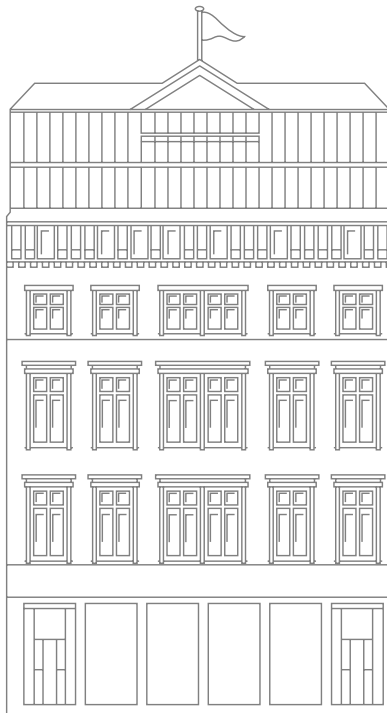

MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Jahresausblick 2024 und Rückblick 2023

Impact Investing: Fragen und Antworten

VORWORT

Wer gehofft hatte, dass 2023 ein friedlicheres Jahr als 2022 werden würde, wurde enttäuscht. Die Ukraine erlebt den zweiten Kriegswinter im Kampf gegen den russischen Aggressor und im Nahen Osten führten die Terrorangriffe der Hamas zu einer militärischen Reaktion Israels.

Für die Kapitalmärkte blieben die geopolitischen Krisen weitgehend folgenlos. Obwohl der Angriff auf Israel Erinnerungen an den Jom Kippur-Krieg und die sich daran anschließende Ölkrise weckte, blieb ein deutlicher Anstieg der Ölpreise aus. Das zeigt auch, wie stark sich die Struktur der Weltwirtschaft in den letzten fünfzig Jahren verändert hat.

An den Finanzmärkten spielten 2023 zwei Themen eine entscheidende Rolle. Das eine war der Rückgang der Inflationsraten. Der überraschend starke und dauerhafte Anstieg der Inflation hatte im vergangenen Jahr zu einem beispiellosen Zinsanstieg geführt. Auch 2023 wurden die Leitzinsen weiter erhöht, doch zur Jahresmitte zeichnete sich ab, dass der Zinsgipfel bald erreicht sein wird. Die Inflationsraten liegen zwar sowohl in den USA als auch in Europa immer noch über den Zielwerten der Zentralbanken, doch der Kampf gegen die Geldentwertung scheint so gut wie gewonnen zu sein.

Das zweite Thema, das vor allem die Aktienmärkte in diesem Jahr prägte, war die Generative Künstliche Intelligenz. Der vor rund einem Jahr der Öffentlichkeit kostenfrei zugänglich gemachte Chatbot ChatGPT beflügelte die Phantasien der Anleger. Zu den großen Gewinnern zählte vor allem der Chip-Hersteller NVIDIA, dessen Aktienkurs sich mehr als verdoppelte. NVIDIA zählt zu einer Handvoll von US-Unternehmen, die als die „glorreichen Sieben“ bezeichnet werden und für den Großteil der Kursgewinne an den globalen Aktienmärkten im Jahr 2023 verantwortlich waren.

Für aktive Manager am Aktienmarkt war 2023 allerdings ein sehr schwieriges Jahr. Wer die wenigen Top-Performer nicht in ausreichend hoher Gewichtung im Portfolio hatte, konnte seinen Vergleichsindex nicht schlagen. Und das waren fast alle aktiven Manager. Daraus auf ein grundsätzliches Scheitern dieses Ansatzes zu schließen, wäre zwar verfrüht, doch die Frage nach dem optimalen Anteil

aktiver Manager im Gesamtportfolio muss in vielen Fällen gestellt werden.

Trotz der sogar zunehmenden geopolitischen Risiken waren die Ergebnisse an den Aktien- und Kapitalmärkten im Jahr 2023 erfreulich und eine Wiedergutmachung nach den großen Verlusten des Jahres 2022. Was aber erwartet die Anleger im kommenden Jahr?

Konjunkturell sind die Aussichten nicht besonders rosig. Die kräftigen Leitzinserhöhungen werden das Wachstum der US-Wirtschaft weiter abschwächen. Auch in Europa ist keine große Dynamik zu erwarten. Allerdings spricht einiges dafür, dass die USA eine Rezession vermeiden können und der Weltwirtschaft so ein stärkerer Abschwung erspart bleibt. Positiv zu Buche schlägt der weiter rückläufige Trend der Inflation, der den Notenbanken Zinssenkungsspielräume eröffnet.

Eine große Unbekannte bleiben die Präsidentschaftswahlen in den USA. Vieles deutet darauf hin, dass es auf ein erneutes Duell zwischen Joe Biden und Donald Trump hinausläuft. Viele US-Amerikaner können sich aber weder mit dem einen noch mit dem anderen Kandidaten identifizieren. Wie sich diese Wählergruppe verhalten wird, ist schwer vorauszusagen. In der Vergangenheit war die Entwicklung der Aktienmärkte vor Präsidentschaftswahlen verhalten, danach aber in der Regel freundlich.

Da sich positive und negative Einflussfaktoren im kommenden Jahr weitgehend die Waage halten sollten, gibt es wenig Grund für größere taktische Abweichungen von der strategischen Vermögensallokation.



Thomas Fischer

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

INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort	1
Zusammenfassung	5
Prognosen je Vermögensklasse	8
Taktische Allokationsempfehlung	9
Schwerpunktthema Impact Investing: Fragen und Antworten	10
Grundlegende Definitionen	10
Was ist Impact Investing?	10
Welche Ziele werden beim Impact Investing verfolgt?	10
Wie ist Impact definiert?	11
Was ist der Unterschied zwischen Investor Impact und Company Impact?	11
Was bedeutet Active Ownership?	11
Messbarkeit, Prozesse und Zielsetzungen	12
Wie lässt sich Impact messen?	12
Wie funktioniert eine Impact Due Diligence?	13
Welche Erträge kann man beim Impact Investing erwarten?	13
Wie groß ist der Impact Investing Markt?	13
Wie lässt sich der höchste Impact erzielen?	14
Wie lässt sich der Zielkonflikt zwischen Rendite und Impact lösen?	14
Was ist der Unterschied zwischen ESG und Impact Investing?	15
Märkte und Produkte	15
Schließt Impact Investing Investitionen in Rüstungsunternehmen aus?	15
Finden Impact-Investments vor allem in Schwellenländern statt?	16
Welche Themen und Sektoren werden beim Impact-Investment adressiert?	16
Findet Impact Investing vor allem in nicht öffentlichen Märkten statt?	17
Betreiben Artikel-9-Fonds Impact Investing?	18
"Dos and don'ts"	18
Welche Fallen lauern beim Impact Investing?	18
Welche Probleme behindern derzeit die Verbreitung des Impact Investing?	19
Warum ist Kooperation für das Impact Investing so wichtig?	19

Jahresausblick 2024: Volkswirtschaft und Geldpolitik	20
Weltkonjunktur	20
USA	22
China	23
Europa	24
Japan	26
Devisenmarkt	28
Jahresausblick 2024: Liquide Vermögensklassen	30
Rentenmarkt : Die Renditeniveaus sind weiterhin attraktiv	30
Aktienmarkt: Begrenztes Potenzial	33
Rohstoffmarkt: Die Realzinsen sind für Gold entscheidend	38
Hedgefonds mit besseren Aussichten für 2024	40
Jahresausblick 2024: Vermögensklasse Immobilien	44
Preisentwicklung in Deutschland	44
Investition in Mietwohnungen in Deutschland und den USA	46
Mit Wirkung investieren	49
Impact Investing mit Immobilien	51
Jahresausblick 2024: Vermögensklasse Beteiligungen	55
Jahresrückblick	62
Volkswirtschaft	62
Devisenmarkt	63
Geld- und Rentenmarkt	63
Aktienmarkt	64
Rohstoffmarkt	64
Immobilien	65
Beteiligungen	66
Impressum	67

ZUSAMMENFASSUNG

Im **Schwerpunkt** unseres Jahresausblicks stellen und beantworten wir die wichtigsten Fragen zum Thema Impact Investing. Beim Impact Investing steht neben der Erzielung einer finanziellen Rendite die messbare ökologische und soziale Wirkung (Impact) der Investition im Vordergrund. Impact Investing verfolgt in der Regel eines oder mehrere der Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen. Investoren können Impact nicht direkt erreichen, sondern nur indirekt über die Unternehmen und Projekte, die sie finanzieren. Das aktive Engagement der Geldgeber und die Zusammenarbeit mit anderen Impact-Investoren spielen daher eine zentrale Rolle. Gleichzeitig lauern viele Gefahren. Unternehmen können sich nachhaltiger darstellen als sie tatsächlich sind („green washing“) oder ihre Wirkung ist nicht skalierbar. Ein zentrales Problem ist zudem die einheitliche und objektive Messung des Impacts.

