
+ Erwerbsnebenkosten	13,0%		1.300.000	13,0%		2.275.000
= Gesamtinvestition	113,0%		11.300.000	113,0%		19.775.000
Miete	100,0%		500.000	100,0%		500.000
- Eigentümerlasten	20,0%	-	100.000	20,0%	-	100.000
= Reinertrag	80,0%		400.000	80,0%		400.000
Darlehen	60,0%		6.780.000	60,0%		11.865.000
- Zins	1,5%	-	101.700	1,5%	-	177.975
- Tilgung	2,0%	-	135.600	2,0%	-	237.300
Ertrag nach Kapitaldienst	32,5%		162.700	-3,1%	-	15.275

Quelle: Alphaliner, Daten per 01.01. 2012

These 10: Der Share-Deal verliert, der Unit-Deal gewinnt an Bedeutung.

Im Mai 2019 hat das Finanzministerium seinen Entwurf zur Reform der Grunderwerbsteuer veröffentlicht. Ende Juli hat das Bundeskabinett die Neuregelungen beschlossen und den Gesetzesentwurf verabschiedet. Ziel ist es, die Hürden für die Grunderwerbsteuerbefreiung sogenannter Share-Deals deutlich zu verschärfen. Bei sog. Share-Deals handelt es sich um Immobilientransaktionen, bei denen nicht die Immobilie selbst sondern eine Gesellschaft, die die Immobilie hält, veräußert wird. Das Gesetzgebungsverfahren soll im ersten Halbjahr 2020 zum Abschluss gebracht werden. Ein rückwirkendes Inkrafttreten zum 1.1.2020 ist zwar nicht ausgeschlossen, erscheint derzeit aber nicht sehr wahrscheinlich. Wesentliche Änderungen sind, dass unabhängig von der Rechtsform der Gesellschaft zukünftig maximal 89,9 Prozent der Anteile innerhalb von zehn Jahren grunderwerbsteuerneutral bewegt werden können und die Frist für die Vereinigung von Gesellschaftsanteilen von derzeit fünf Jahren auf zukünftig zehn Jahre bzw. für Anteilsvereinigungen bei Personengesellschaften sogar auf 15 Jahre verlängert wird. Für die Beteiligten des Share-Deals wird abzuwägen sein, ob die Grunderwerbsteuerersparnis den laufenden Aufwand für den Unterhalt der Gesellschaften und die Einflussnahmen von Minderheitsgesellschaftern auf Entscheidungen rechtfertigt.

Große institutionelle Anleger, die ihre Portfolios als Fonds strukturiert haben, die von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) verwaltet werden, gehen zunehmend einen anderen Weg. Der Clou: Eigentumsrechtlich gehören die Immobilien der KVG, diese ist im Grundbuch als Eigentümer eingetragen. Der Fonds, für den die KVG die Immobilien treuhänderisch hält, gehört als Sondervermögen jedoch den Anlegern, sie sind die wirtschaftlich Anspruchsberechtigten. Beim sogenannten Unit-Deal erwirbt nun der Käufer nicht die einzelnen Immobilien und auch nicht eine Immobiliengesellschaft, sondern er erwirbt den Fonds und damit das wirtschaftliche Eigentum an den Immobilien. Da der Eigentümer im Grundbuch, die KVG, unverändert bleibt, fällt keine Grunderwerbsteuer an. Während der Käufer von der Steuerersparnis profitiert (dafür aber den Fondsmantel und die KVG mit übernehmen muss), profitiert der Verkäufer davon, dass der Unit-Deal-Käufer aufgrund der Steuerersparnis einen höheren Kaufpreis zahlen kann und er gleichzeitig ein langwieriges mehrjähriges Abwicklungsszenario der Fondshülle nach Verkauf des unterliegenden Immobilienportfolios umgeht. Der Unit-Deal dürfte in erster Linie für große inländische institutionelle Investoren interessant sein, die mit den Regeln des Kapitalanlagegesetzbuches und den Besonderheiten deutscher Fonds vertraut sind.

These 11: Die digitale Vernetzung der Wohnung mit ihrer Umwelt gewinnt an Bedeutung.

Die Integration von digitalen Technologien in das Wohnumfeld spielt bei der Bewirtschaftung und Verwaltung sowie der Vernetzung der Immobilie mit dem öffentlichen Raum eine zunehmende Rolle. In der Wohnungsbewirtschaftung tragen beispielsweise intelligente Türschlösser und Sensoren zur Erfassung von Temperatur, Luftfeuchtigkeit, Helligkeit und Raumbelegung zu einem verbesserten Wohnkomfort für den Nutzer bei und ermöglichen neben einer interaktiven Steuerung durch das Smartphone auch einen stärkeren Einbruchsschutz und eine ressourcenschonende Steuerung der Heizungstechnik. Eigentümer können durch vernetzte Systeme Schäden an technischen Anlagen und Fehler in den Betriebsabläufen frühzeitig erkennen. Die Digitalisierung von Prozessen der Wohnungsverwaltung führt zu Kosteneinsparungen und Effizienzgewinnen. Ein Beispiel hierfür ist die digitale Kommunikation zwischen Nutzer, Verwalter und Eigentümer einer Immobilie.

Die mit dem öffentlichen Raum vernetzte Immobilie wird zur Mobilitätszentrale für das Quartier. So kann der individuelle Mieterstellplatz nicht nur für den PKW eines spezifischen Mieters genutzt werden, sondern auch für Car-Sharing und Bike-Sharing Anbieter. Die Buchung kann dann bequem über den Sprachassistenten in der Wohnung erfolgen und der Vermieter erschließt sich durch das Anbieten von Mobilitätsdienstleistungen zusätzliche Einnahmequellen. Der Stellplatzbedarf im öffentlichen Raum sinkt. Vernetzte Verkehrsleitsysteme verbessern die Verkehrsführung und reduzieren Staus und Verkehrsbehinderungen in den Innenstädten, sodass Stadtrandlagen an Attraktivität gewinnen.

Digital vernetzte Gebäudelösungen finden heute vorwiegend beim Bau von hochpreisigen Eigentumswohnungen Anwendung. Eigentümer sind eher bereit, digitale Lösungen über einen höheren Kaufpreis zu honorieren. Im klassischen Mietwohnungsbau jedoch lohnt sich das Einbringen von digital vernetzten Lösungen aus Eigentümersicht vielfach noch nicht, da Mieter nicht bereit sind, hierfür eine höhere Miete zu akzeptieren. Es bleibt abzuwarten, ob sich dies im Zuge einer steigenden Nachfrage bei zugleich sinkenden Kosten ändert.

#### Immobilienmarkt Maßnahmen

## Maßnahme 1: Bestände auf Verkauf hin überprüfen

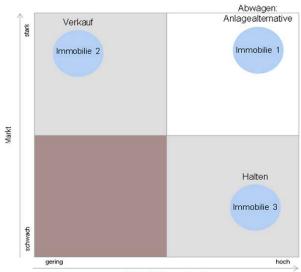
Abgeleitet aus dem sehr hohen Kaufpreisniveau auf dem deutschen Immobilienmarkt lautet weiterhin eine wesentliche Empfehlung, den Bestand darauf hin zu überprüfen, ob Objekte verkauft werden sollten. Dabei sollte die Motivation für einen Verkauf nicht ausschließlich aus der Betrachtung des Marktzyklus erfolgen. Weitere Überlegungen können sein:

Technischer Zustand des Gebäudes: Sind zukünftig Investitionen in den Bestand erforderlich und sind diese Investitionen werterhöhend?

- Verbessert sich absehbar die Lage des Objekts, beispielsweise durch Infrastrukturmaßnahmen, und wirkt dies werterhöhend?
- Wie lang läuft die Finanzierung und wie hoch wäre der Finanzierungsschaden bei vorzeitiger Ablösung?
- Was ist die Investitionsalternative?

Ein Verkauf ist zu empfehlen, wenn der Marktzyklus stark ist und die Immobilie sich damit auf dem Wertzenit befindet und keine Wertschöpfungspotenziale wirtschaftlich sinnvoll umgesetzt werden können (siehe Immobilie 2). Für die Immobilie mit hohem Wertschöpfungspotenzial in einem schwachen Marktumfeld muss hingegen eine Halteempfehlung ausgesprochen werden, um die Wertschöpfung umzusetzen und den günstigen Marktzyklus für ein gutes Verkaufsergebnis abzuwarten (siehe Immobilie 3).

Die Frage der Reinvestition ist im aktuellen Marktumfeld nicht zu vernachlässigen. Bei einem Verkauf werden voraussichtlich hohe Einmalgewinne realisiert, es gehen aber hohe laufende Erträge verloren (siehe Immobilie 1). Eine Reinvestition der Verkaufserlöse dürfte üblicherweise eine wesentlich schlechtere laufende Verzinsung ermöglichen. Der Einmalgewinn ist also gegen den nachhaltigen Verlust hoher laufender Renditen abzuwägen. Kapitalmarktexperten würden möglicherweise argumentieren, dass die laufende Eigenkapitalrendite nicht auf Basis des Einstandswertes zu bemessen wäre, sondern auf Basis eines aktuellen Marktwertes. Diese Betrachtung halten wir für einseitig, denn sie würde automatisch starke Verkaufssignale senden, da der laufende Ertrag im Verhältnis zum



Wertschöpfungspotenzial

hohen Marktwert viel geringer ausfällt als dies tatsächlich bezogen auf den Einstand der Fall sein dürfte.

# Maßnahme 2: Den "vakuumverpackten" Immobilienwert heben

Viele Investoren suchen gezielt nach Investitionsobjekten, bei denen durch aktives Management Wertschöpfungspotenziale gehoben werden können, z.B. durch die Optimierung des Cashflows (Erhöhungen der Mieten, Flächenschaffung, Bewirtschaftungskosten senken, etc.) oder die Realisierung einer Veräußerungsmarge im Verkauf (z.B. durch Privatisierung und Einzelverkauf von Wohnungen). Das Heben dieser Potentiale ist in der Regel mit einem hohen Managementaufwand und Know-how-Einsatz verbunden.

Daneben sehen wir Investitionsmöglichkeiten, die vom Investor weniger aktives Management sondern in erster Linie einen langen Atem verlangen. Dies möchten wir an zwei Beispiele erläutern:

Mit dem Instrument des öffentlich geförderten Wohnungsbaus möchte die Politik bezahlbare Mietwohnungen für Fachkräfte wie Polizisten oder Krankenschwestern schaffen. Vielfach wird der geförderte Wohnungsbau zur Auflage bei der Genehmigung größerer Projektentwicklungen gemacht, in Hamburg nach dem sogenannten Drittelmix. Neben einem Drittel im geförderten Wohnungsbau wird ein Drittel frei finanzierter Wohnungsbau und ein weiteres Drittel Eigentumswohnungen genehmigt. Da im geförderten Wohnungsbau die Mieten im nachfolgenden Beispiel für 15 Jahre oder länger auf 9,50 Euro/m² gedeckelt sind, zahlt er dem Projektentwickler für das geförderte Haus nur einen Kaufpreis von 4.000 Euro/m², wenngleich der Einzelkäufer der baugleichen Eigentumswohnung auf dem benachbarten Baufeld 2 bereits heute fast 5.500 Euro/m² bezahlt und als Kapitalanleger für 15 EUR/m² vermietet. Der nahezu baugleiche geförderte Wohnungsbau wird demnach 25 Prozent unter dem Wert der Nachbarhäuser veräußert, weil der Käufer hinsichtlich Miethöhe und Zielgruppe beschränkt ist. Mit Auslauf der Bindungsfristen kann der Investor jedoch den "vakuumverpackten" Wert heben, in dem er auf Marktniveau vermietet oder die Wohnungen einzeln abverkauft. Zur Hebung der Potenziale sind somit keine komplexen Wertschöpfungsmaßnahmen notwendig. Der Investor muss aber einen langen Atem haben, denn während der Frist der Mietpreisbindung sind seine Erträge stark gedeckelt.

Ein weiterer Ansatz resultiert aus der zunehmenden Regulatorik. Politische Eingriffe in den Markt wie die Mietpreisbremse oder der Mietendeckel begrenzen die am Markt durchsetzbare Miete künstlich. Dabei kann der Spread zwischen Marktmiete und gedeckelter Miete 30 Prozent und mehr betragen. Die Investmentlogik für den Investor teilt sich dabei in zwei Phasen. Für den Zeitraum der Regulierung kann möglicherweise nur eine Rendite auf Niveau der Inflation erzielt werden. Mit Auslauf der Regulierung kann das Mietsteigerungspotenzial der Immobilie durch Mieterhöhungen im Bestand oder bei Neuvermietungen gehoben werden und lässt sich im Exit über den Verkaufsfaktor attraktiv kapitalisieren. So sieht die aktuelle Mietendeckelgesetzgebung in Berlin eine befristete Laufzeit der Regulierung von fünf Jahren vor. Grundvoraussetzung ist es jedoch, dass das Investment auch unter der Annahme, dass die Regulierung in die Ewigkeit fortgeschrieben wird, einen positiven Cash-Flow erwirtschaftet. Auch die Beleihung der Immobilie sollte auf dieses Szenario hin ausgerichtet sein.

# Maßnahme 3: Pflege des Dienstleisternetzwerks zur nachhaltigen Sicherung des Anlageerfolgs

Der Investitionsdruck von Immobilieninvestoren ist aufgrund des fehlenden Angebots weiterhin extrem hoch. Aufgrund der hohen Nachfrage läuft die Bau- und Immobilienbranche bereits seit Jahren auf Hochtouren. Dabei stehen die Investoren sowohl beim An- und Verkauf als auch in der Bewirtschaftung der Immobilien bei der Ansprache von verfügbaren und guten Handwerksfirmen und Immobiliendienstleister (z. B. Verwalter, Anwälte, Steuerberater etc.) im Wettbewerb.

Die gute Auftragslage der Dienstleister führt dazu, dass diese vermehrt unrentable Verträge von Bestandskunden kündigen, um deren Leistung bei neuen Aufträgen wirtschaftlich gewinnbringender einzusetzen. So trennen sich beispielsweise Verwalter von kleinvolumigen Zinshäusern oder fordern höhere Verwaltungsgebühren von den Eigentümern. Und Bauunternehmen springen von bestehenden Bauprojekten ab und nehmen Vertragsstrafen in Kauf, da sie trotz Strafe bei anderen Projekten mehr verdienen können. Im Transaktionsgeschäft wirkt sich der Dienstleisterengpass dadurch aus, dass Makler, Anwälte, technische Berater und Co. nicht nur höhere Honorare durchsetzen können, sondern bevorzugt mit Auftraggebern zusammenarbeiten, mit denen bereits eine langjährige und bewährte Kundenbeziehung besteht und ein ein-

gespielter und damit planbarer Transaktionsverlauf zu erwarten ist.

Für den Investor wird daher der Aufbau und die Pflege eines vertrauensvollen Dienstleisternetzwerkes immer wichtiger. Folgende Lösungsansätze können dabei helfen:

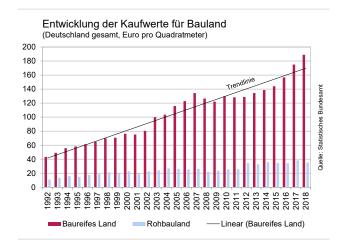
- Abschluss von Rahmenverträgen (z.B. mehrere Immobilien mit einem Verwalter)
- Bündelung von kleinvolumigen Leistungen zu einem attraktiven Volumen für die Dienstleister (z. B. Wohnungsrenovierungen und Treppenhaussanierung werden durch einen Unternehmer erbracht)
- langjährig erprobte Partnerschaften aufbauen und pflegen
- professionelles Vorbereiten (z.B. Aufbereitung von relevanten Unterlagen) und zielorientiertes Vorgehen in Projekten reduziert den Zeitverlust bei Investoren und Dienstleistern

# Maßnahme 4: Im gewerblichen Bereich auch wieder langlaufende Mietverträge abschließen

Unsere generelle Empfehlung für die gewerbliche Vermietung lautet, in aufwärts gerichteten Märkten eher auf kurzlaufende Mietverträge zu setzen, um in der Nachvermietung am positiven Mietpreistrend zu partizipieren. Bei einem unsicheren Marktausblick bietet es sich eher an, das erreichte Mietpreisniveau über langlaufende Mietverträge abzusichern. Die Immobilienmärkte befinden sich nun schon seit längerem in einer sehr reifen Zyklusphase. Viele Investoren fahren auf Sicht, da sie sich längerfristige Prognosen aufgrund des durch die Niedrigzinsen verzerrten Immobilienmarktes nicht zutrauen bzw. Prognosemechanismen der Vergangenheit nicht mehr funktionieren. Fundamental ist die konjunkturelle Stimmungslage schwächer als zuletzt und die Wahrscheinlichkeit, dass die gewerblichen Vermietungsmärkte ihr erreichtes hohes Niveau über die kommenden Jahre nicht werden halten können, nimmt tendenziell zu. Unter der Annahme, dass die Vermietungsmärkte in den kommenden Jahren schwächer tendieren, empfiehlt es sich demnach aktuell, im Portfolio auch wieder langlaufende Mietverträge beizumischen, die einen schwächeren Mietzyklus überdauern.

#### Maßnahme 5: In Grund und Boden investieren

Grundstücke sind der wichtigste Rohstoff der Bau- und Immobilienindustrie. In den Großstadt- und Metropoloregionen, die von anhaltendem Bevölkerungszuwachs geprägt sind, wird dieser Rohstoff zunehmend knapp und es kommt zu Verteilungskämpfen zwischen den verschiedenen Nutzergruppen. Die Statistik weist für baureifes Land in Deutschland über die letzten 27 Jahre nur vier Jahre mit fallenden Kaufwerten aus und über alle Jahre eine durchschnittliche Wachstumsrate von sechs Prozent p.a.. In den Metropolregionen dürfte die Preisdynamik noch deutlich höher gewesen sein.



Wer als Immobilieninvestor langfristig denkt und nicht auf laufende Ausschüttungen angewiesen ist, für den kann die Investition in Bauland eine attraktive Beimischung zum Portfolio sein. Insbesondere aufgegebene Betriebsgrundstücke in städtisch integrierten Lagen bieten sich für die Investition an. Es eröffnen sich unterschiedliche Optionen:

- Erwerb ohne eigene Entwicklungsabsicht und Abwarten, möglichst mit temporärer Zwischennutzung
- Entwicklung bis zur Genehmigungsreife
- Entwicklung bis zur Genehmigungsreife und zusätzlich Partizipation an der Hochbauentwicklung, beispielsweise durch Einbringung des Grundstücks in ein Joint Venture mit einem Hochbauentwickler

Investoren sollten aber berücksichtigen, dass die Finanzierbarkeit von Grundstücken, die keine Erträge generieren, stark eingeschränkt ist und ein laufender Kapitaldienst aus Drittquellen bedient werden müsste. In erster Linie kommen demnach reine Eigenkapitalinvestitionen in Betracht.

# Maßnahme 6: Erweiterung des Anlageuniversums und Verbesserung der Anlagechancen durch Investitionen auf der Passivseite

Investitionen in Immobilien können nicht nur durch das physische Erwerben von Steinen (in der Bilanz: Mittelverwendung) sondern auch auf der Passivseite (in der Bilanz: Mittelherkunft) erfolgen. Die Mittelherkunft wird in Eigenund Fremdkapital unterschieden. Während das Fremdkapital bei marktgängigen Immobilien im niedrigen bis mittleren Beleihungsauslauf sehr effizient und für den Darlehensnehmer günstig durch Banken zur Verfügung gestellt wird, gibt es im höheren Auslaufbereich und im Eigenkapital für privates Kapital weiterhin Spielräume für attraktiv verzinste Engagements. Hierfür steht eine breite Palette an Instrumenten zur Verfügung. Je nach Ausgestaltung ist der Kapitalgeber eher nachrangiger Gläubiger oder er bringt unternehmerisches Eigenkapital ein. Aus Sicht der fremdfinanzierenden Bank qualifiziert das eingebrachte Kapital aber immer als haftendes Eigenkapital und wird nachrangig zu allen Ansprüchen der Bank bedient. Die Attraktivität des Spielfelds haben nicht nur Family Offices erkannt. In den letzten Jahren ist der Wettbewerb beispielsweise durch Crowdfinanzierungsplattformen oder Kreditfonds, die bei institutionellen Investoren Geld für unternehmerische Beteiligungen einsammeln, größer geworden. Dennoch halten wir Beteiligungen auf der "Passivseite der Immobilie" weiter für eine sinnvolle und attraktive Ergänzung des physischen Immobilienbestands.

# Maßnahme 7: Mit Immobilienaktien fokussiert Chancen am Immobilienmarkt wahrnehmen

In den reifen REIT-Märkten USA, UK, Asien und Australien gibt es eine große Tiefe an börsengelisteten Immobilienmanagern, die sowohl regional als auch sektoral sehr fokussierte Investmentstrategien verfolgen. So gibt es Unternehmen, die fokussiert in Malls in Singapur, Gefängnisse in den USA oder Büros in London investieren. Der Kurs börsengelisteter Immobilienaktiengesellschaften ist im generellen Trend stark von der allgemeinen Börsenkonjunktur beeinflusst. Nur phasenweise und auf sehr lange Sicht lassen sich messbare Korrelationen zum fundamentalen Immobilienmarkt nachweisen. In Sondersituationen reagieren die Titel aber vielfach extrem, die Börse preist Risiken, aber auch Chancen sehr kurzfristig und oft mit Übertreibungen ein. Wer in den vergangenen Jahren die Kursentwicklung von britischen Immobilienaktiengesellschaften im Zuge der Brexit-Entwicklungen verfolgt hat, konnte hohe Abschläge auf den inneren Wert feststellen, die sich am physischen Immobilienmarkt so nicht ausgeprägt haben. Wer die Kursentwicklung von Deutsche Wohnen, Ado Properties oder auch Vonovia im Juni 2019 in Folge des Entscheids des Berliner Senats zum Mietendeckel verfolgte, konnte ebenfalls eine unmittelbare starke negative Reaktion der Kursverläufe beobachten.

Immobilieninvestoren, die Friktionen im Immobilienmarkt auszunutzen oder sich bewusst gegen einen Markttrend positionieren wollen, finden in den börsennotierten Immobiliengesellschaften mit einem fokussierten Geschäftsmodell ein geeignetes Instrument, um ihre Wetten zu platzieren. Der physische Immobilienmarkt lässt ein kurzfristiges Ausnutzen von Chancen aufgrund der erhöhten Intransparenz und aufwändiger Transaktionsprozesse kaum zu. Über die Börse kann das Exposure hingegen sehr kurzfristig per Knopfdruck am Terminal auf- und auch wieder abgebaut werden.

#### Strategiebeitrag Immobilien in 2020

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.

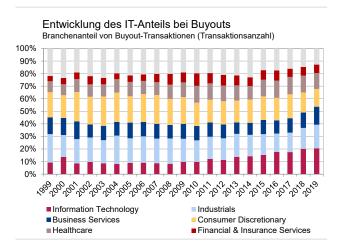
# JAHRESAUSBLICK 2020: VERMÖGENSKLASSE BETEILIGUNGEN

# Private Equity, Listed Private Equity und Private Debt

These 1: Der Anteil von Buyout-Transaktionen im Bereich Informationstechnologie wird sich im Jahr 2020 weiter erhöhen.

In der Vergangenheit haben Private-Equity-Manager ihren Investitionsschwerpunkt auf Unternehmen mit etablierten Geschäftsmodellen, stabilen Cashflows und ausgewogenen Wachstumschancen gelegt. Private-Equity-Portfolios wiesen daher häufig eine hohe Gewichtung der Branchen Konsumgüter, Dienstleistungen und Industrie auf.

Unternehmen mit innovativen Geschäftsmodellen aus den Branchen Informationstechnologie, Medien und Telekommunikation standen hingegen in Ermangelung belastbarer Ertragsmodelle und Finanzkennzahlen sowie struktureller Faktoren wie Reifegrad der Subbranche und technologischer Rahmenbedingungen weniger im Fokus von Private Equity. Eine Erklärung für diese Investitionsstrategie bietet die Schuldentragfähigkeit (Debt Capacity) der Zielunternehmen. Kleinere und mittelständische IT-Firmen brachten um die Jahrtausendwende häufig nicht die notwendigen Voraussetzungen im Hinblick auf Größe, Profitabilität und Kreditsicherheiten für den erheblichen Einsatz von Fremdkapital durch Buyout-Fonds mit. Dies erklärt die Portfoliokonzentration in eher traditionellen Branchen.



Ende der 1990er Jahre war diese Ausrichtung noch deutlich erkennbar: 43 Prozent der im Jahr 1999 getätigten Buyout-Transaktionen betrafen Industrie- und Konsumgüter- unternehmen. Buyout-Transaktionen mit IT-Hintergrund kamen, trotz des Technologiebooms, auf einen vergleichsweise geringen Anteil von neun Prozent. Zwanzig Jahre später hat sich das Bild deutlich verändert. In dem Zeitraum von Januar bis November 2019 erreichten IT-Unternehmen mit 20 Prozent den höchsten Branchenanteil bei Buyouts.

Die Gründe für diesen scheinbaren Wandel der PE-Investmentstrategie sind vielfältig. Einerseits schafften deutliche Entwicklungssprünge der Informationstechnologien Rahmenbedingungen, von denen die IT-Branche in den letzten beiden Jahrzehnten profitieren konnte. Die Unternehmen der Branche haben außerdem einen Reifeprozess durchlaufen. Die Geschäftsmodelle erlauben heute einen profitablen Geschäftsbetrieb und sind von mehr Stabilität und Transparenz geprägt, als dies um den Millenniumwechsel der Fall war. Gleichzeitig sind das Verständnis und das Vertrauen von Investoren sowie Fremdkapitalgebern in die Branche stark gewachsen. Andererseits spiegeln die Erlösmodelle der IT-Branche die Präferenz von Private Equity für Cashflow-Stabilität wider. In der Vergangenheit waren Umsätze stärker abhängig vom Projekt- und Beratungsgeschäft. Mittlerweile generieren IT-Unternehmen einen hohen Anteil ihrer Umsätze durch Service- und Wartungsgeschäft. Unterstützend wirkt sich dabei die Umstellung von traditionellen Software-Lizenzmodellen hin zu Software-as-a-Service-Modellen aus. Der Anteil von wiederkehrenden und planbaren Erlösen in der IT-Branche wird sich mithin in den nächsten Jahren noch erhöhen. Weitere Faktoren, die die Attraktivität dieser Branche für Private Equity erhöhen, sind eine tendenziell geringe Verschuldung sowie ein fragmentiertes Marktumfeld in den Subbranchen.

Private-Equity-Manager stellen ihre Portfolios in dem aktuellen Marktumfeld zunehmend defensiv auf. Infolgedessen stehen Targets mit soliden Cashflow-Profilen und gesunder Kapitalstruktur, die aber gleichzeitig auch plausible Wachstumsaussichten aufweisen, auf den Einkaufslisten der Investment Manager. Diese Investitionskriterien kön-

nen IT-Unternehmen aufgrund ihrer Erlösmodelle mit einem hohen Anteil wiederkehrender Umsätze, solider Debt Capacity und der Branchenstruktur mit Konsolidierungspotenzial vielfach erfüllen. Daher ist anzunehmen, dass sich der Anteil von Buyouts mit IT-Hintergrund erhöhen wird.

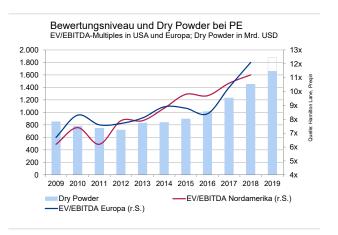
Neben Technologieunternehmen erfreuen sich auch Unternehmen aus dem Bereich Healthcare seit einigen Jahren zunehmender Beliebtheit bei Private Equity. Die fragmentierte Marktstruktur mit zum Teil erheblichem Konsolidierungspotenzial sowie die geringe konjunkturelle Abhängigkeit der Branche haben die Anzahl von Healthcare-Transaktionen in den vergangenen 20 Jahren um durchschnittlich 10 Prozent p. a. anwachsen lassen. Private-Equity-Manager werden auch in naher Zukunft aus Gründen der Diversifizierung Unternehmen aus diesem Bereich fokussieren und den Anteil von Healthcare-Transaktionen ansteigen lassen.

These 2: Vor dem Hintergrund weitgehend stabiler Aktienmärkte wird sich das Bewertungsniveau bei Private-Equity-Transaktionen im Jahr 2020 nicht verringern.

Die Bewertungen bei Private-Equity-Transaktionen, ausgedrückt als Unternehmenswert (Enterprise Value) im Verhältnis zum EBITDA (EV/EBITDA-Multiplikator) haben sich in den vergangenen Jahren kontinuierlich erhöht. Die Erhöhung des Bewertungsniveaus vollzog sich dabei weitgehend parallel zu dem Bewertungsanstieg an den Aktienmärkten. Im Jahr 2018 hat sich diese Entwicklung interessanterweise entkoppelt. Während an den europäischen und US-amerikanischen Aktienmärkten ein Rückgang des Bewertungsniveaus verzeichnet wurde, erhöhten sich die Bewertungen bei Buyout-Transaktionen. Dies mag daran liegen, dass sich der Bewertungsrückgang an den Börsen im vierten Quartal vollzog und aufgrund der unmittelbar folgenden zügigen Erholung nur geringen Effekt auf Private Equity hatte.

Bei Neutransaktionen auf hohen Bewertungsniveaus mehren sich die Sorgen bei Investoren und PE-Investmentmanagern, dass die Renditen unter Druck geraten. Der in den letzten Jahren zu beobachtende Anstieg des Bewertungsniveaus resultiert aus mehreren Faktoren. Der Bewertungsanstieg in der Anlageklasse steht möglicherweise im Zu-

sammenhang mit der Branchenzugehörigkeit und dem Umsatzwachstum der Zielunternehmen. Wie zuvor beschrieben wurde, wendet sich Private Equity zunehmend der IT-Branche zu. Die EV/EBITDA-Multiplikatoren liegen aufgrund überdurchschnittlich hoher Wachstumsperspektiven in diesem Sektor jedoch häufig über den Multiplikatoren von Branchen, die traditionell im Fokus von Private Equity stehen, und bewirken dadurch einen Anstieg der durchschnittlichen EV/EBITDA-Multiplikatoren. Dieser Aspekt sollte Investoren weniger besorgen, da den höheren Bewertungen entsprechend hohe Wachstumsaussichten gegenüber stehen.



Aber auch abseits der Entwicklungen bei den Transaktionsobjekten deutet vieles daraufhin, dass das Bewertungsniveau weiter steigen wird. Auf der Seite der Verkäufer sprechen die fortschreitende Professionalisierung und die Strukturierung der Verkaufsprozesse als Auktionsverfahren dafür, dass sich das Bewertungsniveau nicht verringert. Von der Investorenseite scheint das Interesse an der Anlageklasse Private Equity ungebrochen zu sein, was sich in kontinuierlich steigendem verwalteten Vermögen von Private Equity ausdrückt. Laut dem Branchendienst Preqin hat sich das verwaltete Vermögen seit 2009 um durchschnittlich neun Prozent p.a. erhöht. Ende 2018 erreichten die Assets under Management einen Wert von über 3,5 Billionen US-Dollar, was eine Erhöhung um 16 Prozent gegenüber dem Vorjahreswert bedeutet. Das Wachstum der Anlageklasse hat zur Folge, dass der Wettbewerb zunimmt und mehr Finanzinvestoren als Bieter für potenzielle Zielunternehmen in Verkaufsprozessen auftreten.