In unserem **volkswirtschaftlichen Ausblick** argumentieren wir, dass sich das Wachstum der Weltwirtschaft 2024 kaum verlangsamten wird. Allerdings verschiebt sich die regionale Dynamik. Die USA, China und Japan werden geringere Wachstumsraten aufweisen, während sich das Wachstum in Europa und den Schwellenländern beschleunigt. Die USA werden eine Rezession wohl vermeiden können. Die nachlassende Inflation eröffnet der US-Notenbank die Möglichkeit, die Leitzinsen zu senken. Die politische Unsicherheit im Vorfeld der US-Präsidentenwahlen wird im Laufe des Jahres zunehmen. China muss zeigen, dass es strukturelle Probleme marktwirtschaftlich und weniger ideologisch angeht. In Deutschland dürfte sich die Stimmung nach der leichten Rezession im Jahr 2023 wieder aufhellen. Steigende Nominallöhne und sinkende Inflationsraten erhöhen das Realeinkommen, was dem privaten Konsum zugutekommt.

Auf den **Devisenmärkten** dürfte der US-Dollar bis 2024 gegenüber dem Euro weiter abwerten. Die Wachstumsschwäche in den USA könnte die US-Notenbank noch vor der EZB zu ersten Zinssenkungen zwingen und die Renditen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve nach unten drücken. Damit dürfte sich der Renditevorsprung kurzlaufender US-Staatsanleihen wieder verringern. Gepaart mit einem möglichen Renditeanstieg am langen Ende aufgrund erhöhter Unsicherheiten in den USA (hohe Staatsverschuldung, anhaltende Haushaltsdebatte, Präsidentschaftswahlen) sollte dies zu einer steiler werdenden Zinsstrukturkurve beitragen und damit den US-Dollar weiter schwächen.

Die überraschende Stärke des Britischen Pfund und des Schweizer Franken im Jahr 2023 wird 2024 zu Ende gehen. In beiden Regionen dürfte sich das Wirtschaftswachstum gegenüber dem Euroraum verlangsamen, was den Euro grundsätzlich stärken sollte. Die größte Bewegung könnte dem Japanischen Yen bevorstehen. Nachdem der Yen in den letzten dreieinhalb Jahren stark abgewertet hat, sollten der bevorstehende Ausstieg der japanischen Notenbank aus der ultralockeren Geldpolitik sowie die relative Attraktivität des japanischen Aktienmarktes den Yen für Investoren wieder attraktiver machen. Wir sehen hier ein Aufwertungspotenzial von rund zehn Prozent.

Das Wachstum der Weltwirtschaft wird sich 2024 kaum verlangsamen, doch die regionale Dynamik verschiebt sich.

Konjunkturprognosen Marcard, Stein & Co

BIP-Wachstum	2023 Ist-Werte	2024 Konsens	2024 Prognose Marcard
Welt	2,9%	2,7%	2,8%
USA	2,4%	1,5%	1,8%
Euroraum	0,5%	1,0%	1,0%
China	5,2%	4,5%	4,4%

Für die **Rentenmärkte** ist die weitere Geldpolitik entscheidend. Fed und EZB haben deutlich gemacht, dass sie verfrühte Zinssenkungen vermeiden wollen. Es bedarf daher eines nachhaltigen Rückgangs der Inflationsraten und einer gleichzeitigen Abschwächung des konjunkturellen Umfelds, um die Notenbanken zu einer Lockerung ihrer sehr restriktiven Geldpolitik zu bewegen. Insbesondere in den USA könnte die konjunkturelle Abschwächung der Fed einen Grund zum Handeln liefern. Die Renditen am langen Ende könnten hingegen leicht ansteigen. Hauptgründe hierfür sind die zunehmende Staatsverschuldung, steigende Risikoprämien und die Normalisierung der noch inversen Zinsstrukturkurve. Per saldo dürften die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen bis Ende 2024 sowohl in Europa als auch in den USA gegenüber den aktuellen Niveaus leicht ansteigen. Nachdem sich die Konjunktur in diesem Jahr noch robust gezeigt hat und die Finanzierungsbedingungen überraschend günstig waren, wird es bei Unternehmensanleihen im kommenden Jahr zunehmend darauf ankommen, Unternehmen mit schwachen Bilanzen zu meiden.

Das Potenzial für die **Aktienmärkte** ist im kommenden Jahr begrenzt. Der starke Zinsanstieg hat dazu geführt, dass der Aktienmarkt gegenüber Anleihen und dem Geldmarkt an relativer Attraktivität verloren hat. Neben den konjunkturellen Aussichten könnten steigende Zins- und Personalkosten die Margen der Unternehmen belasten. Übergewichtungen bei hochbewerteten KI- und Tech-Aktien sollten reduziert werden. Die aktuellen Bewertungsniveaus von KI-Aktien erscheinen in der Breite zwar noch nicht übertrieben. Es besteht jedoch die Gefahr, dass der derzeitige Enthusiasmus zu einer Blase führt. Angesichts des dominierenden Einflusses der „Magnificent Seven“-Aktien bleiben die Bewertungsunterschiede zwischen den Regionen und

Sektoren weltweit groß. US-Aktien sollten daher nicht übergewichtet werden. Im kommenden Jahr wird vor allem die eingeleitete Corporate-Governance-Reform dem japanischen Aktienmarkt weiteren Rückenwind verleihen. Unternehmen mit hoher Preissetzungsmacht, geringer Verschuldung und robusten Geschäftsmodellen werden auch in einem Umfeld sinkender gesamtwirtschaftlicher Wachstumsraten auskömmliche Margen und Gewinne erzielen können. Anleger sollten daher auf Qualität und angemessene Bewertung achten.

Die Folgen der konjunkturellen Abkühlung in den USA und China färben auch auf den **Rohstoffmarkt** ab. Erste Zinssenkungen der US-Notenbank im Jahr 2024 dürften zu sinkenden Realzinsen und einem schwächeren US-Dollar führen. Zusammen mit den bestehenden geopolitischen Spannungen sollte dies zu einem Anstieg des Goldpreises führen. Für den Ölpreis dürfte sich die konjunkturelle Schwäche hingegen negativ auswirken. Hohe Lagerbestände und eine sinkende Nachfrage aus den USA und China sollten die bestehenden Produktionskürzungen und Unsicherheiten im Nahostkonflikt überlagern und für einen leichten Preisrückgang sorgen.