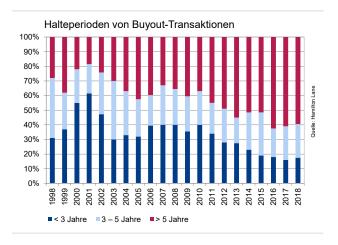
Eine direkte Folge des steigenden Interesses an Private Equity ist eine Erhöhung des investierbaren Kapitals (Dry Powder). Im dritten Quartal 2019 erreichten die investier-

baren Mittel einen Rekordwert von 1,6 Billionen US-Dollar (annualisiert über 1,8 Billionen US-Dollar). Von Seiten der PE-Fonds ist somit ein zunehmender Investitionsdruck zu erwarten, was für ein steigendes Bewertungsniveau spricht – vorausgesetzt, es kommt zu keinen deutlichen Korrekturen am Aktienmarkt. Der Anstieg des Dry Powders in den letzten Jahren führte zu einer deutlich gestiegenen Investitionsaktivität der PE-Branche. Die Kapitalabrufe der Branche zeugen von dieser Entwicklung und erreichen seit 2014 Jahr für Jahr neue Höchststände. In den Jahren 2017 und 2018 haben sich die Kapitalabrufe der PE-Fonds nochmals erheblich erhöht. Das Verhältnis des Dry Powders zu den Kapitalabrufen in dem jeweiligen Jahr ist ein Indikator dafür, wie lange es dauert, das zur Verfügung stehende Kapital zu investieren (Dry-Powder-Reichweite). Die hohe Investitionstätigkeit der Jahre 2017 und 2018 führte zu einem Rückgang dieser Kennzahl. Im Jahr 2019 zeichnet sich ab, dass die Kapitalabrufe nicht mit dem Anstieg des Dry Powders Schritt halten werden und sich mithin die Dry-Powder-Reichweite erhöht. Für das Jahr 2019 beträgt die Dauer, um das verfügbare Kapital zu investieren, etwa drei Jahre auf annualisierter Basis und liegt damit nahe dem Durchschnitt der letzten 20 Jahre. Unter der Annahme, dass sich die Dry-Powder-Reichweite im Jahr 2020 nahe ihrem langfristigen Durchschnitt bewegt, sollte die Investitionstätigkeit der Branche weiterhin auf einem hohen Niveau bleiben.

Aufgrund des sich wandelnden Zielunternehmensprofils und des zunehmenden Wettbewerbs in der Branche gibt es also plausible Argumente, die für ein hohes Bewertungsniveau bei PE-Transaktionen im Jahr 2020 sprechen. Unsicherheit besteht hinsichtlich der Entwicklung der Aktienmärkte. Deutliche Korrekturen können zu einem Rückgang des Bewertungsniveaus führen, der sich auch im PE-Bereich niederschlagen würde. Makroökonomische Entwicklungen oder Handelsstreitigkeiten sind Unsicherheitsfaktoren, die in dieser Prognose nicht berücksichtigt wurden.

These 3: Aufgrund der veränderten Wertschöpfung wird sich die Haltedauer bei Buyouts im Jahr 2020 nicht verringern.

Die Private-Equity-Branche zeichnet sich durch bestimmte Investitionsstandards aus, die sich in den vergangenen Jahrzehnten kaum verändert haben. So liegt etwa die Laufzeit von Private-Equity-Fonds mehr oder weniger einheitlich bei zehn Jahren. Die Halteperiode der Portfoliounternehmen erstreckt sich dabei in der Regel auf vier bis sieben Jahre. Über die letzten 20 Jahre hat sich die Haltedauer von Portfoliounternehmen jedoch beständig erhöht. 1998 lag der Anteil der Buyouts, die nach weniger als drei Jahren wieder verkauft wurden, bei 30 Prozent und der Anteil der nach spätestens fünf Jahren verkauften bei 70 Prozent. Demnach wurden lediglich 30 Prozent der Buyouts länger als fünf Jahre im Portfolio gehalten. Für das Jahr 2018 ergibt sich ein stark verändertes Bild: Lediglich etwas mehr als 15 Prozent der Zielunternehmen wurden nach weniger als drei Jahren wieder veräußert und etwa 40 Prozent der Beteiligungen wurden nach weniger als fünf Jahren weiterverkauft. Der überwiegende Anteil (60 Prozent) des Portfolios bei Private Equity wird also erst nach mehr als fünf Jahren Haltedauer wieder realisiert.



Eine wesentliche Erklärung für diesen Trend liegt in der veränderten Wertschöpfung der Branche. In den 1980er Jahren konnten die Private-Equity-Fonds einen Großteil ihrer Performance durch sog. Financial Engineering und die Ausnutzung von Marktineffizienzen erzielen. Typische Maßnahmen zur Steigerung des Unternehmenswertes von Portfoliounternehmen beinhalteten den verstärkten Einsatz von Fremdkapital (Leverage) im Rahmen des Buyouts und Akquisitionen zu vergleichsweise geringen Transaktionsmultiplikatoren. Häufig war es PE-Fonds möglich, preiswert erworbene Unternehmen nach kürzeren Halteperioden wieder gewinnbringend zu veräußern. Mit dieser Strategie war das PE-Segment in der Vergangenheit sehr erfolgreich. Allerdings haben sich die Prämissen an den privaten Märkten verändert: Die Anzahl der Finanzinvestoren sowie das zur Verfügung stehende Kapital sind erheblich angewachsen und die Verkaufsprozesse haben sich deutlich professionalisiert, wodurch der Preisbildungsprozess effizienter geworden ist. Dies hat dazu geführt, dass die Wertsteigerungen allein durch **Leverage** und die Erhöhung von Bewertungsmultiplikatoren über die Haltedauer (sog. Multiplearbitrage) **nicht mehr ausreichend** sind, um die PE-typischen Renditeerwartungen der Investoren zu erzielen.

Zur Steigerung des Unternehmenswertes der Portfoliounternehmen haben Private-Equity-Fonds ihre Teams bereits vor einiger Zeit um strategische Beratungseinheiten erweitert. Diese sollen aktiv operative Maßnahmen begleiten, wie etwa Anpassungen der Unternehmensstruktur, Veränderungen im Management, Desinvestitionen, Akquisitionen, Anpassungen der Preisarchitektur und Transformation von Geschäftsmodellen. Anders als die traditionellen Werthebel der PE-Branche sind operative Maßnahmen in ihrer Umsetzung jedoch eher langwierig und schlagen sich nicht unmittelbar positiv in den Finanzkennzahlen der Portfoliounternehmen nieder. Zur Steigerung des Unternehmenswertes ist es jedoch erforderlich, dass die Ergebnisse dieser operativen Maßnahmen messbar sind und sich etwa in erhöhter Profitabilität, höherem Wachstum oder geringerem gebundenen Kapital manifestieren. Erst dann kann der PE-Investor beim Exit eine Kaufpreissteigerung aus diesen Maßnahmen realisieren. Operative Maßnahmen machen laut wissenschaftlichen Studien bei kleineren Buyouts deutlich über 50 Prozent und bei größeren Buyouts knapp die Hälfte der Wertschöpfung aus.

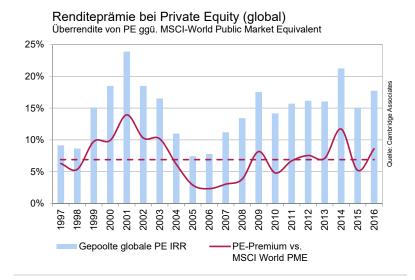
In Anbetracht des weiterhin zunehmenden Wettbewerbs, der voranschreitenden Professionalisierung von Unternehmensverkaufsprozessen und des anhaltend hohen Preisniveaus ist es wahrscheinlich, dass die erfolgreiche Umsetzung operativer Maßnahmen auch in naher Zukunft einen Großteil der PE-Performance ausmachen werden und sich die Haltedauer von Portfoliounternehmen nicht verkürzen wird.

These 4: Die grundsätzlich bestehende Überrendite von Private Equity wird auch zukünftig vorhanden sein. Kurzfristig könnte die Höhe der Renditeprämie aufgrund der hohen Bewertungsniveaus jedoch unter Druck geraten.

Historisch betrachtet hat die Anlageklasse Private Equity gegenüber Aktien fast durchgängig eine Überrendite erwirtschaften können, auch wenn deren Höhe schwankt und abhängig vom Aktienindex ist, den man als Vergleichsmaßstab zugrunde legt. Grundsätzlich lässt sich eine höhere Überrendite von Private Equity gegenüber europäischen Indizes feststellen als es bei amerikanischen Benchmarks der Fall ist.

Branchenstandard für Messung und Vergleich der Performance sind der interne Zinsfuß (Internal Rate of Return, IRR) und der Eigenkapitalmultiplikator (Multiple on Invested Capital, MOIC). Letztere Kennzahl ist eine statische Größe und berücksichtigt nicht die Länge der Kapitalbindung. Aus diesem Grund hat sich vor allem die IRR zur Performancemessung und für Vergleiche innerhalb der Anlageklasse etabliert. Allerdings ist die IRR eines PE-Fonds nicht unmittelbar mit Renditen am Aktienmarkt vergleichbar, da aufgrund eines sukzessiven Portfolioaufbaus sowie entsprechender Portfoliorealisierung das Kapital lediglich über einen Teil der Laufzeit gebunden ist. Für den Vergleich von Kapitalmarktrenditen mit PE-Fonds-IRRs wird daher ein sog. Public Market Equivalent (PME) für den gewählten Vergleichsindex berechnet. Dies simuliert die Kapitalströme (Abrufe und Rückzahlungen) eines PE-Fonds als Käufe bzw. Verkäufe eines Aktienindex. Aus den auf diese Weise berechneten Kapitalflüssen wird dann der interne Zinsfuß ermittelt, welcher das PME darstellt und mit der IRR des PE-Fonds vergleichbar ist.

Für das Bestehen der Mehrrendite von Private Equity gibt es verschiedene Erklärungsansätze. Analog zu Analysemodellen im Kapitalmarkt werden zur Erklärung der Performance von Private Equity bestimmte Risikofaktoren herangezogen. Die Performance von Private Equity lässt sich demnach durch die Vereinnahmung von Risikoprämien z.B. für Marktrisiken, Size und Value erklären. Der Performance-Beitrag durch Marktexposure wird von verschiedenen Studien dokumentiert und war in der Vergangenheit wie auch gegenwärtig ein relevanter Werttreiber. Bei den Faktoren Size und Value ist die Datenlage weniger eindeutig. Der Size-Faktor scheint zumindest einen gewissen Teil der Performance von Private Equity erklären zu können, wenngleich der ökonomische Effekt dieses Faktors eher moderat ist und über die letzten Jahre tendenziell schwächer geworden ist. Der Value-Faktor besitzt eher geringen Erklärungswert für die PE-Performance. Insbesondere in den letzten Jahren scheint der Value-Faktor nicht mehr signifikant für die Erklärung der PE-Performance zu sein. Dies mag daran liegen, dass PE-Buyout-Fonds historisch betrachtet zwar in



tendenziell unterbewertete Unternehmen investiert haben, sich dieses Faktorexposure aufgrund höherer Bewertungen z.B. bei Technologieunternehmen und zunehmendem Bieterwettbewerb vermindert hat. Weiterhin kann die verminderte Aussagekraft des Value-Faktors möglicherweise auch dadurch erklärt werden, dass sich der Anteil von Venture-Capital-Fonds als PE-Subsegment erhöht hat. Anders als bei Buyout-Fonds liegt der Investitionsfokus von VC-Fonds nicht auf Value- sondern auf Wachstumsunternehmen, sodass sich ein entgegengesetztes Faktorexposure ergibt. Ausschließlich durch diese drei Faktoren lässt sich die Outperformance von Private Equity vermutlich nicht erklären.

In Zeiten starker Aktienmärkte sinkt die Mehrrendite von Private Equity.

Die Renditeprämie von Private Equity kann als Kompensation für die strukturellen Nachteile gegenüber Aktien wie mangelnde Fungibilität und längerfristige Kapitalbindung betrachtet werden, die Investoren verlangen. Diese häufig als Illiquiditätsprämie bezeichnete Überrendite sagt jedoch nichts über die zugrunde liegenden Faktoren der Mehrrendite aus sondern ist lediglich die Renditeerwartung von PE-Investoren.

Die Mehrrendite von Private Equity lässt sich durch die in These 3 beschriebenen operativen Maßnahmen erklären. Diese

Maßnahmen werden zum Teil durch die Vorteile einer Nicht-Notierung ermöglicht. Die konzentriertere Eigentümerstruktur erlaubt demgemäß eine direktere Veranlassung operativer Maßnahmen. Weiterhin ist Leverage ein wesentlicher Faktor für die Mehrrendite von Private Equity. Nicht zuletzt scheint auch der Aspekt der Multiplikatorarbitrage, obschon mit begrenzterem Effekt, ein weiterer Werthebel der Branche zu sein. PE-Manager sind demnach zum Teil in der Lage – sei es durch strategische Neuausrichtung oder Verhandlungsgeschick - höhere Kaufpreismultiplikatoren bei Realisierung von Beteiligungen zu erzielen. Aufgrund dieser strukturellen Eigenschaften von PE scheint das grundsätzliche Bestehen einer Überrendite gegenüber öffentlichen Märkten erklärbar.

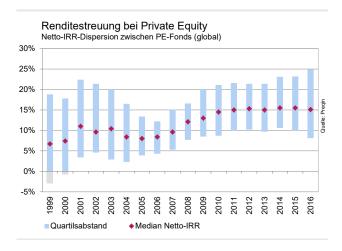
Zur Messung der Überrendite von Private Equity wird eine Betrachtung nach Auflagejahren vorgenommen. Dazu wird die IRR über die in dem jeweiligen Jahr aufgelegten PE-Fonds (in der Regel 60 bis 160 Fonds pro Jahr) berechnet. Die globale **Renditeprämie** von Private Equity beträgt im langfristigen Mittel rund **sechs Prozentpunkte**, schwankt im Zeitablauf allerdings relativ deutlich. Ein wesentlicher Grund hierfür ist die Performanceschwankung der Aktienindizes, die immer auch von der Investorenstimmung beeinflusst werden. Dadurch gerät die Überrendite von PE insbesondere in Zeiten haussierender Aktienmärkte unter Druck.

Private Equity kann vor allem in Phasen eines leicht positiven Kapitalmarktumfelds hohe Rendite aufweisen. In Zeiten starker Aktienmarktentwicklung hingegen sinkt die Mehrrendite von Private Equity und kann zeitweise sogar vollständig verschwinden. Dies zeigte sich im Zeitraum von 2012 bis 2016, in dem viele Aktienindizes eine deutlich zweistellige Performance erzielen konnten.

Vor dem Hintergrund des erwarteten moderaten Ergebniswachstums und eines begrenzt erscheinenden weiteren Zinssenkungsspielraums ist nicht damit zu rechnen, dass Aktien zukünftig ähnlich stark steigen. Entsprechend gehen wir davon aus, dass sich die Überrendite von Private Equity wieder ausweiten wird, was sich im Jahr 2018 bereits andeutete.

These 5: Im aktuellen Marktumfeld kommt der Managerauswahl eine hohe Bedeutung zu. Schwächere General Partner (GP) könnten durch anwachsende Professionalisierung und Datenqualität zukünftig unter Druck geraten.

Die gegenwärtige Marktsituation ist von einem hohen Bewertungsniveau und steigendem investierbaren Kapital geprägt. Dies stellt das Private-Equity-Segment vor Herausforderungen, da der Spielraum für marktbedingte Aufwertungen von Zielunternehmen begrenzt ist und folglich für geringere Performancebeiträge sorgt. Akquisitionen zu niedrigen Kaufpreismultiplikatoren und marktgetriebene Kaufpreisfaktorerhöhungen werden sich demzufolge kaum wertsteigernd auswirken. Durch PE-Fonds angestoßene Wertzuwächse müssen somit, neben dem Einsatz von Leverage, vor allem durch operative Maßnahmen abgebildet werden. Die erfolgreiche Initiierung und Umsetzung operativer Anpassungen erfordern allerdings Geschick und Erfahrung des Managementteams. Für weniger professionelle und erfahrene PE-Manager wird es in diesem Umfeld daher zunehmend schwieriger, branchentypische Renditen zu generieren.



Vergleicht man die Performance zwischen dem oberen und unteren Quartil so treten die Unterschiede deutlich zu

Tage. Die IRRs des unteren Quartils bewegten sich zwischen 2011 und 2015 auf einem absolut betrachtet hohen Niveau von etwa zehn Prozent. Im Jahr 2016 fiel die Netto-IRR der unteren 25% Fonds unter die Zehnprozentmarke. Der Renditeabstand zwischen dem dritten und dem ersten Quartil, der während der letzten Jahre durchweg über zehn Prozentpunkte betrug, verdeutlicht jedoch, was gute GPs in der Lage sind, an zusätzlicher Rendite zu erwirtschaften. Während der Median der Netto-IRR zwischen 1999 und 2016 bei etwa 11,5 Prozent lag, erreichte das obere Quartil der Fonds in diesem Zeitraum Netto-IRRs von über 20 Prozent und das untere Quartil der Fonds 6,5 Prozent. Der Quartilsabstand zwischen den Top-25 Prozent und den schlechtesten 25 Prozent der Fonds beträgt mithin 12,5 Prozentpunkte über diesen Zeitraum. Investoren, die zwischen 1999 und 2016 in Private Equity investierten, konnten im Mittel eine Renditeprämie gegenüber einem Großteil der Aktienindizes erwirtschaften. Investoren in Fonds aus dem unteren Quartil blieb in vielen Fällen eine Underperformance gegenüber öffentlichen Märkten und in Ausnahmefällen ein Kapitalverlust.

Die erhebliche Spreizung der Renditen in der Anlageklasse ist einerseits eine Folge der vergleichsweise konzentrierten Portfolios und der Tatsache, dass PE-Fonds anders als Investment Fonds nicht eine marktähnliche Rendite durch Replizierung eines Benchmark-Index abbilden können. Der PE-Managerauswahl kommt für den Anlageerfolg somit eine erhebliche Bedeutung zu. Bei der Beurteilung von PE-Managern sind sowohl qualitative Faktoren wie Managementteam, Strukturen und Strategie als auch quantitative Aspekte wie Track Record und Performance maßgeblich.

Allerdings wird die Beurteilung der Performance eines GPs dadurch erschwert, dass die Performance einzelner Fonds aufgrund des Marktumfelds oder anderer Umstände, die nicht im Einflussbereich des PE-Managers liegen, herrühren könnte. Abhilfe kann hier die Beurteilung von GPs auf Transaktionsebene schaffen, da hier eine mindestens zehnfach größere Stichprobe zur Performancemessung zur Verfügung steht. Wenngleich diese Herangehensweise eine höhere Konfidenz für die Evaluierung bietet, besteht dabei das Problem der Datenverfügbarkeit. Erschwert wird die Auswahl des richtigen GPs durch zunehmenden Wettbewerb im PE-Segment, wodurch Performance-Persistenz von GPs zu verwässern scheint. Ein möglicher Grund dafür ist, dass Transaktionspreise durch Bieterwettbewerb ausgereizt werden und somit einen Teil des üblichen Perfor-

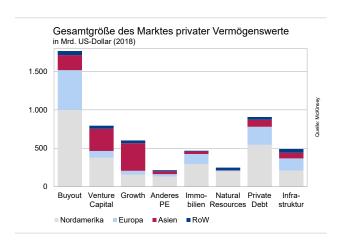
mancebeitrags von PE aufzehren. Wenngleich die Performance-Persistenz gegenwärtig schwächer ausgeprägt ist als es in der Vergangenheit der Fall war, so ist sie in Teilbereichen ersichtlich. Bei GPs aus dem unteren Quartil ist die Wahrscheinlichkeit erhöht auch zukünftig unterdurchschnittliche erfolgreiche Transaktionen abzuschließen. Als möglicher Erklärungsansatz findet sich, dass im Investorenkreis dieser GPs häufiger unprofessionellere LPs zu finden sind, die die Performance der Fonds nicht richtig bewerten können und in der Folge weiterhin bei diesen Managern investieren.

Obschon die Auswahl eines geeigneten Managers viele Investoren aus den genannten Gründen vor eine Herausforderung stellt, bieten die zunehmende Verfügbarkeit und Qualität von Daten sowie der wachsende Fundus an akademischer Literatur zu privaten Märkten die Möglichkeit, diese Bestrebungen auf ein solides Fundament zu stellen. Vor dem Hintergrund des anhaltenden Wachstums und des erhöhten Reifegrades der Anlageklasse scheint es wahrscheinlich, dass sich auch Investoren professionalisieren und GPs mit schwacher Performance unter Druck geraten werden.

These 6: Aufgrund der veränderten Rahmenbedingungen steigt für Anleger die Bedeutung, sich auch im alternativen Segment nach geeigneten Investitionen umzusehen.

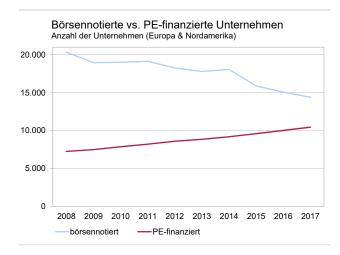
Das Universum alternativer Investments verändert sich. Lange Zeit machten Buyout-Fonds den Großteil des Segments aus. Gegenwärtig entfällt nur noch etwa ein Drittel auf diesen Teilbereich. GPs haben ihr Angebot um neue Kategorien wie Private-Debt-Fonds aber auch Spezialfonds wie Co-Investment und Secondary-Fonds erweitert und so zu einer Verbreiterung des Investitionsangebots beigetragen.

Das Wachstum des verwalteten Vermögens, zunehmender Wettbewerb, Professionalisierung der Asset Manager und Investoren, der Einsatz spezialisierter Berater sowie die Rekrutierung hochkarätiger Fachkräfte haben dafür gesorgt, dass Alternative Investments an Ansehen gewonnen haben. Beständige Mittelzuflüsse zu Secondary-Fonds und aktives Portfoliomanagement von großen Private-Equity-Investoren und Fonds haben darüber hinaus zu einem zunehmend effektiven Zweitmarkt geführt. Dadurch



haben Anleger trotz langer Laufzeiten die Möglichkeit, ihr Engagement vorzeitig zu beenden.

All diese Faktoren haben – bei gleichzeitig verringerten Renditeerwartungen für traditionellere Anlageformen – dazu geführt, dass vor allem institutionelle Investoren größere Teile ihres Vermögens im alternativen Bereich allokieren. Um die steigende Nachfrage nach Anlagelösungen zu bedienen, hat sich die Anzahl aktiver Managementgesellschaften allein in den vergangenen zehn Jahren auf weltweit mehr als 9.000 in etwa verdoppelt. Parallel hierzu ist auch die Anzahl der in Private-Equity-Hand befindlichen Unternehmen um rund 50 Prozent angestiegen.



Die Anzahl börsennotierter Aktiengesellschaften in Europa und Nordamerika hat sich im gleichen Zeitraum um etwa 30 Prozent reduziert. In den USA hat sich das Verhältnis bereits umgekehrt: Mit 7.250 Unternehmen waren zuletzt doppelt so viele Firmen Private-Equity-finanziert wie börsennotiert (3.618). Ursächlich für diese Entwicklung ist vor allem der deutliche Rückgang bei Börsengän-

gen seit der Jahrtausendwende. Deren Anzahl reicht nicht mehr aus, um insolvenzbedingte oder durch Fusionen verursachte Abgänge auf dem Kurszettel zu kompensieren.

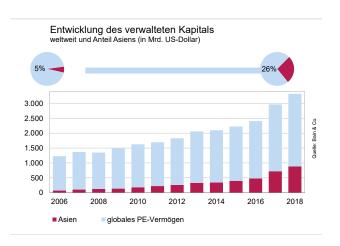
Der Hauptgrund für die nachlassende Aktivität bei Erstemissionen liegt wiederum in der besseren Verfügbarkeit von Private Equity. Einerseits ermöglichen es Spätphasenfinanzierungen jungen Firmen, ihren Kapitalbedarf länger abseits der Börsen ohne entsprechende Publizitätspflichten zu decken. Andererseits ziehen oftmals auch reifere Unternehmen im Rahmen von Wachstumsinitiativen oder einer strategischen Neuausrichtung längerfristig orientiertes privates Beteiligungskapital den eher kurzfristig ausgerichteten Kapitalmärkten vor.

Auch wenn der aggregierte Vermögenswert der Private-Equity-Beteiligungen nach wie vor lediglich rund vier Prozent der globalen Marktkapitalisierung ausmacht, steigt deren Bedeutung: Seit 2002 ist das von Private Equity verwaltete Vermögen deutlich stärker angewachsen als der globale Börsenwert aller Aktien. Entsprechend findet ein immer größerer Teil der unternehmerischen Wertschöpfung abseits der Börsen statt. Um hieran partizipieren zu können, erscheint es für Investoren zunehmend wichtig, einen Teil des Portfolios für diesen schwieriger zugänglichen Teil des Markts zu reservieren.

These 7: Die Bedeutung Asiens als wesentliches Teilsegment innerhalb der privaten Märkte nimmt zu.

Die kontinuierlichen Mittelzuflüsse in private Märkte haben dafür gesorgt, dass das verwaltete Vermögen über die vergangenen zehn Jahre um durchschnittlich zehn Prozent angestiegen ist. Zum Ende des ersten Quartals 2019 verfügten die Managementgesellschaften über einen Bestand von deutlich über sechs Mrd. US-Dollar. Trotz einer thematischen Verbreiterung des Angebots entfallen noch immer rund 60 Prozent dieses Kapitals auf Private Equity, das neben dem Buyout-Segment auch Venture Capital und Wachstumsfinanzierungen umfasst.

Fast etwas unbemerkt hat sich im vergangenen Jahrzehnt auch die geographische Verteilung des investierten Kapitals nachhaltig verändert: Angezogen vom überdurchschnittlichen Wachstum und der Größe der Volkswirtschaften haben Investoren zunehmende Teile ihres Vermögens in Richtung Asien umgeschichtet. Entfielen noch 2006

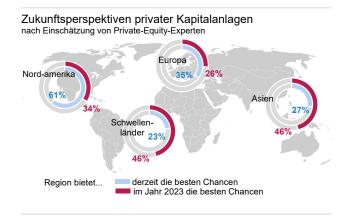


lediglich fünf Prozent des illiquiden Anlagekapitals auf diesen Kontinent, so floss zuletzt bereits jeder vierte investierte US-Dollar dorthin. Damit hat **Asien** bereits heute Europa, das nur noch einen Anteil von gut 20 Prozent am Gesamtmarkt hat, **als das zweitwichtigste Investitionsziel** nach Nordamerika abgelöst.

Nach Einschätzung von Sektorspezialisten werden sich beide Trends auch in den kommenden Jahren fortsetzen. Gemäß einer Umfrage des Branchendienstes Preqin rechnen Private-Equity-Fondsmanager mit einer weiteren Verdopplung des verwalteten Vermögens auf 14 Mrd. US-Dollar bis 2023. Dabei bleiben die Industrienationen in Nordamerika und Europa zwar vorerst die aussichtsreichsten Märkte. Angesichts des langfristigen Charakters privater Anlageformen ist es jedoch wichtig, die Perspektiven Asiens in die Anlageentscheidung einzubeziehen.

Gerade deshalb dürfte auch die **Gewichtung Asiens im Portfolio weiter zunehmen**. Denn für die von Preqin befragten Private-Equity-Experten überwiegen bereits im Jahr 2023 die Renditechancen im asiatischen Raum – aber auch in anderen Schwellenländern – die in den etablierten Märkten. Entsprechend dürfte sich auch die geographische Umschichtung bei Investoren weiter fortsetzen.

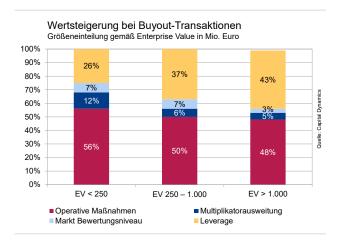
Zu beachten ist in dem Zusammenhang allerdings die abweichende Struktur der Investitionsmöglichkeiten. Mehrheitsbeteiligungen stellen in Asien nach wie vor die Ausnahme dar. Darüber hinaus ist das Durchschnittsalter der Unternehmen vergleichsweise gering; viele von ihnen sind in technologienahen Branchen tätig. Aus den genannten Gründen werden Wachstumsfinanzierungen auch weiterhin den Schwerpunkt der Aktivität im Private-Equity-Segment bilden.



Anleger, die den Gesamtmarkt abdecken wollen, sollten erwägen, ihre PE-Allokation um ein Engagement in Asien zu ergänzen. Sie sollten sich allerdings der abweichenden Risikostruktur bewusst sein. Da ein überdurchschnittlich hoher Anteil der finanzierten Unternehmen noch nicht profitabel arbeitet und die Effizienz der Märkte vorerst unterproportional bleibt, dürfte die **Performance-Streuung** von Fonds unterschiedlicher Initiatoren **hoch** bleiben. Der Managerauswahl kommt dementsprechend auch hier eine überdurchschnittliche Bedeutung zu.

These 8: In einem stabilen Konjunkturumfeld bietet der Small- und Mid-Market-Bereich im Jahr 2020 höhere Chancen als das Segment großer Buyout-Fonds.

Das Buyout-Segment lässt sich grundsätzlich in die Größensegment Small-/Mid-Market-Buyout-Fonds und Large-/Mega-Buyout-Fonds einteilen. Die Grenzen zwischen den Segmenten sind zwar nicht eindeutig definiert, allerdings werden Fonds mit einem Volumen von maximal zwei Mrd.



Euro allgemein dem Small- bzw. Mid-Market-Segment zugerechnet. Large- und Mega-Buyout-Fonds sind entsprechend Vehikel mit investierbaren Mitteln von über zwei Mrd. Euro. Viele Investoren beschäftigt dabei die Frage, welches Segment attraktiver ist.

Bei dieser Fragestellung sollten unterschiedliche Aspekte berücksichtigt werden: Performance, Risiko, Diversifikation, Wettbewerb und Managerprofessionalität. Welches Größensegment eine höhere absolute Performance generieren kann, ist nicht eindeutig zu beantworten. Einige Datenanbieter zeigen eine höhere Performance kleinerer und mittlerer Fonds, während andere Anbieter ähnliche Renditen in den beiden Größensegmenten ausweisen. Bei der Risikobewertung sollte Anlegern bewusst sein, dass die Risikofaktoren in den Größensegmenten andere Gewichtungen haben. Bei Fonds, die in kleinere Unternehmen investieren, spielt der Size-Faktor eine bedeutendere Rolle als im Large- und Mega-Buyout-Bereich. Die Zielunternehmen in letzterem Bereich sind größer und können häufig eine höhere Verschuldung tragen, sodass ein höheres Exposure zum Faktor Leverage besteht. Die Risiken für die Größenklassen sind also unterschiedlich und kommen abhängig von der Marktphase zum Tragen. Von dem Marktumfeld der letzten Jahren mit sinkenden Zinsen und stabilem moderaten Wachstum konnten insbesondere größere Fonds profitieren. Die Performance von großen Fonds ist jedoch möglicherweise abhängiger von globalen wirtschaftspolitischen Entwicklungen, da die Portfoliounternehmen globaler aufgestellt sind als die Unternehmen in kleinen Fonds. Sollten sich also in naher Zukunft durch Handelskrieg oder andere Maßnahmen Beschränkungen für international agierende Unternehmen ergeben, so dürfte dies große Vehikel eher treffen als kleinere PE-Fonds. Aus Gründen der **Diversifikation** kann es durchaus sinnvoll sein, nicht ausschließlich in ein Größensegment zu investieren.

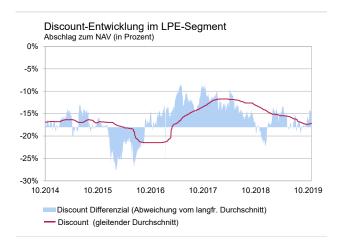
Der sich verstärkende Wettbewerb bei Private Equity hat zu steigenden Kaufpreismultiplikatoren geführt. Das Bewertungsniveau bei größeren Buyout-Transaktion ist in der Regel höher und der Bieterwettbewerb ist stärker ausgeprägt. Katalysiert wird diese Entwicklung durch die geringere Anzahl potenzieller Targets im Mega-Buyout-Bereich. Als Folge ist der Wertbeitrag durch Multipli katorarbitrage bei Large- und Mega-Market-Buyout in der Regel schwächer. Die Wahrscheinlichkeit für eine Fortsetzung dieser Entwicklung ist erhöht, da nach wie vor viele

institutionelle Investoren im Sinne einer Minimierung des administrativen Aufwands sowie zur Vermeidung einer Überdiversifizierung zusätzliches Kapital bei diesen Managementgesellschaften investieren, sodass beständig größere Vehikel aufgesetzt werden. Die Renditestreuung zwischen einzelnen Fonds ist bei kleineren Fonds erheblich höher. Mögliche Erklärungen für die höhere Dispersion sind die bei kleineren Unternehmen tendenziell größeren Schwankungen der Ergebnisse sowie ein höherer Anteil von weniger professionellen GPs. Investoren sollten bei der Managerauswahl in dem unteren Größensektor besonders sorgfältig vorgehen.