Wir sehen gute Chancen für **Hedgefonds** im Jahr 2024 und empfehlen weiterhin eine breite Diversifikation. Durch den Zugang zu nicht-traditionellen Renditequellen mit geringer Korrelation zu Aktien- und Anleihenmärkten sind Hedgefonds ein wertvoller Stabilisator im Portfolio. Am besten sind die Aussichten für Fixed Income Credit. Auf der Long-Seite locken qualitativ gute Anleihen mit Kursabschlägen, zudem zahlen neu emittierte Papiere hohe Kupons. Der Carry auf dem Long-Buch ist daher deutlich gestiegen. Auf der Short-Seite geraten zunehmend Unternehmen unter Druck, die sich bei derart hohen Zinsen nicht mehr

Das Potenzial für die Aktienmärkte ist im kommenden Jahr begrenzt.

vernünftig refinanzieren können. Hedgefonds im Stressed-Bereich können von vergleichsweise niedrigen Kreditausfällen und Restrukturierungen profitieren. Auf der Makroseite stehen gute FX-Manager, aber auch Manager mit Emerging-Markets-Expertise im Fokus. Event-Driven-Strategien enttäuschten 2023 aufgrund geringer Dealvolumina und regulatorischer Risiken, die einige M&A-Deals platzen ließen. Das Umfeld für diese Strategie wird sich kaum verbessern. Ohne einen nachhaltigen Anstieg der Volatilität dürfte auch das kommende Jahr für Trendfolger schwierig bleiben.

Die **Immobilienmärkte** waren im Jahr 2023 insbesondere in Deutschland von einer Preiskorrektur und einem starken Rückgang des Transaktionsvolumens geprägt. Dies bedeutet tiefe Einschnitte für die lange Zeit erfolgsverwöhnte Branche. Das Jahr 2024 wird zeigen, ob sich diese Entwicklung zu einer handfesten Immobilienkrise auswächst oder ob sich die Lage normalisiert.

Stabilisierend auf den Immobilienmarkt wirkt die grundsätzlich gute Nachfrage sowohl nach Logistikimmobilien als auch nach Wohnimmobilien. Dies sind die langfristig attraktiven Immobiliennutzungsarten. Ein Vergleich der Mietwohnungsmärkte in Deutschland und den USA zeigt, wo derzeit besondere Chancen bestehen und mit welcher Strategie diese genutzt werden können.

Mit dem aktuellen Rückgang der Immobilienpreise zeigt sich eine stärkere Differenzierung der Objekte über die Lagekriterien hinaus. Die Energieeffizienz spielt eine immer größere Rolle für den erzielbaren Preis von Gebäuden. Neben dieser rein ökonomischen Betrachtung können mit Immobilieninvestitionen auch positive ökologische oder soziale Wirkungen verbunden sein. Dabei gibt es ganz praktische Möglichkeiten, Impact Investing bei direkt gehaltenen Immobilienanlagen konkret umzusetzen.

Auch im Bereich der **Beteiligungen** spielt Impact Investing eine immer größere Rolle. Dem deutlich gestiegenen Angebot von Impact-Fonds sollten Anleger aber mit einer gewissen Skepsis begegnen. Denn das Segment ist geprägt durch viele neuformierte Managementgesellschaften mit geringer Erfahrung und oft ohne Leistungsnachweis. Investitionsmöglichkeiten sollten sorgfältig mit Blick auf die formulierten Nachhaltigkeitsziele und die Qualität der Management-Teams analysiert werden.

Der Zinsanstieg ist auch für das Private-Equity-Segment ein beherrschendes Thema. Nach einer langen Phase sinkender Zinsen kann die Anpassung der Private-Equity-Fonds an die neue Realität noch einige Zeit in Anspruch nehmen. Gerade bei Bestandsinvestments sehen sich die Teams mit sinkenden Bewertungen und abnehmender Profitabilität der Unternehmen konfrontiert. Während Ersteres Exits erschwert, bindet Letzteres Ressourcen, wodurch das zuletzt hohe Investitionstempo auf ein gesünderes Maß sinkt. Anders als früher verfügen Buyout-Gesellschaften heute über operatives Know-how, das eine flexible Reaktion auf veränderte Marktgegebenheiten ermöglicht. Portfoliounternehmen können gerade in herausfordernden Zeiten von den erheblichen Ressourcen ihrer Gesellschafter profitieren.

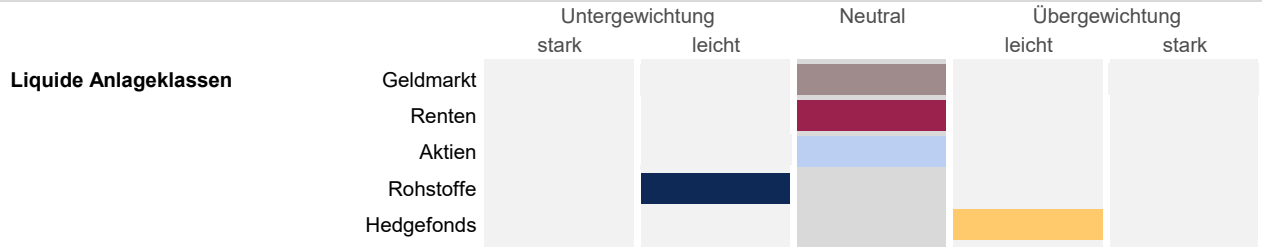
Aufgrund eingetrübter Wachstumssichten sind die Renditeerwartungen für Eigenkapitalinvestments gesunken. Vorrangig besicherte Kredite hingegen haben durch gestiegene Zinsen und höhere Margen die Bruttoverzinsung in weniger als zwei Jahren in etwa verdoppelt. Vor dem Hintergrund der deutlich gesunkenen Renditedifferenz könnten Private-Debt-Investments daher eine Überlegung wert sein.