Pauschal lässt sich die Frage, welches Segment grundsätzlich vorteilhafter ist, nicht beantworten. Große und sehr große Fonds partizipieren an Aufschwungphasen in hohem Maße. Andererseits haben die Werthebel Leverage und Multiplikatorarbitrage an Effektivität eingebüßt und werden kurzfristig wohl nur geringe Performancebeiträge liefern können. Im Umfeld kleiner und mittlerer Fonds besteht zumindest die Möglichkeit der Multplikatorausweitung durch strategische Weiterentwicklung der Portfoliounternehmen. Unter den aktuellen konjunkturellen Prämissen stehen die Zeichen gut für einen günstigen Verlauf des Small- und Mid-Market-Segments.

These 9: Die Abschläge (Discounts) bei Listed Private Equity (LPE) werden sich 2020 weiter einengen und über ihrem langfristigen Durchschnitt liegen.

Seit Ende 2018 stiegen die Net Asset Values (NAVs) von LPE-Fonds um knapp zehn Prozent. Die Kurse der entsprechenden Vehikel erhöhten sich im gleichen Zeitraum jedoch um knapp 15 Prozent, sodass der Discount sich von minus 19 Prozent Ende 2018 auf minus 15 Prozent zum Jahresende 2019 einengte. Getrieben wurde diese Entwicklung zum Jahresende 2019 durch steigende Kurse der LPE-Vehikel und gleichzeitig stagnierende und zum Teil leicht sinkende NAVs. Wesentliche Discountbewegungen ergaben sich im ersten und letzten Quartal des Jahres 2019. Anfang des Jahres wirkte sich die allgemein negative Investorenstimmung auf die Kurse des LPE-Segments aus, während die NAVs zunächst stabil blieben. Zum Jahresende kehrte sich diese Entwicklung um, steigende Kurse standen stagnierenden bis leicht rückläufigen NAVs gegenüber und sorgten für einen Rückgang der Discounts. Der Druck auf die NAVs im vierten Quartal



resultierte dabei vorwiegend aus der Wechselkursentwicklung gegenüber dem US-Dollar, die Aufwertungen der Portfolios überkompensierte.

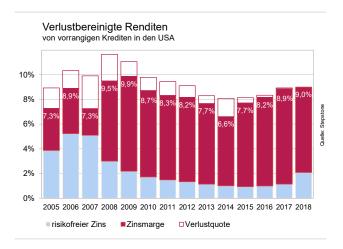
Ein Großteil der Zielunternehmen im LPE-Segment ist in den USA beheimatet, sodass neben der dortigen Konjunktur der US-Dollar-Entwicklung eine entscheidende Rolle für die NAVs zukommt. Von Seiten der wirtschaftlichen Rahmendaten erscheint eine moderat positive Entwicklung der NAVs im Jahr 2020 wahrscheinlich. Die von uns unterstellte leichte US-Dollar-Abwertung gegenüber dem Euro hätte allerdings einen gegenläufigen Effekt. Insgesamt sprechen diese Prognosen daher auf Euro-Basis tendenziell für weitgehend stagnierende NAVs.

Analog zu den Risikofaktoren bei Private Equity lassen sich bei Listed Private Equity Prämien für Size, Value und Marktrisiken vereinnahmen. Aussagekräftig sind dabei insbesondere der Marktfaktor und in geringerem Ausmaß der Size-Faktor. Die Kurse des LPE-Segments besitzen also ein ähnliches Risikoprofil wie Small-Cap-Indizes. Makroökonomische Risiken könnten im Jahr 2020 dazu führen, dass die Volatilität ansteigt und die Kurse in diesem Segment stark schwanken. Dies würde sehr wahrscheinlich zu kurzfristigen Discount-Ausweitungen führen.

Unterstellt man im Jahr 2020 also stagnierende NAVs und Kursentwicklungen von LPE-Titeln weitgehend parallel zur Prognose für den Aktienmarkt, so könnten sich die Discounts weiterhin verringern und oberhalb ihres langfristigen Durchschnitts liegen. Kurzfristige Discount-Ausweitungen durch Kursausschläge schließt dies nicht aus.

These 10: Trotz der Erwartung steigender Ausfallraten im Segment Private Debt sollten Direct-Lending-Fonds auch weiterhin deutlich positive Renditen erwirtschaften können.

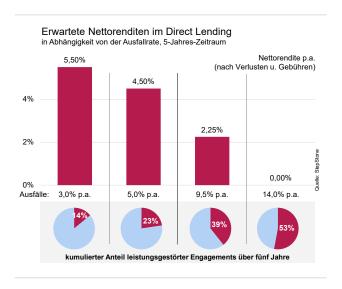
Seit dem Jahr 2004 aufgelegte Direct-Lending-Fonds haben nach Abzug von Ausfällen im Mittel eine **Bruttorendite** von 7,3 **Prozent p. a.** erwirtschaftet. Dabei schwankte die Nominalrendite auch in Abhängigkeit vom zugrundeliegenden risikofreien Zins. Zuletzt stabilisierte sie sich jedoch auf einem vergleichsweise konstanten Niveau. Obwohl der genannte 15-Jahres-Zeitraum bis 2019 die Finanzkrise und deren Nachwehen mit deutlich überdurchschnittlichen Ausfällen umfasst, lag die mittlere Verlustrate bei lediglich rund einem Prozent p. a. Zuletzt waren die Verluste aufgrund des freundlichen wirtschaftlichen Umfelds tendenziell sogar rückläufig.



Es ist nicht davon auszugehen, dass eine ähnlich geringe Verlustquote dauerhaft Bestand haben wird. Gerade im Falle von konjunkturell schwächeren Rahmenbedingungen ist bei Unternehmen mit einer Zunahme des finanziellen Drucks und damit einem Anstieg der leistungsgestörten Engagements zu rechnen. Dies wird zunächst vor allem die Eigenkapitalgeber sowie die Halter nachrangiger Forderungen treffen, allerdings auch Auswirkungen auf erstrangige Kredite haben. Diese hängen einerseits vom Anteil der von einem Ausfall ("Default") betroffenen Kredite ab, andererseits von der zu erwartenden Wertaufholung, also dem Betrag des ausstehenden Engagements, der letztlich zurückfließt. Da der Anstieg der Kaufpreise für Unternehmensbeteiligungen zuletzt vorrangig mit zusätzlichem Eigenkapital finanziert wurde, haben sich die Sicherheitspolster für Fremdkapitalgeber tendenziell erhöht. Dies spricht dafür, dass sich zukünftige Wertaufholungsquoten ("Recovery Ratios") nicht unterhalb der historischen Werte bewegen sollten. Der Anteil leistungsgestörter Darlehen lässt sich hingegen nicht seriös schätzen. Daher sollen im Folgenden die Auswirkungen unterschiedlicher Szenarien auf die Rendite eines diversifizierten Direct-Lending-Portfolios skizziert werden.

Die laufende **Verzinsung** von derzeit rund **sieben Prozent p. a.** (auf US-Dollar-Basis) **verringert die Kapitalbindung** und wirkt sich auf ein Portfolio von Anfang an **risikomindernd** aus: Unter der Annahme eines ungestörten Verlaufs hat ein Investor nach fünf Jahren bereits mehr als ein Drittel des eingesetzten Kapitals allein durch die Zinszahlungen zurückerhalten. So erklärt es sich auch, dass ein Anstieg der jährlichen Ausfälle auf drei bis fünf Prozent des Portfolios lediglich moderate Rückgänge bei der Rendite auf 4,5 bis 5,5 Prozent p. a. bewirkte. Unterstellt wird dabei eine Wertaufholung von jeweils 50 Prozent des Nominalwerts, was im Vergleich zum historischen Mittel von 77 Prozent konservativ erscheint.

Selbst wenn sich die Leistungsstörungen auf das Niveau während der Finanzkrise erhöhten, d. h. auf 9,5 Prozent p. a., wäre die zu erzielende Rendite mit 2,25 Prozent p. a. noch immer deutlich positiv. Diesem Wert liegt die Annahme zugrunde, dass die hohe Ausfallquote über den gesamten Zeitraum von fünf Jahren vorherrscht und nicht lediglich auf eine überschaubare Periode von lediglich neun Monaten wie zur Zeit der Finanzkrise. Ein Verlust aus dem Engagement resultierte erst ab einer jährlichen Ausfallquote von rund 14 Prozent über den gesamten Betrachtungszeitraum. In dem Falle müssten sich die leistungs-



gestörten Kredite im Portfolio auf mehr als die Hälfte des investierten Kapitals summieren.

Ein derartiges Szenario erscheint aus heutiger Sicht sehr unwahrscheinlich, gerade weil der Eigenkapitalpuffer auf historisch überdurchschnittlichem Niveau verharrt und erhöhte Ausfälle lediglich für einen begrenzten Zeitraum auftreten sollten. Deshalb dürften sich bei ausreichender Diversifizierung mit Direct Lending auch weiterhin deutlich positive Renditen erzielen lassen.

These 11: Auch wenn die Qualität eines Kreditengagements im Wesentlichen durch vom Darlehensnehmer zu beeinflussende Faktoren vorgegeben wird, hat auch der Manager eines Private-Debt-Fonds verschiedene Möglichkeiten, das Risiko aktiv zu steuern.

Der von einem Kreditnehmer zu zahlende Zins bemisst sich im Wesentlichen an seiner Bonität. Da die von Direct-Lending-Fonds vergebenen Engagements typischerweise nur eine geringe dingliche Besicherung bieten, ist die Bonität vorrangig von der Geschäftsentwicklung und der erwarteten Stabilität der zukünftigen Ergebnisse sowie von strukturellen Aspekten wie dem Rang der Forderung und dem Umfang vereinbarter Kreditauflagen abhängig. Je nach Risikobereitschaft des Darlehensgebers kann die **Bruttoverzinsung bis zu 14 Prozent p. a.** betragen.

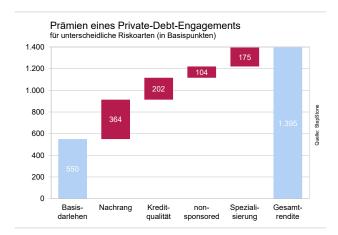
Die genannten Faktoren werden im Wesentlichen vom Kreditnehmer vorgegeben. Der Darlehensgeber kann die Bruttoverzinsung lediglich durch eine Spezialisierung auf eine – bestimmtes Wissen erfordernde – Nische oder spezielle Sourcing-Qualitäten (Identifizierung von Private-Equity-unabhängigen Transaktionen; non-sponsered)

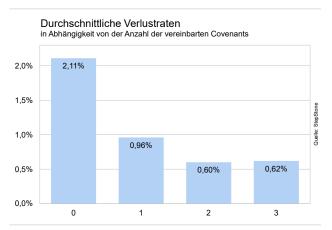
steigern. Darüber hinaus hat er jedoch Möglichkeiten, auch den Umfang der Risiken aktiv zu beeinflussen.

Ein gängiges Mittel zur **Risikosteuerung** sind **Kreditauflagen** (**sog. Covenants**). Zwar reduziert sich durch die steigende Sicherheit mit zunehmender Anzahl der Covenants die Bruttoverzinsung; allerdings lässt sich hierdurch im Gegenzug empirisch die Verlustquote deutlich reduzieren, sodass sich die Nettoverzinsung in der Vergangenheit deutlich erhöht hat.

Eine weitere naheliegende Option liegt in der Erhöhung der **Diversifizierung durch eine möglichst breite Ausrichtung** des Portfolios. Aufgrund der vordefinierten Nominalrendite ist das Wertsteigerungspotenzial begrenzt. Eine Überdiversifizierung ist mithin nicht möglich. Einzelne Ausfälle innerhalb des Portfolios wirken sich jedoch deutlich weniger stark aus, je geringer die jeweilige Position ist. Erhöht ein Fonds entsprechend die Anzahl der verauslagten Kredite, so verringert er auch die Varianz der Verlustraten und somit das Risiko des Gesamtengagements.

Eine weniger offensichtliche Möglichkeit zur Beeinflussung des Rendite-Risiko-Profils liegt in der **Zusammenstellung des Gläubigerkonsortiums** für einzelne Transaktionen. So zeigt sich, dass im Falle notleidender Engagements die Abstimmung zwischen den Kreditgebern mit Zunahme der Anzahl an beteiligten Parteien erschwert wird. Dies kann im Einzelfall an mangelnder Einigung liegen oder daran, dass keiner der Kreditgeber die Initiative ergreift. Unabhängig davon führt dies jedoch zu einem sub-optimalen Ergebnis und damit zu einer Wertaufholung unterhalb der theoretischen Möglichkeiten. Da sich die Verluste infolgedessen erhöhen, wirkt sich dies unmittelbar auf die mittlere Nettorendite aus.





## Beteiligungen: Maßnahmen

# Maßnahme 1: Private-Equity-Allokation unverändert belassen und Kapitalzusagen entsprechend im Jahr 2020 tätigen

Das Bewertungsniveau für Buyout-Transaktionen befindet sich zwar auf einem sehr hohen Niveau. Ein wesentlicher Treiber dieser Entwicklung ist der steigende Anteil von Technologie-Transaktionen, bei denen häufig hohes zukünftiges Wachstum eingepreist wird. Die Tatsache der zeitlichen Diversifikation über die Investitionsperiode hinweg und dass neben dem Bewertungsniveau weitere Faktoren ausschlaggebend für die PE-Performance sind, sollten PE-Investoren veranlassen, auch im Jahr 2020 in diesem Segment zu investieren.

# Maßnahme 2: PE-Portfolio über Größensegmente und Regionen diversifizieren

Die unterschiedlichen Größensegmente im Bereich Private Equity besitzen verschiedene Risikoexposures und generieren ihre Renditen demnach über andere Faktorgewichtungen. Während in bestimmten Phasen Large- und Mega-Fonds besser abschneiden, können in anderen Zeiten Small- und Mid-Market-Fonds höhere Renditen aufweisen. Weiterhin nehmen viele Managementgesellschaften Asien als Region in ihren Fokus. Anleger, die ein breit diversifiziertes PE-Portfolio aufbauen wollen, sollten über eine Allokation in diesem Bereich nachdenken. Das Risikoprofil bei Fonds, die sich in dieser Region engagieren, ist jedoch ein anderes als bei Europa- oder US-Fonds, da es sich bei den Zielunternehmen häufig um Minderheitsbeteiligungen handelt und die Performance-Streuung höher ist.

# Maßnahme 3: Für Anleger, die Listed Private Equity bereits in ihrem Portfolio haben, könnten sich im nächsten Jahr interessante Ausstiegszeitpunkte ergeben

Bei der prognostizierten Entwicklung mit stagnierenden NAVs und leicht steigenden Kursen der LPE-Vehikel werden sich die Discounts im nächsten Jahr oberhalb ihres langfristigen Durchschnitts bewegen. Anleger, die LPE als taktischen Baustein im PE-Portfolio nutzen, können günstige Gelegenheiten für einen Ausstieg nutzen. Anleger, bei denen LPE einen Private-Equity-Ersatz darstellt, sollten ihre Positionen beibehalten.

# Maßnahme 4: Die Allokation im Bereich Private Debt sollte konstant gehalten werden

Aufgrund der vergleichsweise hohen Verzinsung, aktuell höherer Eigenkapitalpuffer der finanzierten Unternehmen, der Möglichkeiten von Private-Debt-Fonds, Risiken aktiv zu steuern und der auch in Krisenjahren auskömmlichen Rendite bietet Direct Lending über den gesamten Konjunkturzyklus ein attraktives Rendite Risikoprofil. Anleger sollten ihre Allokation im Portfolio daher konstant halten.

#### Strategiebeitrag Beteiligungen in 2020

Das Segment Beteiligungen ermöglicht als Kompensation für die Übernahme bestimmter Risiken und struktureller Nachteile an unternehmerischer Wertschöpfung zu partizipieren. Die absolute Performance sowie die Performance im Vergleich zu investierbaren Alternativen am Kapitalmarkt ist attraktiv. Für Investoren leisten Beteiligungen einen wichtigen Performanceund Diversifikationsbeitrag.