PROGNOSEN JE VERMÖGENSKLASSE

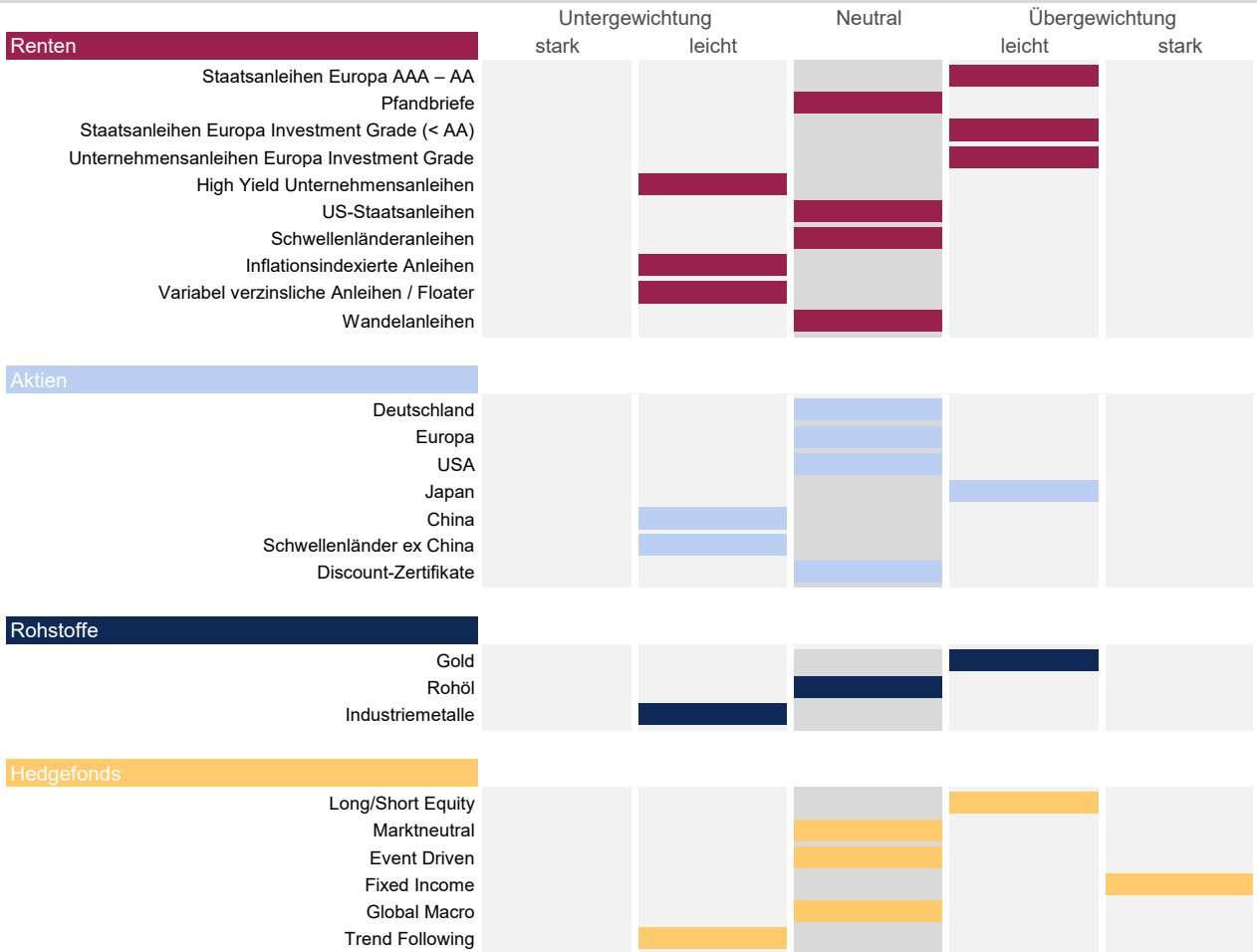
Vermögensklassen	2024 Prognose Marcard	Erläuterung
Liquide		
DAX	17.200 Punkte	Rückläufige Inflation und die Aussicht auf sinkende Leitzinsen unterstützen die Aktienmärkte. Hohe Bewertungen in den USA, ein etwas schwächeres globales Wirtschaftswachstum und Margendruck trüben allerdings den Ausblick.
Bundesanleihen (10 Jahre)	2,5 Prozent	Staatsanleihen weisen attraktive Renditeniveaus auf. Die Marktteilnehmer warten ab, wann die Zentralbanken mit Zinssenkungen beginnen. Vor allem bei kurzen Laufzeiten sollten Anleger profitieren, wenn die ersten Zinssenkungen absehbar sind.
US-Dollar	1,16 EUR/USD	Die Zinsdifferenz zwischen dem Euroraum und den USA sollte sich im Jahresverlauf weiter verringern. Dazu dürfte die europäische Wirtschaft wieder an Schwung gewinnen, während die Dynamik in den USA eher rückläufig sein sollte. Zusätzliche Belastungsfaktoren für den US-Dollar stellen die nicht enden wollende Haushaltsdebatte, die hohe Verschuldung der USA sowie die Präsidentschaftswahlen dar.
Gold	2.150 US-Dollar je Feinunze	Das Umfeld für Gold dürfte vor allem im zweiten Halbjahr positiv sein. Erste Zinssenkungen, ein schwächerer US-Dollar sowie eine weiterhin hohe Zentralbanknachfrage begünstigen einen Anstieg des Goldpreises.
Immobilien		
Wohnimmobilien in Deutschland (Top-Lage und Top-Qualität)	Mögliche Ausschüttungsrendite: 3,5 Prozent	Bei gleichbleibenden / steigenden Mieten und sinkenden Immobilienwerten / Einstandspreisen steigt die Ausschüttungsrendite; in der Nachsteuerbetrachtung sind Neubauten durch erhöhte Abschreibungen interessant
Gewerbeimmobilien in Deutschland (Top-Lage und Top-Qualität)	Mögliche Ausschüttungsrendite: 5 Prozent	Bei gleichbleibenden Mieten und sinkenden Immobilienwerten / Einstandspreisen steigt die Ausschüttungsrendite; Risiken bei Mietpreisentwicklung und Instandhaltung sind zu berücksichtigen.
Beteiligung an Real Estate Private Equity Investitionen	Mögliche Ausschüttungsrendite: > 12 Prozent	Deutlich gestiegene Renditeanforderungen im opportunistischen Segment aufgrund sinkender Immobilienwerte und eingetrübter Konjunkturaussichten.
Beteiligungen		
Private Equity	Langfristige Outperformance der Aktienmärkte um 400 Basispunkte	Da ein Markt-Timing aufgrund langer Investitionsphasen nicht möglich ist, sollten Anleger über alle Marktphasen hinweg konstant investieren. Auf diese Weise können sie sich langfristig die historisch erhebliche Prämie gegenüber liquiden Eigenkapital-Investments sichern.
Private Debt / „Senior Secured“	Durchschnittliche jährliche Rendite von 8 bis 9 Prozent	Durch das deutlich gestiegene Zinsniveau und höhere Margen hat sich die Bruttoverzinsung innerhalb von zwei Jahren in etwa verdoppelt und der erwarteten Eigenkapitalrendite deutlich angenähert. Damit hat sich die Attraktivität der Anlageklasse deutlich erhöht. Ähnliches gilt jedoch für die Ausfallrisiken, die die Nettorendite zukünftig belasten könnten.

TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG

TAKTISCHE GRUNDALLOKATION



ALLOKATION INNERHALB DER LIQUIDEN ANLAGEKLASSEN



SCHWERPUNKTTHEMA IMPACT INVESTING: FRAGEN UND ANTWORTEN

Grundlegende Definitionen

Was ist Impact Investing?

Beim Impact Investing geht es neben der Erzielung einer finanziellen Rendite auch um die **messbare ökologische und/oder soziale Wirkung** (Impact) der Investition.

Beim Impact Investing geht es neben der Erzielung einer finanziellen Rendite auch um die ökologische und soziale Wirkung einer Investition.

Im Vergleich zum herkömmlichen Investieren erweitert das Impact Investing die Dimensionen Rendite und Risiko um den Wirkungsfaktor. Da aber die finanzielle Rendite weiterhin eine Rolle spielt, unterscheidet sich Impact Investing auch von rein philanthropischen Engagements oder von Spenden für gemeinnützige Zwecke.

Welche Ziele werden beim Impact Investing verfolgt?

In den letzten Jahren hat sich ein Konsens darüber herausgebildet, welche Ziele ethisches Investment verfolgen sollte. Die **Sustainable Development Goals** (SDGs) der Vereinten Nationen definieren 17 Ziele, die eine nachhaltige Entwicklung auf ökonomischer,

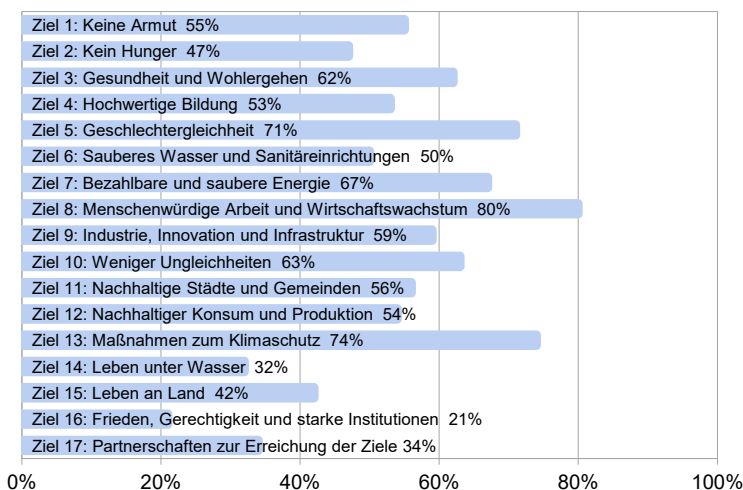
sozialer und ökologischer Ebene sicherstellen sollen. Beim Impact Investing werden Investitionen daraufhin überprüft, ob und inwieweit sie zur Erreichung eines oder mehrerer SDGs beitragen.

Die SDGs gehen weit über ökologische Ziele wie die Dekarbonisierung hinaus. Die Ziele 1 bis 4 adressieren Themen, die nicht nur, aber vor allem Entwicklungsländer betreffen. Auf ökologische Ziele wie etwa "Sauberes Wasser und Sanitäreinrichtungen" (Ziel 6) oder "Bezahlbare und saubere Energie" (Ziel 7) folgen erst an 13. Stelle "Maßnahmen zum Klimaschutz". Generell lassen sich die SDGs in ökologische (6, 13, 14, 15), soziale (1 bis 5, 7, 11 und 16) und ökonomische Ziele (8, 9,10,12) gruppieren. Das 17. Ziel („Partnerschaften zur Erreichung der Ziele“) ist kein eigenständiges, sondern ein übergeordnetes Ziel, das einen Weg zur Erreichung der anderen Ziele definiert.

Die Entwicklungsziele der Vereinten Nationen haben eine hohe mediale Präsenz und sind daher vielen zumindest dem Namen nach bekannt. Weniger bekannt ist, dass den einzelnen „Goals“ jeweils mehrere konkrete „Targets“ zugeordnet sind. So ist dem ersten Ziel „Keine Armut“ unter anderem folgende **Konkretisierung** zugeordnet: "Beseitigung der extremen Armut, derzeit gemessen als Menschen, die von weniger als 1,25 Dollar pro Tag leben". Das 14. Ziel „Leben unter Wasser“ wird konkretisiert durch die Forderung „Verhinderung und erhebliche Verringerung der Meeresverschmutzung aller Art, insbesondere durch landgestützte Aktivitäten, einschließlich Meeresmüll und Nährstoffbelastung“.

Während die SDGs geeignete Ziele für Impact Investing darstellen, sind es die Konkretisierungen in der Regel nicht. So kann beispielsweise ein einzelnes Unternehmen

Nachhaltigkeitsziele, die beim Impact Investing verfolgt werden



keinen signifikanten Einfluss auf die Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen in einer Volkswirtschaft im Sinne des 10. SDG nehmen. **Eine der Hauptschwierigkeiten bei der Operationalisierung des Impact Investing besteht daher darin, Ziele zu definieren, die für einzelne Unternehmen erreichbar und messbar sind.**

Wie ist Impact definiert?

Das Global Impact Investing Network (GIIN) nennt vier Anforderungen, die erfüllt sein müssen, um Wirkung zu erzielen:

- **Intentionalität:** Es besteht die erklärte Absicht, eine spürbare Wirkung zu erzielen.
- **Kausalität:** Die Wirkung sollte möglichst direkt, beabsichtigt und nachweisbar sein.
- **Messbarkeit:** Klare Metriken stellen sicher, dass die Wirkung erreicht wird.
- **Transparenz:** Die laufende Bewertung erfolgt durch regelmäßige Berichterstattung.

Ein weiteres, jedoch schwer messbares fünftes Kriterium ist die **Additionalität**. Sie ist die konkrete Ausprägung der Intentionalität. Es muss nachweisbar sein, dass die Wirkung tatsächlich als Folge des eigenen Handelns eingetreten ist und nicht unabhängig davon.

Was ist der Unterschied zwischen Investor Impact und Company Impact?

Investoren haben keinen direkten Einfluss auf die Nachhaltigkeitsziele, die sie erreichen wollen. Die Herausforderung besteht darin, die Auswirkungen des Unternehmens auf die Welt von den Auswirkungen der Investition zu trennen. Es geht also darum, zwei verschiedene Wirkungskomponenten zu unterscheiden:

- Der **Einfluss der Investoren** ist die Veränderung des Einflusses des Unternehmens, die durch die Investitionstätigkeit hervorgerufen wird.
- Der **Einfluss des Unternehmens** ist die Veränderung der (Um-)Welt, die durch die Aktivitäten des Unternehmens erreicht wird.

	NIEDRIGER COMPANY IMPACT	HOHER COMPANY IMPACT
NIEDRIGER INVESTOR IMPACT	Traditioneller Investmentansatz	Konventionelles nachhaltiges Investieren
HOHER INVESTOR IMPACT	Verbesserungen fördern	Wachstum fördern

Traditionelle Investmentansätze zeichnen sich durch einen geringen Investor Impact aus. Die meisten Aktionäre üben ihre Stimmrechte nicht aktiv im Sinne von Nachhaltigkeitszielen aus. Dies gilt auch für konventionelle Nachhaltigkeitsstrategien, die sich auf Unternehmen mit einem hohen Company Impact konzentrieren. Impact Investing hingegen setzt auf aktivistische Aktionäre. Gelingt es ihnen, durch ihren Einfluss den Company Impact deutlich zu erhöhen, ist die Wirkung am größten.

Entscheidend ist also die Kombination von Investor und Company Impact. Ein hoher Investor Impact kann einen niedrigen oder sogar negativen Impact deutlich verbessern. Auch der Nachweis der Additionalität ist hier am einfachsten. Ohne den aktivistischen Einfluss der Investoren hätte sich der Impact in den meisten Fällen vermutlich nicht verbessert.

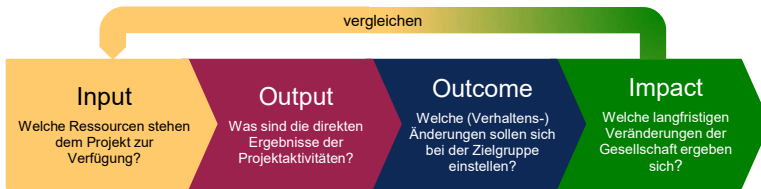
Was bedeutet Active Ownership?

Active Ownership steht für die aktive Nutzung von Eigentümer- und Aktionärsrechten. Die beiden wichtigsten Instrumente aktivistischer Eigentümer sind das Engagement und die Nutzung der Aktionärsrechte. Sie sind die wichtigsten Kanäle, um Investor Impact zu erzeugen.

Unter **Engagement** versteht man die meist bilateralen Gespräche zwischen Eigentümern und Management. Da diese Gespräche in der Regel nicht öffentlich geführt werden, spricht man beim Engagement auch von „Silent Active Ownership“.

Der zweite Kanal des Active Ownership ist die **Ausübung der Aktionärsrechte**. Die Einflussmöglichkeiten der Aktionäre hängen dabei von den länderspezifischen Aktionärsrechten ab. In Deutschland war die Aktienkultur lange Zeit durch Überkreuzbeteiligungen und einen geringen Streubesitz geprägt. Stimmrechtslose Vorzugsaktien oder das „VW-Gesetz“, das die Stimmrechtsausübung einzelner Investoren lange Zeit auf 20 Prozent beschränkte, zeugen von einer wenig aktionärsfreundlichen Grundhaltung.

Unterscheidung zwischen Output und Impact



In den meisten Ländern wurden die Aktionärsrechte in den letzten Jahren gestärkt. Dadurch hat der Einfluss der Aktionäre zugenommen. Sie nehmen ihre Stimmrechte zunehmend aktiv wahr und stellen eigene Anträge zur Abstimmung. Für Impact-Investoren ist dies ein besonders wirksames Mittel, um das Management auf Nachhaltigkeitsziele zu verpflichten.

Wie weit der Einfluss der Aktionäre gehen darf, ist allerdings umstritten. „**Shareholder Supremacists**“ beklagen das Missmanagement von Managern und fordern mehr Macht für Aktionäre. Sie argumentieren, dass die Anreize des Managements besser mit den Interessen der Aktionäre in Einklang gebracht werden könnten, wenn das Management durch zusätzliche Befugnisse der Aktionäre bei der Ernennung von Direktoren, der Genehmigung von Managergehältern oder der Offenlegung von Finanzdaten eingeschränkt würde. Demgegenüber wollen die Vertreter der „**Board Primacy**“ die Vorrechte des Managements schützen. Das Management sollte in der Lage sein, dem kurzfristigen Druck des Marktes zu widerstehen und das Unternehmen zum langfristigen Nutzen der Investoren und der Gesellschaft als Ganzes zu führen.