# JAHRESRÜCKBLICK

## Konjunktur und Geldpolitik: Rückblick 2019

These 1 für 2019: 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. ✓

Sowohl in den USA als auch in China hat sich das Wachstum 2019 verlangsamt. In den USA verlangsamte es sich von 2,9 auf voraussichtlich 2,3 Prozent, in China von 6,6 auf 6,1 Prozent.

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

Mit voraussichtlich 6,2 Prozent Wachstum im Fiskaljahr 2019 hatte Indien unter den großen Volkswirtschaften das höchste Wachstum, das aber unter dem Vorjahreswert lag.

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

In beiden Ländern war das Wachstum 2019 enttäuschend. Brasilien lag mit voraussichtlich 1,0 Prozent unter dem Vorjahreswert von 1,1 Prozent. Japan wird mit einem Wachs-

tum von voraussichtlich 0,9 Prozent nur knapp über dem Vorjahreswert liegen.

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

Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich noch deutlicher von 3,6 auf voraussichtlich 3,1 Prozent verlangsamt.

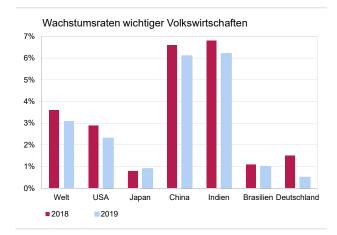
These 5 für 2019: Die Zinskurve in den USA signalisiert noch keine bevorstehende Rezession in den USA. ✓

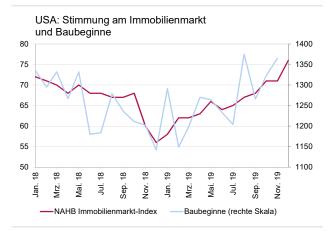
Der Zinsabstand zwischen lang- und kurzlaufenden Anleihen war 2019 zwar teilweise invers, am Jahresende aber wieder positiv.

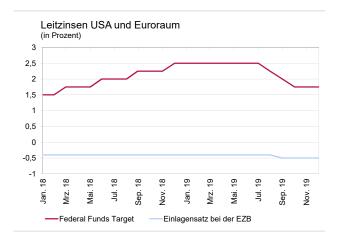
These 6 für 2019: Der private Immobilienmarkt wird sich in den USA weiter abkühlen. —

Die deutlichen Zinssenkungen der US-Notenbank haben eine Abkühlung des Immobilienmarkts verhindert.

These 7 für 2019: 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 den USA verlangsamte sich das Wachstum von 2,9 auf voraussichtlich 2,3 Prozent.

Der Hauptfokus der US-Zölle waren 2019 chinesische Importe. Im kleineren Umfang wurden aber auch Importe aus Europa, Argentinien, Brasilien und anderen Ländern mit Zöllen belegt.

These 9 für 2019: Die Fed verlangsamt 2019 das Tempo der Zinserhöhungen. ✓

Die Fed verlangsamte nicht nur das Tempo der Zinserhöhungen, sondern senkte die Zinsen insgesamt dreimal um jeweils 25 Basispunkte.

These 10 für 2019: 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.

Das Wachstum in China wird 2019 voraussichtlich bei 6,1 Prozent liegen.

These 11 für 2019: Ein ungeordneter Brexit ist unwahrscheinlich. Falls das Unterhaus im Januar den Vertragsentwurf für den EU-Austritt ablehnt, ist eine Verschiebung des Brexit-Austrittstermins wahrscheinlich.

Großbritannien ist 2019 nicht aus der EU ausgetreten. Der Austrittstermin wurde zweimal verschoben.

These 12 für 2019: Italien bleibt ein Stabilitätsrisiko für den Euroraum. ✓

Bis zum Ausscheiden Matteo Salvinis aus der Regierung sorgte Italien für einige Turbulenzen, die sich auch in Ausweitungen der Risikoaufschläge für italienische Staatsanleihen auswirkte.

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

Die EZB erhöht 2019 die Zinsen nicht, sondern senkte den Einlagensatz von minus 0,4 auf minus 0,5 Prozent. Zugleich wurde das Anleiheankaufprogramm neu aufgelegt.

These 14 für 2019: Das Wachstum in Deutschland wird 2019 knapp unter dem des Vorjahrs liegen. (

)

Mit einem Wert von voraussichtlich 0,5 Prozent wird das Wachstum deutlich unter dem Wert von 1,5 Prozent im Jahr 2018 liegen.

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

Die Spannungen innerhalb der großen Koalition haben 2019 zwar zugenommen, doch nicht zu einem Bruch geführt. Friedrich Merz scheute beim CDU-Parteitag die offene Konfrontation mit Annegret Kramp-Karrenbauer, und auch die beiden neu gewählten SPD-Vorsitzenden blieben in ihrer Kritik an der großen Koalition verhalten.

#### Devisenmarkt: Rückblick 2019

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

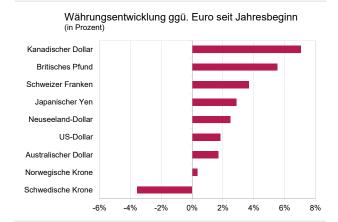
Die von uns prognostizierten Entwicklungen sind weitgehend eingetroffen und der US-Dollar konnte gegenüber dem Euro im Jahresverlauf 2019 aufwerten. Zum Jahresende lag der tatsächliche Wechselkurs mit 1,12 US-Dollar pro Euro auf unserer Prognose.





These 2 für 2019: Das Britische Pfund könnte positiv überraschen. ✓

Der Rücktritt Theresa Mays sowie die Neuwahlen im Dezember 2019 haben Bewegung in die verfahrene Situation um den Austritt Großbritanniens aus der EU gebracht. Diese Entwicklung war ausreichend, um dem Britischen Pfund Rückenwind zu geben. Im letzten Jahr gehörte das Pfund mit einer Aufwertung von über fünf Prozent zu den stärksten Währungen.



These 3 für 2019: Stabile Aussichten für den Schweizer Franken. ✓

Der Schweizer Franken konnte im abgelaufenen Jahr weiter zulegen. Politische Unsicherheiten untermauerten den Status der Währung als sicherer Hafen. Zudem wurde die EZB im Jahr 2019 wieder expansiver, während die Geldpolitik der SNB unverändert blieb. Dies stützte den Schweizer Franken.

These 4 für 2019: Während der Japanische Yen gegenüber dem Euro weiter aufwertet, bleibt der Chinesische Yuan gegenüber dem US-Dollar stabil. (🗸)

Der Japanische Yen konnte im abgelaufenen Jahr weiter gegenüber dem Euro aufwerten. Die expansivere Geldpolitik sowie der Status des Yen als sicherer Hafen waren die Hauptgründe. Der eskalierende Handelskonflikt zwischen China und den USA führte jedoch zu einer Abwertung des Chinesischen Yuan gegenüber dem US-Dollar. In den Handelsstreitigkeiten werden die Währungen zunehmend als Waffe betrachtet.

These 5 für 2019: Die Dollar-Peripherie steht im Schatten des US-Dollar.  $(\checkmark)$ 

Der Australische Dollar und der Neuseeland-Dollar konnten anders als der US-Dollar im abgelaufenen Jahr nur eine minimale Aufwertung gegenüber dem Euro verzeichnen. Dagegen war der Kanadische Dollar unter den großen OECD-Währungen diejenige mit der besten Wertentwicklung. Die Aufwertung des Kanadischen Dollar gegenüber dem Euro war deutlich stärker als die des US-Dollar.

## Geldmarkt: Rückblick 2019

These 1 für 2019: Die EZB wird den Einlagen- und Leitzins geringfügig nach oben anpassen. Die Zinsen für kurzlaufende Anleihen steigen in der zweiten Jahreshälfte etwas an. —

Für das letzte Jahr hatten wir erwartet, dass die Notenbanken ihre Geldpolitik restriktiver gestalten. Für Europa hatten wir vor allem darauf hingewiesen, dass die EZB die Stabilitätsrisiken ihrer sehr lockeren Geldpolitik im Auge behalten muss und deswegen den Banken mit einer graduellen Erhöhung der Zinsen unter die Arme greifen wird.

Die konjunkturelle Entwicklung hat sich aber relativ deutlich abgeschwächt und die Industrie im Euroraum ist in die Rezession gefallen. Die EZB hat auf diese Entwicklung im Jahresverlauf reagiert und im September eine Senkung des Einlagenzinses und eine Reaktivierung ihres Anleihekaufprogramms beschlossen.

Die von uns benannten Stabilitätsrisiken sind aufgegriffen worden, indem die Notenbank im Zuge der Senkung des Einlagensatzes Freibeträge eingeführt hat, die die Belastungen der Banken etwas abmilderten. Beim Einlagensatz lagen wir also daneben, für den Leitzinssatz, der unverändert bei null Prozent belassen wurde, hatten wir lediglich eine minimale Erhöhung von fünf Basispunkten prognostiziert, sodass die Abweichung zwischen Prognose und tatsächlichem Wert kaum ins Gewicht gefallen ist. Wir hatten zudem erwartet, dass die Zinsen am Geldmarkt das Jahr über im negativen Bereich verbleiben. Auch dies ist eingetroffen.



#### Rentenmarkt: Rückblick 2019

Die Anleihemärkte verzeichneten ein bemerkenswertes Jahr und konnten in nahezu allen Segmente eine positive, oft zweistellige Performance erzielen. Dies ist auf den ersten Blick eine erfreuliche Entwicklung, allerdings belastet der Rückgang der Zinsen die Performanceaussichten für die nächsten Jahre nicht unwesentlich. Bemerkenswert war auch, dass nicht nur die Rentenmärkte haussierten, sondern auch die Aktienmärkte.

These 1 für 2019: Bei Bundesanleihen steigt die Rendite zehnjähriger Titel bis zum Jahresende nur leicht auf 0,4 Prozent an. —

Zu Jahresbeginn 2019 lag die Rendite einer zehnjährigen Bundesanleihe noch bei 0,24 Prozent im positiven Bereich und fiel im Jahresverlauf kräftig auf einen Tiefstwert von minus 0,71 Prozent. Am Jahresende standen minus 0,19 Prozent zu Buche.

Auslöser dieser Entwicklung waren auch hier die sich verschlechternden Konjunkturdaten, die Spekulationen auf eine expansivere Geldpolitik neue Nahrung gaben. Als sich immer mehr abzeichnete, dass die EZB die konjunkturellen Probleme in gewohnter Manier mit einem neuen kräftigen geldpolitischen Impuls angehen will, griffen Anleger bei Bundesanleihen zu. Insbesondere die Erwartung an ein erneutes Anleihekaufprogramm heizte die positive Stimmung der Anleiheinvestoren weiter an.

Zwischenzeitlich lag bei Bundesanleihen die gesamte Zinsstrukturkurve im negativen Bereich, sodass auf Fälligkeit selbst bei den dreißigjährigen Titeln mit einer negativen Rendite gerechnet werden musste.

Auch wenn wir mit unseren Zinsprognose daneben lagen, hat unsere taktische Allokation vom Jahresanfang 2019 einen Mehrwert erbracht. Denn wir haben trotz unserer verhaltenen Zinserwartungen zu einer neutralen Positionierung bei der Duration geraten, was angesichts des Zinsrückgangs absolut gesehen eine beachtliche Performance erbracht hat.

These 2 für 2019: US-Staatsanleihen erbringen über die gesamte Kurve einen positiven Ertrag. ✓

Auch in den USA gingen die Zinsen kräftig zurück und fielen im Bereich der zehnjährigen Titel auf 1,46 Prozent. Im kürzeren und längeren Laufzeitenbereich war ebenfalls ein Zinsrückgang zu vermelden. Besonders stark haben dreißigjährige Titel performt, die in US-Dollar gerechnet 19 Prozent Performance erbracht haben. Am Jahresende rentierten zehnjährige US-Staatsanleihen bei 1,92 Prozent.

Auch in den USA kam es zu einer geldpolitischen Wende. So hat die Fed im letzten Jahr dreimal die Zinsen gesenkt und damit die Renditen am kurzen Ende nach unten gebracht. Der Zinsrückgang vollzog sich aber angesichts der konjunkturellen Eintrübung und der Sorgen bezüglich des Handelskonflikts vor allem am längeren Ende. Dies führt dazu, dass die Zinsstrukturkurve im Jahresverlauf sehr flach wurde und in einigen Bereichen der Kurve invertierte. Diese Inversion hat sich zum Ende des letzten Jahres, als die Renditen bei längeren Anleihen wieder anstiegen, zurückgebildet. Dennoch ist die US-amerikanische Zinsstrukturkurve nach wie vor sehr flach.

These 3 für 2019: Die italienischen Anleihespreads verharren auf hohen Niveaus. —

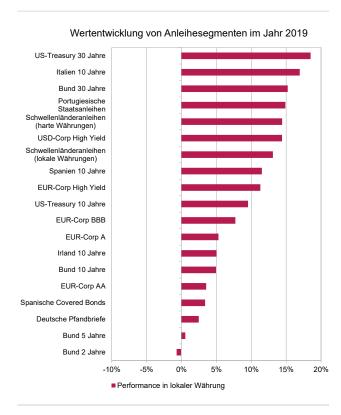
Italienische Anleihen gehörten im letzten Jahr zu den renditestärksten Anlagesegmenten überhaupt und erbachten 17 Prozent im zehnjährigen Bereich. Dabei kam die Performance von den fallenden Zinsen, aber ebenso von einem Rückgang der Anleihespreads, die sich von 250 Basis-

Italien: Anleihespread zu Bundesanleihen, zehn Jahre Laufzeit (in Basispunkten)

250
200
150
0
82
0
150
0
82
0
150
0
82
0
150
0
83
0
84
0
85
0
86
0
87
0
88
0
88
0
88

punkte zu Jahresbeginn auf 150 Basispunkte deutlich einengen konnten.

Auslöser der Rallye bei italienischen Titeln war eine relative Entspannung der politischen Lage, nachdem Matteo Salvini nach einem Machtkampf aus der Regierung ausschied. Anleger suchten im Umfeld tiefer Zinsen zudem höher rentierliche Anleihen.



These 4 für 2019: Die Renditeaufschläge bei Unternehmensanleihen aus dem High Yield- und Investment Grade-Bereich steigen an. -

Durch den massiven Zinsrückgang und die sich dadurch verschärfende Suche nach Rendite haben sich viele Anleger wieder verstärkt den Unternehmensanleihen zugewendet. Da die konjunkturelle Entwicklung sich zwar abschwächte, aber eine Rezession in der Gesamtwirtschaft im Euroraum abgewendet werden konnte, blieb die Risikofreude hoch und die Spreads gingen zurück. Hinzu kommt, dass die EZB zum Jahresende 2019 im Rahmen ihres Anleihekaufprogramms wieder Unternehmensanleihen erwirbt.

These 5 für 2019: Schwellenländeranleihen verzeichnen angesichts der restriktiven US-Geldpolitik moderate Verluste. —

Da statt einer restriktiven eine expansive US-Geldpolitik verfolgt wurde, konnten sich Schwellenländeranleihen gut schlagen. Spreadrückgänge haben neben dem von den USA ausgehendem Rückgang des Weltzinsniveaus zusätzlich zu einer erfreulichen Performance geführt.

Dabei war die politische und ökonomische Situation in vielen Schwellenländern nicht unbedingt positiv. In einigen Ländern wie Chile oder Argentinien kam es zu Unruhen. Anderen Staaten wie China oder Mexiko haben unter dem Handelskonflikt gelitten. Dennoch kehrten die Anleger auf der Suche nach Renditen in die Schwellenländer zurück.

These 6 für 2019: Inflationsindexierte Anleihen könnten von überraschend ansteigenden Preisen profitieren. —

Im letzten Jahr gingen die Inflationserwartungen zurück, sodass nominale Anleihen ihre inflationsindexierten Pendants geschlagen haben. Investoren haben angesichts der konjunkturellen Unsicherheiten bezüglich der zukünftigen Inflation eine pessimistischere Haltung angenommen.