Zur Messung der Wirkung von Impact-Investments gibt es noch keinen einheitlichen Ansatz.

Messbarkeit, Prozesse und Zielsetzungen

Wie lässt sich Impact messen?

Zur Messung der Wirkung von Impact-Investments gibt es noch keinen einheitlichen Ansatz. In der Praxis wird eine Vielzahl von Methoden und Metriken verwendet, deren gemeinsamer Nenner meist die Wirkungswertschöpfungskette ist. Zentral ist dabei die **Unterscheidung zwischen Inputs und Impact** auf der einen und **Outputs und Outcomes** auf der anderen Seite.

Die wichtigsten **standardisierten Instrumente** zur **Wirkungsmessung** sind Impact Reporting and Investment Standards (IRIS) und Global Impact Investment Rating System (GIIRS).

IRIS ist ein Katalog allgemein anerkannter Indikatoren zur Messung der sozialen, ökologischen und finanziellen Leistung. IRIS dient als Taxonomie mit standardisierten Definitionen, die festlegen, wie Unternehmen, Investoren und andere ihre soziale und ökologische Performance definieren. Das Tool sammelt und aggregiert Daten von Organisationen in anonymisierter Form. Die Nutzer können wählen, welche Metriken sie übernehmen und in verschiedenen Sektoren und geografischen Regionen verwenden möchten.

GIIRS wurde von B-Lab entwickelt. B-Lab ist eine gemeinnützige Organisation, die Wohltätigkeitsorganisationen zertifiziert (das B steht für Benefit). GIIRS ist ein Impact Rating Tool und eine analytische Plattform, die Unternehmen und Fonds auf Basis ihrer sozialen und ökologischen Performance bewertet. GIIRS verwendet die IRIS-Kennzahlen in Kombination mit zusätzlichen Kriterien, um ein Gesamtrating auf Unternehmens- oder Fondsebene sowie gezielte Teilratings in den Kategorien Unternehmensführung, Mitarbeiter,

Gesellschaft, Umwelt sowie sozial- und umweltorientierte Geschäftsmodelle zu erstellen.

Neben den standardisierten Instrumenten zur Wirkungsmessung gibt es auch **projektspezifische** Instrumente. Diese beziehen sich auf Variablen, die mit den Interventionen auf Unternehmensebene zusammenhängen. Einige Messverfahren folgen dem Prinzip der Additionalität, um die Kausalität zu bestimmen. In diesem Fall bewerten die Investoren die Auswirkungen nicht nur anhand der Projektergebnisse, sondern auch anhand der kontrafaktischen Auswirkungen. Es geht also um die Frage, was passiert wäre, wenn das Unternehmen keine Maßnahmen ergriffen hätte. Durch die Fokussierung auf einzelne Maßnahmen sind projektspezifische Ansätze tendenziell weniger vergleichbar.

Insgesamt ist die Umsetzung eines wirkungsorientierten Ansatzes mit einem **hohen Aufwand** verbunden. Die verwendeten Methoden sind oft unübersichtlich. Zudem sind einzelne Methoden nicht ohne weiteres skalierbar. Selbst wenn standardisierte Messansätze existieren, ist deren Standardisierung nicht ausreichend. Dies erschwert den Zugang für Investorengruppen.

Um die Objektivität der Wirkungsmessung zu verbessern, kann die Wirkung **extern verifiziert** werden. Dies ist eine wichtige Voraussetzung für mehr Glaubwürdigkeit und Transparenz von Impact-Investments und kann so zum Wachstum des Marktes beitragen. Laut einer Umfrage der Bundesinitiative Impact Investing lassen derzeit nur etwas mehr als ein Drittel der Befragten ihr Messsystem oder ihre Wirkungsleistung extern verifizieren. Ein weiteres Drittel zieht eine externe Verifizierung in Betracht.

Wie funktioniert eine Impact Due Diligence?

Grundlage einer Impact Due Diligence (IDD) ist ein **Fragenkatalog**, der von den potenziellen Investitionsnehmern zu beantworten ist. Die IDD kann eigenständig durchgeführt oder in die „traditionelle“ Due Diligence integriert werden.

Mit Hilfe **quantitativer Instrumente** können Investoren sowohl qualitative als auch quantitative Informationen über potenzielle Investitionsempfänger in standardisierte Zahlenwerte umwandeln. Um quantitative IDD-Instrumente zu entwickeln, wählen Investoren relevante Indikatoren auf der Grundlage ihrer Anlagestrategie und Wirkungsthemen

aus, wobei sie sich beispielsweise auf die IRIS-Taxonomie stützen, und entwickeln Bewertungsrichtlinien. Jedem Indikator wird dann eine Gewichtung zugewiesen, um sicherzustellen, dass das Instrument die Prioritäten des Investors widerspiegelt.

Welche Erträge kann man beim Impact Investing erwarten?

Eine Studie des Global Impact Investing Network und JPMorgan hat ergeben, dass 55 Prozent der Impact-Investitionen **wettbewerbsfähige und marktkonforme Renditen** erzielen. Dies wurde durch eine Metastudie von Friede und Busch untermauert, die mehr als 2.200 wissenschaftliche Arbeiten der letzten 40 Jahre auswertete. Dabei zeigte sich, dass mehr als 90 Prozent der Studien einen positiven oder neutralen Einfluss von ESG-Faktoren auf die finanzielle Performance nachweisen.

Doch es gibt mehrere Haken. Während die Nachfrage nach Impact-Investments, die eine marktübliche Rendite und gleichzeitig eine echte soziale Wirkung erzielen, groß ist, ist das **Angebot begrenzt**. Viele Projekte sind sehr klein und haben nur eine sehr lokale Wirkung, solange nicht andere Instrumente ergänzend eingesetzt werden. Marktrendite und hohe soziale Wirkung können außerhalb des Wohnungsbaus oft nicht erreicht werden. Oft wird die notwendige Rendite nur durch massive steuerliche Subventionen oder durch Verlustübernahmen, meist aus philanthropischen Quellen, erreicht. Dann handelt es sich aber eben nicht mehr um Marktrenditen.

Der Langmut, den viele Impact-Investoren bei der Frage der Rendite an den Tag legen, kann gefährlich sein. Es droht die Gefahr, dass Projekte und Investitionsmöglichkeiten, die nur unterdurchschnittlich rentabel sind, als Impact-Investments vermarktet werden und so ihren Weg in die Portfolios finden. Impact-Investoren sollten daher bei den Renditeansprüchen nicht zu großzügig sein.

Wie groß ist der Impact Investing Markt?

Laut einer GIIN-Studie haben Impact-Investoren bis Ende 2022 insgesamt **371 Milliarden US-Dollar an Impact-Vermögen** verwaltet. Im Durchschnitt verwalteten die Investoren 1,2 Milliarden US-Dollar und im Median 116 Millionen US-Dollar. Der Markt wird von wenigen großen Investoren dominiert. Die fünf größten Organisationen in der

Stichprobe machten zusammen 47 Prozent des gesamten Impact-Vermögens aus. Ein Großteil des Impact-Vermögens (77 Prozent) wurde direkt in Unternehmen, Projekte und Sachanlagen investiert, während die verbleibenden 23 Prozent indirekt über Intermediäre, einschließlich Investmentmanager, investiert wurden.

Eine Studie zur **Größe des deutschen Marktes** kommt zu dem Ergebnis, dass das selbst deklarierte Volumen von Impact Assets bei 38,9 Milliarden Euro liegt. Dabei ist zwischen wirkungsorientierten und wirkungswirksamen Investitionen zu unterscheiden.