#### Aktienmarkt: Rückblick 2019

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

Das **konjunkturelle Umfeld** hat sich im Jahr 2019 deutlich verschlechtert. Dementsprechend enttäuschend verlief die Gewinnentwicklung der Unternehmen. Während in den USA immerhin ein Nullwachstum erreicht wurde, waren die Gewinnzuwachsraten in Europa, Japan und den Schwellenländern negativ.

These 2 für 2019: Bewertungsveränderungen liefern keinen positiven Performance-Beitrag am Aktienmarkt. —

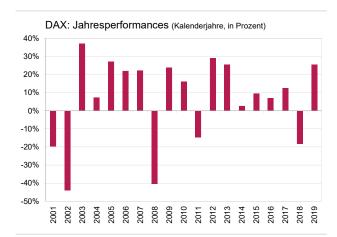
Die positiven Aktienmarktrenditen des Vorjahres sind fast ausschließlich auf Ausweitungen der Bewertungen zurückzuführen. Die Multiplikatoren profitierten dabei von einer **18o-Grad-Wende der globalen Zentralbanken**, die von einer eher restriktiveren Politik zurück in eine expansive Geldpolitik geschwenkt sind.

These 3 für 2019: Die Dividendenrendite wird stabil bleiben, Ausschüttungen aus Aktienrückkäufen werden abnehmen. ✓

Die Dividendenrenditen sind in der Breite stabil geblieben. Zwar zeigen sie im Jahr 2019 einen leichten Anstieg im Vergleich zum Vorjahreszeitraum, dieser ist aber durch den starken Aktienmarkteinbruch am Jahresende 2018 bedingt. Die Aktienrückkäufe haben in der ersten Jahreshälfte 2019 abgenommen. Es kann davon ausgegangen werden, dass dies auch in der zweiten Jahreshälfte im Vergleich zum Vorjahr der Fall war. Im Jahr 2018 hatte es ungewöhnlich hohe Rückkäufe gegeben, die in den USA durch die **Repatriierung ausländischer Cash-Bestände** ausgelöst waren.

These 4 für 2019: Wir erwarten den DAX zum Jahresende moderat höher bei 10.850 Punkten. —

Zwar haben wir die Richtung der DAX-Entwicklung richtig eingeschätzt, jedoch das Ausmaß der Kurssteigerungen unterschätzt. Während wir nur von einer sehr moderaten



Kurssteigerung ausgegangen waren, verzeichnete der DAX mit **25,5 Prozent** die beste Jahresperformance seit sieben Jahren.

These 5 für 2019: Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende bei 2.550 Punkten. —

Wie zuvor beim DAX haben wir im Ausblick zwar die Richtung des Aktienmarktes korrekt eingeschätzt (positiv), jedoch auch auf dem US-Markt das Gesamtausmaß der positiven Kursentwicklung unterschätzt. Auf Jahressicht legte der S&P 500 um **28,9 Prozent** zu.

These 6 für 2019: Large Caps werden eine bessere risikoadjustierte Rendite als kleinere Unternehmen aufweisen. ✓

In den USA erreicht der Large Cap-Index Russell 1000 mit 28,9 Prozent eine um rund fünf Prozentpunkte höhere Rendite als der Small-Cap-Index Russell 2000 und wies gleichzeitig eine deutlich geringere Volatilität auf. In Europa konnte zwar der Stoxx Europe Small 200 mit 26,3 Prozent etwa vier Prozentpunkte besser performen als der Stoxx Europe Large 200. Dafür wies der europäische Large Cap-Index aber eine geringere Volatilität auf, sodass die risikoadjustierte Rendite des Large Cap-Index im Ergebnis besser war als die des Small Cap-Index.

These 7 für 2019: Die defensiven Sektoren Nahrungsmittel, nichtzyklische Konsumgüter und Gesundheit werden in Europa und den USA outperformen. (

)

Die **defensiven Sektoren** konnten in Europa den Markt outperformen. Gesundheit und Nahrungsmittel lagen über der Benchmark, nichtzyklische Konsumgüter auf der Benchmark. In den USA waren die defensiven Sektoren schwächer als der breite Markt. Hier dominierte der Technologie-Sektor.

These 8 für 2019: Der Stoxx 600 besitzt im Spätzyklus ein attraktiveres Profil als der DAX und der S&P 500.

Das Rendite-Risiko-Profil des Stoxx 600 war im Jahr 2019 vergleichbar mit dem S&P 500. Zwar erzielte der europäische Markt etwas weniger Rendite, dafür war aber ebenso die Volatilität geringer. Im Vergleich zum DAX konnte der Stoxx 600 ein attraktiveres Rendite-Risiko-Profil aufweisen.

	STOXX 600	DAX	S&P 500
Performance	27,6%	25,5%	31,5%
Volatilität	11,1%	13,7%	12,2%
Rendite/Volatilität	2,5	1,9	2,6

These 9 für 2019: Die Faktoren Low Vola und Qualität werden die Faktoren Momentum und Wachstum outperformen. ( )

Die Ergebnisse des letzten Jahres sind nicht eindeutig. Während Qualität die Faktoren Growth und Momentum in der absoluten sowie in der risikoadjustierten Performance dominiert hat, ist Low Vola in den USA in der reinen Performance-Betrachtung stark gewesen, in Europa hingegen schwach. Risikoadjustiert konnte Low Vola in Europa Momentum outperformen, jedoch nicht Growth. In den USA war Low Vola risikoadjustiert der beste Faktor.

	LOW VOLA	MOMENTUM	QUALITÄT	GROWTH
Europa				
Performance	20,0%	26,0 %	32,1%	31,1%
Volatilität	7,9%	11,1%	11,1%	11,1 %
Rendite / Volatilität	2,5	2,3	2,9	2,8
USA				
Performance	20,0%	26,0 %	32,1%	31,1%
Volatilität	7,9 %	11,1%	11,1%	11,1 %
Rendite/ Volatilität	2,5	2,3	2,9	2,8

These 10 für 2019: Schwellenländer werden durch eine Zunahme der Wachstumsdifferenz zu den entwickelten Ländern wieder attraktiver. —

Anders als erwartet haben die konjunkturellen Daten aus den Schwellenländern enttäuscht. Dementsprechend sind auch die Wachstumsdifferenzen zwischen den entwickelten Ländern und den Schwellenländern nicht angestiegen. Der MSCI Emerging Markets Index performte in der Konsequenz deutlich schwächer als der MSCI World.



## Rohstoffmarkt: Rückblick 2019

These 1 für 2019: Der Goldpreis liegt am Jahresende bei 1.200 US-Dollar je Feinunze. —

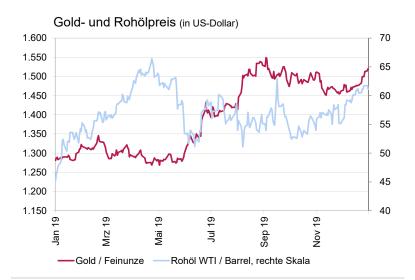
Gold profitierte von der geldpolitischen Wende und konnte deutlich auf 1517 US-Dollar je Feinunze zulegen. Durch die rückläufigen Zinsen sind die Realzinsen so tief gefallen, dass sie lediglich etwas über der Null-Prozent-Markt liegen. Dies machte Gold als Alternative zu sicheren Anleihen attraktiver.

Hinzu kam, dass die globalen Notenbanken als Nachfrager auf den Plan traten und ihre Tresore mit Gold füllten. Dies erfolgt zur Diversifizierung der Devisenreserven und um das Vertrauen in die jeweiligen Notenbanken und das mit ihr verbundene Finanzsystem zu stärken.

These 2 für 2019: 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. ✓

Der Preis eines Barrel Rohöl der Sorte WTI betrug am Jahresende 61 US-Dollar und lag damit sehr dicht an unserer Prognose vom Jahresbeginn. Geholfen hat dem Rohölpreis die Hausse bei risikoreichen Investments.

Hinzu kam, dass die OPEC-Produzenten die Förderung weiter gekürzt haben. So ist im Dezember des letzten Jahres eine Förderkürzung von 500.000 Barrel beschlossen worden.



These 3 für 2019: Die Preise von Industriemetallen können von einer zu geringen Minenproduktion profitieren und etwas zulegen. —

Industriemetalle haben sich im letzten Jahr überwiegend seitwärts entwickelt. Konjunktursorgen und eine abnehmende Industrieproduktion haben die Preise belastet und dazu geführt, dass die Märkte gut versorgt geblieben sind.

## Hedgefondsmarkt: Rückblick 2019

These 1 für 2019: Im Jahr 2019 wird es Nettoabflüsse aus Hedgefonds-Strategien geben. ✓

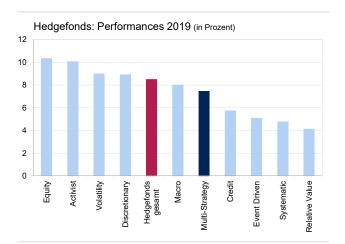
In den ersten drei Quartalen des Jahres 2019 gab es jeweils Nettoabflüsse aus Hedgefondsstrategien von 22,1 Mrd., 25,3 Mrd. bzw. 34,4 Mrd. US-Dollar. Auch über das Gesamtjahr 2019 dürfte die Hedgefondsindustrie damit Nettoabflüsse verzeichnet haben.

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

Im Jahr 2019 kam es nicht zu weiteren Zinsanstiegen und auch der Aktienmarkt zeigte eine starke Performance. Daher waren marktneutrale Strategien, die vor allem in Zeiten steigender Zinsen und unsicherer Aktienmärkte attraktiv sind, wenig gefragt.

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

Nachdem die Multistrategie-Fonds im Jahr 2018 noch Zuflüsse verzeichnen konnten, zogen Anleger in den ersten drei Quartalen 2019 netto Geld ab. In der Performance waren Multistrategie-Fonds nach Zahlen von Preqin per Oktober 2019 mit 7,45 Prozent zwar positiv, in der Breite jedoch etwas schwächer als der Gesamtmarkt, der 8,5 Prozent Performance zum gleichen Zeitpunkt verzeichnete.



These 4 für 2019: Die Managerselektion ist bei Hedgefonds besonders wichtig. ✓

Die Streuung der Performance innerhalb der jeweiligen Hedgefondsstrategien war auch im Jahr 2019 sehr hoch. So verloren die fünf schlechtesten in der Morningstar-Datenbank gelisteten Event-Driven Hedgefonds mehr als fünf Prozent im Jahr 2019, während die besten fünf Fonds jeweils mehr als 23 Prozent gewannen. In den anderen Hedgefonds-Kategorien war das Bild vergleichbar. In einigen Kategorien betrug der Unterschied zwischen den schwächsten und den stärksten Fonds mehr als 50 Prozentpunkte. Dagegen waren die Differenzen zwischen den einzelnen Strategiesegmenten gering. Laut Daten von Preqin lagen zwischen den Mittelwerten der besten und der schwächsten Strategien weniger als sieben Prozentpunkte. Vor allem die Managerselektion ist daher für den Investmenterfolg entscheidend.

## Immobilienmarkt: Rückblick 2019

These 1 für 2019: Deutsche Wohnimmobilien – "Speckgürtel" mit größerer Wachstumsdynamik als die Kernstädte. ✓

Nimmt man die Entwicklung der Angebotsmieten und Kaufpreise der sieben führenden deutschen Wohnmärkte zur Grundlage (Basis: Homeday Preisatlas), dann hat sich die Preisentwicklung im Zeitraum drittes Quartal 2018 bis drittes Quartal 2019 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum in den Kernstädten deutlich abgeflacht. Im Speckgürtel der Großstädte ist das Preisniveau hingegen im gleichen Zeitraum deutlich angestiegen. So ist beispielhaft das Preiswachstum für Eigentumswohnungen in den Hamburger Umlandgemeinden von 4,1 Prozent auf 8,6 Prozent gestiegen, während die Wachstumsdynamik im Stadtgebiet Hamburg von 5,3 auf 5,0 Prozent zurückgegangen ist.

These 2 für 2019: Das Mietrechtsänderungsgesetz dämpft die Mietpreisdynamik in Märkten mit angespanntem Wohnungsmarkt wirksam. Modernisierungen im Bestand werden drastisch zurückgefahren.

Nach einer Auswertung des Bundesinstitutes für Bau-, Stadt- und Raumforschung sind die Angebotsmieten in deutschen Großstädten im ersten Halbjahr 2019 im Durchschnitt um 4,4 Prozent gestiegen. Im Vorjahreszeitraum 2018 lag die Steigerungsrate noch bei 5,4 Prozent. Eine leicht abnehmende Tendenz ist folglich zu erkennen. Wir gehen aber davon aus, dass dies nicht ausschließlich auf die Gesetzesänderung zurückgeführt werden kann. Auch eine sinkende Fluktuation und Ausweichbewegungen in die Umlandgemeinden trugen dazu bei.

Die Wirksamkeit regulativer Eingriffe in den Wohnungsmarkt auf die Investitionsbereitschaft von Eigentümern in die Bestände lässt sich aktuell anhand des Berliner Mietendeckels belegen. Hier veröffentlichte die Berliner Handwerkskammer den Verlust von Bauaufträgen im mittleren zweistelligen Millionenbereich.

These 3 für 2019: Die geplante Steuerbegünstigung für den Neubau von Mietwohnungen geht am Bedarf vorbei. ✓

Das entsprechende Gesetz ist zum 8. August 2019 in Kraft getreten, sodass der Überprüfungszeitraum noch sehr kurz ausfällt. Im Rahmen der eigenen Marktbeobachtung und durch die Analyse angebotener Neubauprojekte können wir jedoch feststellen, dass uns kein einziges Projekt untergekommen ist, das die Baukostenobergrenze, die zur Förderung berechtigt, eingehalten hätte. Da unser Investitionsfokus stark auf die angespannten Wohnungsmärkte ausgerichtet ist, sehen wir unsere These im Grundsatz bestätigt.

These 4 für 2019: Baukapazitäten unter Überlast schmälern die Bauherrenrendite durch Kostensteigerungen sowie abnehmende Bau- und Vertragsqualität. ✓

Der Baupreisindex des Statistischen Bundesamts weist für Wohn- und Nichtwohngebäude im 3. Quartal 2019 eine Steigerung von 4,1 Prozent zum Vorjahresquartal aus. Laut Hauptverband der deutschen Bauindustrie ist die Anzahl der Beschäftigen von 2018 zu 2019 jedoch nur um 2,2 Prozent gestiegen.

Eine Studie des Bauherren-Schutzbundes zu Baumängeln bei Ein- und Zweifamilienhäusern stützt unsere Erkenntnisse. Demnach treten durchschnittlich 29 Mängel beim Hausbau auf. Aufgrund der höheren Komplexität bei der Errichtung von Mehrfamilienhäusern und gewerblich genutzten Immobilien ist davon auszugehen, dass die Mängelhäufigkeit hier noch höher liegt. Die Ursache ist oftmals schon vor Baubeginn angelegt. So fehlen in 99 Prozent der Fälle wichtige Planunterlagen.

These 5 für 2019: Gewerbliche Immobilienmärkte Deutschland – Investmentumsätze haben ihr zyklisches Maximum erreicht, Preise stabilisieren sich auf hohem Niveau.

In sechs der sieben wichtigsten deutschen Büromärkte sind die Spitzenrenditen 2019 weiter zurückgegangen, wenngleich mit einer gegenüber den Vorjahren abgeschwächten Dynamik.

Die Jahresumsätze für Gewerbeimmobilien legten deutschlandweit geringfügig um ein Prozent gegenüber Vorjahr zu. In den führenden deutschen Metropolen betrug das Wachstum drei Prozent. Dieses war jedoch getragen vom Berliner Investmentmarkt, dessen Transaktionsvolumen um 71 Prozent zugenommen hat. Die Jahresumsätze in allen anderen Metropolen stagnierten oder waren rückläufig. Zurückführen lässt sich dies in erster Linie auf den Mangel an Produkten.

These 6 für 2019: Europäische Immobilienmärkte – Preise stabilisieren sich, London mit hoher Korrekturwahrscheinlichkeit. –

Von den 14 führenden europäischen Büromärkten verzeichneten nach Zahlen von BNP Paribas für Ende Q3 2019 gegenüber Ende Q3 2018 sechs eine stabile Preisentwicklung und acht Märkte weiter steigende Preise. An keinem Standort sind die Preise gefallen. Gegenüber den Vorjahren ist aber die Preisdynamik rückläufig, sodass in der Tendenz von einer Stabilisierung der Preisentwicklung gesprochen werden kann. Die für London erwartete Korrektur ist hingegen nicht eingetreten, die Anfangsrenditen für Büroimmobilien verharren hier seit drei Jahren bei 3,5 Prozent.

These 7 für 2019: Immobilienmarkt USA: Preisspitze für Gewerbe und Wohnen wurde in 2018 erreicht. —

Bei geringfügig rückläufigen Leerständen legten die Mietpreise für Büros auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt laut Cushmann & Wakefield im Schnitt um vier Prozent zu. Die US-Mietwohnungsmärkte verzeichneten bei ebenfalls rückläufigen Leerstandsquoten Mietsteigerungen oberhalb von fünf Prozent. Die Kaufpreise für Mehrfamilienhäuser legten im Schnitt um 9,7 Prozent zu. Value-Add Produkte und B-Standorte verzeichneten die stärkste Preisdynamik.

These 8 für 2019: Betreiberimmobilien sind kein Hedge gegen Marktzyklen. ✓

Um unsere These zu belegen, möchten wir noch einmal auf das im Ausblick bereits geschilderte WeWork-Beispiel zurückkommen. Das Geschäftsmodell des Co-Working-Anbieters ist vergleichbar mit dem eines Hotelbetriebs. In beiden Fällen mietet ein Betreiber über einen Globalmietvertrag eine Fläche an und betreibt auf dieser Fläche sein

operatives Geschäft. Beim Hotel ist dies die Einzelzimmer-Vermietung, beim Co-Working Betreiber die kleinteilige und zeitlich flexible Vermietung von Büroarbeitsplätzen. Beide Nutzungen sind konjunkturell anfällig, weil die Kontraktdauer mit den Endnutzern extrem kurz ist, im Extremfall nur einen Tag oder eine Nacht. Die vertragliche Verpflichtung des Betreibers gegenüber dem Eigentümer der Immobilie ist aber üblicherweise sehr langfristig, oft 15 Jahre oder mehr. Investoren mögen langfristige Mietverträge, denn sie suggerieren über viele Jahre planbare Einnahmen. Wenn jedoch das unterliegende Kurzfrist-Vermietungsgeschäft nicht profitabel ist, droht die Mietvertragspartei auszufallen. Am Beispiel WeWork wurde 2019 im Zuge des Börsengangs öffentlich, dass das Unternehmen operativ rote Zahlen schrieb. Der Zahlungsausfall wurde nur knapp vermieden. Bis dahin war WeWork, das weltweit Büroflächen in 126 Städten betreibt, von institutionellen Investoren als attraktiver Mieter akzeptiert. Die Risiken und die konjunkturelle Anfälligkeit des Geschäftsmodells wurden ignoriert.

These 9 für 2019: Die Banken haben ihr Monopol für die gewerbliche Immobilienfinanzierung verloren. ✓

Im Bereich der Erstrangfinanzierung bleiben Banken die maßgeblichen Marktteilnehmer. Wie prognostiziert, nehmen wir im Markt jedoch eine Verschiebung bei der gewerblichen Immobilienfinanzierung zugunsten von alternativen Anbietern wahr. Insbesondere Debt-Fonds und Family Offices treten vermehrt als nachrangige Finanzierer von Immobilienprojektentwicklungen und Bestandsimmobilien auf.

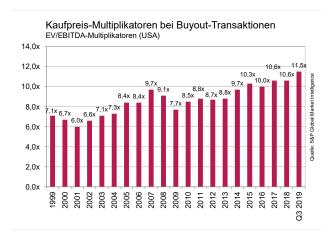
These 10 für 2019: Europäische Immobilienaktien – REITs dürften sich stabiler entwickeln als der breite Markt. –

Während der europäische REITs Index FTSE EPRA Nareit EUR Reits im Zeitraum 01.01.2019 bis 16.12.2019 um plus 31,2 Prozent zulegte, erzielte der STOXX Europe 600 im gleichen Zeitraum ein Ergebnis von plus 28,2 Prozent. Mit einer annualisierten Standardabweichung von 13,0 Prozent haben sich die europäischen REITs aber geringfügig volatiler entwickelt als der europäische Aktienmarkt mit 11,3 Prozent. Unsere Erwartung, dass sich die europäischen Immobilienaktiengesellschaften mit einer geringeren Volatilität entwickeln als der breite Markt, hat sich demnach nicht bestätigt.

## Private Equity Markt: Rückblick 2019

These 1 für 2019: Das allgemeine Preisniveau für Buyout-Transaktionen wird im kommenden Jahr sinken.

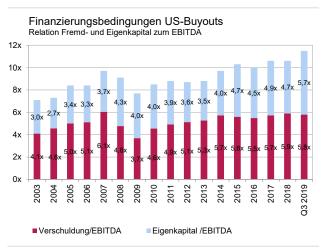
Die Kaufpreismultiplikatoren bei Buyout-Transaktionen haben sich nach einer Phase der Stagnation im Jahr 2018 in den ersten neun Monaten des Jahres 2019 nochmals deutlich erhöht. Das Preisniveau erreichte damit einen historischen Höchststand.



Während in den vergangenen Jahren ein Anstieg des Preisniveaus hauptsächlich auf hoch bepreiste Technologie- oder Public-to-Private-Transaktionen zurückzuführen war, wirkten sich in den ersten drei Quartalen des Jahres 2019 auch Secondary-Buyouts im Healthcare-Bereich inflationär aus.

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

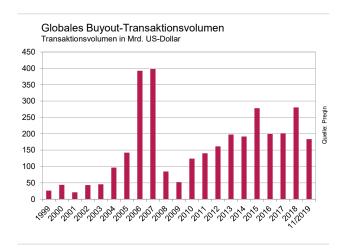
Der dynamische Verschuldungsgrad bei US-Buyout-Transaktionen bewegte sich in den letzten Jahren auf einem historisch hohen Niveau. Im Jahr 2018 wurde ein zwischenzeitlicher Spitzenwert von 5,9x EBITDA erreicht. Dieser Wert wurde einzig im Jahr 2007 noch übertroffen. Ende des dritten Quartals 2019 ging der dynamische Verschuldungsgrad gegenüber dem Vorjahr leicht zurück und lag bei 5,8x EBITDA. US-Buyout-Fonds waren also weiterhin in der Lage, Transaktionen mit einem hohen Einsatz von Fremdkapital zu finanzieren.



Ein wesentlicher Unterschied zum Vorjahr zeigt sich darin, dass ein Anstieg der Kaufpreismultiplikatoren bei Buyout-Transaktionen zu beobachten war. Dieser Anstieg des Preisniveaus wurde jedoch ausschließlich durch einen höheren Einsatz von Eigenkapital finanziert. Dieser Umstand mag der Tatsache geschuldet sein, dass dies Ausdruck von Maßnahmen zur Risikovorsorge der finanzierenden Banken bzw. Private-Debt-Fonds aber auch der PE-Fonds selbst ist.

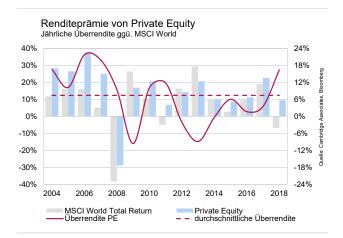
These 3 für 2019: Das Transaktionsvolumen im Buyout-Bereich wird auch 2019 weiterhin moderat wachsen. —

Ende November 2019 erreichte das Buyout-Volumen einen Wert von etwa 183 Mrd. US-Dollar. Im Vorjahreszeitraum war mit rd. 250 Mrd. US-Dollar (annualisierter Wert) noch ein deutlich höheres Transaktionsvolumen zu beobachten.



These 4 für 2019: Private Equity wird auch künftig eine Outperformance gegenüber Aktien erwirtschaften. Der Branche steht allerdings eine verschärfte Kostendiskussion bevor. (🗸)

Die Mehrrendite von Private Equity gegenüber Aktien schwankte in der Vergangenheit recht stark. Dies hängt mit der höheren Volatilität der Aktienmärkte zusammen. So verringert sich in Zeiten haussierender Kapitalmärkte der Vorteil von Private Equity. Daher fiel der Zeitraum von 2012 bis 2017 für die Anlageklasse unterdurchschnittlich aus, was sich zuletzt allerdings wieder deutlich änderte.



Eine Kostendiskussion scheint sich aktuell nicht in der Form zu manifestieren, dass LP in der Breite eine geringere Vergütung für die GPs fordern. Allerdings versuchen einige LP die **Kostenbelastung** im PE-Bereich dadurch zu reduzieren, dass sie **verstärkt Co-Investments** eingehen, bei denen günstigere Kostenstrukturen bestehen.

These 5 für 2019: Der Spätzyklus muss kein schlechter Zeitpunkt für Neuinvestitionen in Private-Equity-Fonds sein. ( )

Dass der Spätzyklus aufgrund hoher Bewertungsniveaus, wie sie auch im Jahr 2019 zu beobachten waren, ein schlechter Zeitpunkt für Kapitalzusagen bei Private-Equity-Fonds ist, erscheint aufgrund verschiedener Faktoren nicht plausibel. Erstens investieren PE-Fonds über mehrere Jahre hinweg, sodass sich hierdurch eine zeitliche Diversifikation ergibt. Zweitens lässt sich die Dauer des Spätzyklus nicht vorhersagen. Drittens gründet sich die Wertschöpfung der PE-Branche auf mehrere Faktoren von denen das Bewertungsumfeld nur ein Werttreiber ist.

## **Listed Private Equity 2019**

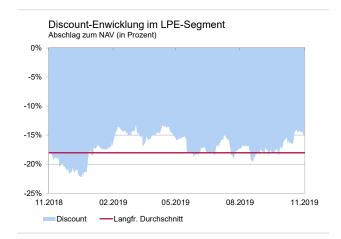
These 1 für 2019: Die positive Entwicklung der Net Assets Values (NAV) von Listed Private Equity wird sich im Jahr 2019 abschwächen. Höhere Rückgänge des Bewertungsniveaus bergen sogar das Risiko rückläufiger NAV. —

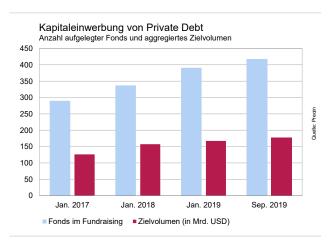
Die NAV gingen von ihrem Hoch zu Jahresbeginn 2019 im ersten Quartal leicht zurück. Grund für die rückläufige Entwicklung war die EUR/USD-Kursentwicklung, die Aufwertungen in den Portfolios der LPE-Vehikel überkompensierte. Auch im Verlauf der ersten Jahreshälfte lagen die Net Asset Values nur geringfügig über dem Niveau vom Jahresende 2018. In der zweiten Jahreshälfte 2019 stiegen die inneren Werte des LPE-Segments deutlich an. Neben einer positiven Entwicklung bei den Portfoliounternehmen sorgte auch die EUR/USD-Kursentwicklung für Rückenwind. Ende November lag der NAV knapp zehn Prozent über dem Wert aus dem Vorjahr.



These 2 für 2019: Im Spätzyklus birgt Listed Private Equity gegenüber konventionellem Private Equity zusätzliche Risiken. ✓

Die Discount-Ausweitung im LPE-Segment zum Jahresende 2018 und Anfang 2019 zeugt davon, dass LPE gegenüber konventionellem Private Equity zusätzliche Risiken wie etwa Kurs- und Discountrückschläge birgt. Aufgrund der positiven Entwicklung der Aktienmärkte und zeitweise sinkender NAV waren diese Discountausweitungen nicht von Dauer und bereits im ersten Quartal 2019 lagen die





Discounts bei LPE-Fonds wieder oberhalb ihres langfristigen Durchschnitts von rund 18 Prozent. Im weiteren Jahresverlauf sorgten Einflussfaktoren wie Aufwertungen auf Ebene der Portfoliounternehmen und eine günstige Wechselkursentwicklung für eine Erhöhung des NAV bei LPE-Vehikeln bei gleichzeitig steigenden Kursen. Der stärkere Kursanstieg hatte zur Folge, dass sich die Discounts im dritten Quartal ausweiteten und wieder nahe ihres langfristigen Durchschnitts lagen. Mit Beginn des vierten Quartals 2019 sorgten die geringfügig steigenden Kurse bei leicht rückläufigen NAV für einen Rückgang der Discounts.

Private Debt 2019

These 1 für 2019: Private Debt wird begünstigt durch die Rahmenbedingungen, sodass seine Bedeutung im Universum der Alternativen Investments und somit auch für Anleger weiter zunimmt. ✓

Auch wenn Anleger in Erwartung der Wende im Kreditzyklus zuletzt etwas zurückhaltender agierten, blieb die Nachfrage nach der Anlageklasse nicht zuletzt wegen eines erneut rückläufigen Zinsniveaus hoch. Das **Wachstum im Bereich Private Debt** setzte sich – anders als in verwandten Segmenten wie Leveraged Loans oder Hochzinsanleihen – dementsprechend weiter fort.

These 2 für 2019: Die Renditen werden sich auf konstantem Niveau halten; allerdings könnten sich die Risiken verändern. ✓

Die mittleren Renditen bewegen sich seit mehreren Jahren auf vergleichsweise konstantem Niveau. Hieran hat sich auch zuletzt wenig geändert. Bislang waren die Fonds-Manager nicht zu Zugeständnissen bei den vereinbarten Zinsmargen bereit. Dadurch ist die Basisverzinsung seit längerer Zeit relativ stabil. Erhöht wird diese durch die einzelnen Risiken, die der Private-Debt-Manager in Kauf zu nehmen bereit ist. Eine genaue Beurteilung der jeweiligen Risiken sowie ein Vergleich für unterschiedliche Kredite ist von außen kaum möglich. Tendenziell weiter gesunkene Kreditauflagen (Covenants) sprechen allerdings dafür, dass insbesondere im oberen Größensegment Kompromisse zwischen Gläubigern und Schuldnern eher auf der Risikoseite gefunden wurden.

These 3 für 2019: Gerade wenn das Ende des Konjunkturzyklus erreicht wird, kann Senior Direct Lending seine Vorteile gegenüber anderen Anlageklassen ausspielen. ✓

Auch wenn die Unternehmensbewertungen während der ersten drei Quartale 2019 im Mittel weiter gestiegen sind, wurde zur Finanzierung der Transaktionen nicht mehr Fremdkapital verwendet. Entsprechend höher ist die Eigenkapitalquote, was den Puffer und damit die Sicherheit für Gläubiger erhöht.

Viele Banken agieren in Erwartung eines konjunkturellen Abschwungs noch einmal deutlich defensiver. Die entstehende Lücke konnten Private-Debt-Fonds zur Ausweitung ihrer Position nutzen. So hat sich beispielsweise in Deutschland deren Anteil von 52 Prozent im Jahr 2018 auf 56 Prozent zur Jahresmitte 2019 erhöht.

These 4 für 2019: Ein zu erwartender Anstieg bei notleidenden Krediten kann durch ein Distressed-Debt-Investment kaum gezielt ausgenutzt werden. ✓

Seit Ende 2018 ist das von Alternativen Investmentfonds eingeworbene, aber noch nicht investierte Kapital (sog. Dry Powder) noch einmal um nahezu zehn Prozent angewachsen und beträgt mittlerweile nahezu 2,5 Mrd. US-Dollar. Der überwiegende Teil der verfügbaren Transaktionen wird entsprechend regelmäßig von Fonds abgeschlossen, die bereits vor einiger Zeit eingeworben wurden. Umgekehrt würden Fonds, die erst zum Zeitpunkt eines Markteinbruchs platziert werden, aufgrund der mehrjährigen Investitionsphase einen erheblichen Teil ihrer Mittel voraussichtlich erst nach einer teilweisen Erholung investieren können.

#### IMPRESSUM

#### Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG

#### Autoren

Erik Baas, Björn Block, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Björn vom Hofe, Nils Kerchner, Dr. Christoph Kind, Thomas Kühl, Daniel Schneider, Hendrik Vahl

#### Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Elina Kilimnik

#### Redaktionsschluss

7. Januar 2020

#### Urheberrechtshinweis

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

#### Haftungsausschluss

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

#### Datenquellen

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

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

www.marcard.de

Ein Unternehmen der