Bei **wirkungskompatiblen Investitionen** werden die realwirtschaftlichen Veränderungen durch detaillierte Beschreibungen bereits erreichter Outcomes, z.B. durch den Grad der SDG-Ausrichtung, spezifiziert. So kann eine wirkungskompatible Strategie in Aktien von Unternehmen investieren, die bereits einen positiven Beitrag zu den SDGs leisten.

Bei **wirkungseffektiven Investitionen** hingegen beabsichtigt ein Investor, zu realwirtschaftlichen Veränderungen beizutragen. Damit eine Investition wirkungsvoll ist, muss ein eindeutiger kausaler Zusammenhang zwischen den Outcomes und der Investition bestehen. Nur knapp ein Drittel des gesamten Impact-Vermögens in Deutschland kann als wirkungskompatible (3,12 Milliarden Euro) oder wirkungseffektive Investitionen (9,23 Milliarden Euro) klassifiziert werden. Gründe hierfür sind Verbesserungspotenziale in den Bereichen Wirkungsdokumentation und Datenverfügbarkeit sowie generell in der Wirkungsmessung und im Wirkungsmanagement.

Wie lässt sich der höchste Impact erzielen?

Beim Impact Investing geht es immer um die positive Veränderung des Status quo. Dabei gibt es zwei grundsätzlich verschiedene Wege, um Wirkung zu erzielen. Investoren können das Wachstum von Unternehmen fördern, die bereits einen guten Zweck verfolgen, oder den Wandel von Unternehmen beschleunigen, die sich von problematischen Geschäftsmodellen verabschieden wollen ("turning brown into green"). Investitionen in Unternehmen, die bereits einen guten Zweck verfolgen, aber ihre Wirkung in diesem Bereich nicht erhöhen, schneiden dagegen schlecht ab.

Grundsätzlich können sowohl mit Wachstumsfinanzierungen als auch mit Turnaround-Investitionen hohe

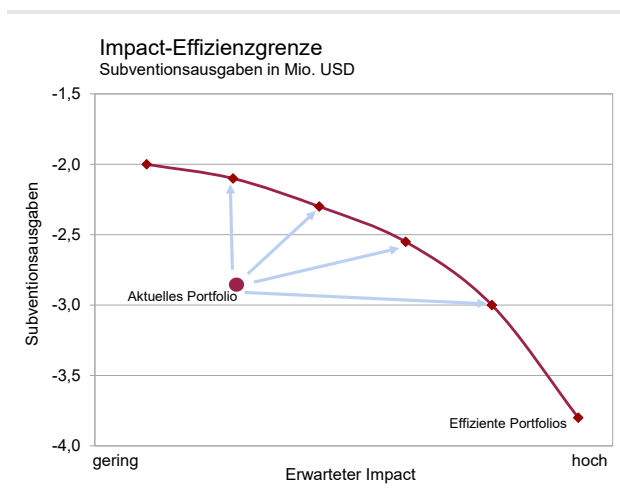
Wirkungen erzielt werden. Allerdings ist im ersten Fall auf die Skalierbarkeit der Wirkung zu achten, im zweiten Fall auf die Risiken, die sich aus einer grundlegenden Änderung des Geschäftsmodells ergeben können.

Ein grundsätzliches Problem besteht jedoch darin, dass es einen **Trade-off zwischen Rendite und Impact** gibt. Die maximale Wirkung kann in der Regel nur unter Verzicht auf eine angemessene finanzielle Rendite erzielt werden.

Wie lässt sich der Zielkonflikt zwischen Rendite und Impact lösen?

Investoren müssen sich entscheiden, ob sie im Zweifelsfall eine hohe Wirkung oder eine marktübliche Rendite bevorzugen. Venture-Philanthropen wie die Bill & Melinda Gates Foundation stellen die Wirkung in den Vordergrund und nehmen finanzielle Verluste in Kauf. U2-Sänger Bono bezeichnet diesen Ansatz als „schlechte Geschäfte, die von guten Menschen gemacht werden“. Viele Investoren können oder wollen jedoch nicht auf eine positive finanzielle Rendite verzichten und müssen daher Abstriche bei der Wirkung machen.

Der **Widerspruch zwischen Rendite und Wirkung** lässt sich nicht grundsätzlich auflösen. Er ähnelt in gewisser Weise dem Trade-off zwischen Rendite und Risiko. Das bedeutet aber auch, dass Investoren nicht nur ihre „Impact-Bereitschaft“ kennen müssen, sondern auch nach einer möglichst effizienten Kombination aus Renditeverzicht und Impact suchen sollten. Der Impact-Pionier Root Capital hat in diesem Zusammenhang den Begriff der „**Efficient Impact Frontier**“ geprägt. Die meisten Kredite von Root Capital fallen in eine von zwei Kategorien: Entweder haben sie eine negative finanzielle Rendite und erfordern daher einen Zuschuss, oder sie haben eine positive Rendite, die jedoch unter dem Marktniveau liegt. Entscheidend für die Investitionsstrategie ist, wie die Darlehen der ersten Kategorie mit den Einnahmen aus den Darlehen der zweiten Kategorie subventioniert werden können.



Mit dem Konzept der Impact-Effizienzgrenze lässt sich der Trade-Off zwischen Rendite und Impact zwar nicht auflösen, aber das Verhältnis zwischen den beiden Zielgrößen optimieren. Der Trade-Off besteht nur bei Portfolios, die auf der Effizienzgrenze liegen. Bei allen anderen Portfolios können Rendite und Wirkung gleichzeitig verbessert werden. Welches Portfolio auf der Effizienzgrenze gewählt wird, hängt dann nur noch von den individuellen Präferenzen ab.

Was ist der Unterschied zwischen ESG und Impact Investing?

Der Begriff **ESG**, der die Themen Ökologie (Environmental), Soziales (Social) und Unternehmensführung (Corporate Governance) zusammenfasst, wurde 2004 geprägt, um die Finanzindustrie für diese Themen zu sensibilisieren. Da bis dahin die meisten Fortschritte im Bereich der sozial- und umweltorientierten Investitionen vor allem von der öffentlichen Hand ausgingen, versuchte man mit ESG den Privatsektor in die Pflicht zu nehmen.

Der Begriff **Impact Investing** wurde 2007 geprägt, als die Rockefeller Foundation zusammen mit anderen Philanthropen, Investoren und Unternehmern Investitionen einen Namen gab, die neben einer finanziellen Rendite auch eine messbare soziale Wirkung erzielen. Diese Gruppe gründete später das Global Impact Investing Network, um die Infrastruktur, Forschung und Ausbildung rund um Impact Investing zu fördern.

Während ESG also vom öffentlichen Sektor eingeführt wurde, entwickelte sich Impact Investing durch die Bemühungen des privaten Sektors. Daher versucht ESG, das Verständnis der Öffentlichkeit für ökologische, soziale und Governance-Faktoren zu fördern, während der gewinnorientierte Charakter von Impact Investing als Anreiz dient, Kapital in diese Projekte zu lenken.

Weitere Unterschiede sind:

- ESG ist ein **Rahmenwerk**, mit dem Risiken und Chancen in Bezug auf Nachhaltigkeitsthemen erfasst werden können. Im Gegensatz dazu ist Impact eine **zukunftsorientierte Strategie**, die auf Veränderungen abzielt.
- ESG kann zur **Risikominderung** eingesetzt werden, indem es Investoren hilft, Investitionen in Unternehmen, die bestimmte Standards nicht einhalten, auszuschließen oder zu überprüfen. Ein Impact-Investor würde hingegen in die Zukunft blicken und zusätzlich die **Chancen** berücksichtigen.
- Für ESG-orientierte Investoren ist die **finanzielle Rendite** nach wie vor der wichtigste Faktor. Impact-Investments können jedoch **sozialen und ökologischen Nutzen** in den Vordergrund stellen, solange die finanzielle Rendite positiv ist.
- ESG-Investments basieren auf öffentlich zugänglichen Daten und finden in der Regel auf **öffentlichen Märkten** statt. Impact-Investments sind stärker auf **private Märkte** ausgerichtet.
- Die Verwendung von ESG wird durch die **Regulierungsbehörden** reglementiert und kontrolliert. Impact Investing erfolgt dagegen frei von staatlichen Vorgaben.

Märkte und Produkte

Schließt Impact Investing Investitionen in Rüstungsunternehmen aus?

Auf den ersten Blick scheint es offensichtlich, dass Investitionen in Rüstungsunternehmen nicht den Kriterien der Nachhaltigkeit entsprechen. Schließlich widersprechen die Auswirkungen von Kriegen nahezu allen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen.

Spätestens seit dem Überfall Russlands auf die Ukraine erscheint ein undifferenziertes Verbot von Investitionen in Rüstungsunternehmen nicht mehr so selbstverständlich.

Sinnvoller ist es, zwischen **konventionellen und kontroversen Waffen** zu unterscheiden. Zu letzteren zählen Streubomben, Landminen, atomare, chemische und biologische Waffen, mit Uran angereicherte Waffen, Blendlaserwaffen, Brandwaffen (z.B. weißer Phosphor) und nicht nachweisbare Splitterwaffen (z.B. Glasminen). Der Einsatz solcher Waffen verstößt gegen internationale Konventionen und Verträge wie das Übereinkommen über Streumunition, die Internationale Kampagne zum Verbot von Landminen oder den Atomwaffensperrvertrag.

Mit einer solchen Unterscheidung wären beispielsweise General Electric und Rheinmetall weiterhin investierbar, Lockheed Martin hingegen nicht. Aus Sicht des Impact Investing wäre es sogar denkbar, Anteile an einem Hersteller kontroverser Waffen zu erwerben und durch die aktive Ausübung der Aktionärsrechte eine deutliche Reduzierung oder gar Einstellung der Produktion kontroverser Waffen zu erreichen. Da Impact Investing auf eine Verbesserung des Status quo abzielt, könnte ein solches Investment mit Impact Investing vereinbar sein, sofern die Kriterien der Intentionalität, Kausalität, Messbarkeit und Transparenz erfüllt sind.

Es gibt durchaus Beispiele für aktivistische Investitionen in Waffenproduzenten. In den USA haben religiöse Gruppen über Jahre hinweg Anteile an solchen Unternehmen erworben. Der US-Waffenhersteller Sturm, Ruger & Co. musste sich 2018 dem Druck kritischer Investoren beugen und die Öffentlichkeit über die Gefahren seiner Produkte informieren. Die Aktionäre stimmten für einen entsprechenden Antrag, den eine von Nonnen ins Leben gerufene Initiative gegen Waffengewalt eingebracht hatte und dem sich sogar der weltgrößte Vermögensverwalter Blackrock anschloss.

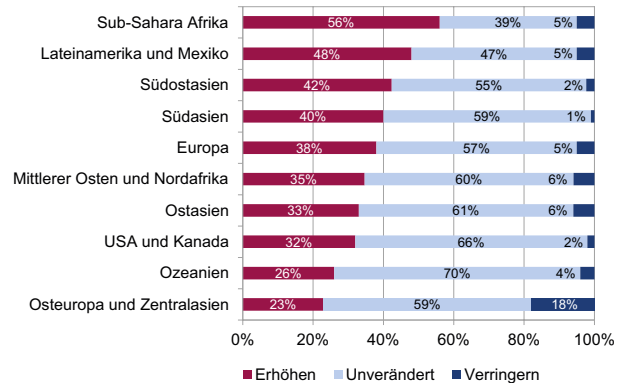
Finden Impact-Investments vor allem in Schwellenländern statt?

Die Vorstellung, dass Impact-Investments vor allem in den Schwellenländern stattfinden, ist weit verbreitet. Die Statistiken zeigen allerdings ein differenziertes Bild.

Gemäß den Statistiken von GIIN fallen der größte Anteil der Impact-Investments auf die USA und Kanada (29 Prozent der Impact Assets), gefolgt von Europa (23 Prozent) und Afrika südlich der Sahara (zehn Prozent). 45 Prozent der Anleger haben zumindest einen gewissen Anteil in den USA und Kanada investiert, gefolgt von 42 Prozent mit

einem gewissen Anteil an Subsahara-Afrika-Assets, was darauf hindeutet, dass dies die beiden verbreitetsten Anlageregionen sind.

In welchen Regionen planen Impact-Investoren, ihr Engagement zu erhöhen?



Die geografische Verteilung ist je nach Anlageklasse unterschiedlich. So haben Private Debt-Investoren 22 Prozent ihres Kapitals in Osteuropa und Zentralasien investiert, Private Equity Investoren hingegen nur ein Prozent. Im Gegensatz dazu konzentrieren sich Private Equity-Investoren bei ihrer Allokation auf die USA und Kanada, wobei mehr als ein Viertel des Impact-Vermögens auf diese Region entfällt, verglichen mit neun Prozent bei Private Debt-Investoren. Während Anleger, die auch Renditen unterhalb des Marktzins akzeptieren, zu einem Drittel in Subsahara-Afrika investiert sind, haben Anleger, die eine marktübliche Verzinsung anstreben, nur sechs Prozent in dieser Region angelegt.

Über alle Anlageklassen hinweg entfallen weniger als die Hälfte aller Impact-Investments auf Schwellenländer.

Welche Themen und Sektoren werden beim Impact-Investment adressiert?

Impact-Investoren verteilen ihr Kapital auf verschiedene Sektoren, wobei **Energie** mit 17 Prozent den größten Anteil ausmacht, gefolgt von **Finanzdienstleistungen** (13 Prozent) und **Gesundheit** (9 Prozent). Interessanterweise investierten Investoren nur zwei Prozent ihres verwalteten Vermögens in Bildung und nur zwei Prozent in Wasser, Sanitärversorgung und Hygiene.

61 Prozent der Investoren investieren zumindest einen Teil ihres verwalteten Vermögens in den **Nahrungsmittel- und Landwirtschaftssektor**. Darüber hinaus zielt mehr als die Hälfte der Investitionen auch auf die Eindämmung des Klimawandels oder die Erhöhung der Widerstandsfähigkeit gegenüber den Folgen des Klimawandels ab, was den inhärenten Zusammenhang zwischen Landwirtschaft und Umwelt widerspiegelt.

Mehr als die Hälfte der Impact-Investoren strebt in den nächsten fünf Jahren eine Erhöhung der Investitionen im Energiesektor an, gefolgt von Ernährung und Landwirtschaft.

Ein sich rasch wandelndes makroökonomisches Umfeld, das durch die Klimakrise, die Corona-Pandemie, wirtschaftlichen Druck und politische Unsicherheit geprägt ist, hat die Erwartungen der Anleger in Bezug auf die Schwellenländer verändert. **In den letzten fünf Jahren haben Anleger Investitionen in entwickelte Märkte gegenüber Schwellenländern bevorzugt**, wobei die Asset Allokation in den USA und Kanada am schnellsten gewachsen ist (mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 53 Prozent), gefolgt von Europa (33 Prozent) und Ostasien (21 Prozent). Diese Konzentration auf die entwickelten Märkte könnte auf das hohe Risiko in den Schwellenländern zurückzuführen sein. **Dennoch planen die Investoren, ihre Allokationen in Schwellenländern in den nächsten fünf Jahren zu erhöhen**. Interessanterweise planen 18 Prozent der Befragten, ihre Investitionen in Osteuropa, Russland und Zentralasien in den nächsten fünf Jahren zu reduzieren, was möglicherweise auf die Auswirkungen der russischen Invasion in der Ukraine zurückzuführen ist.

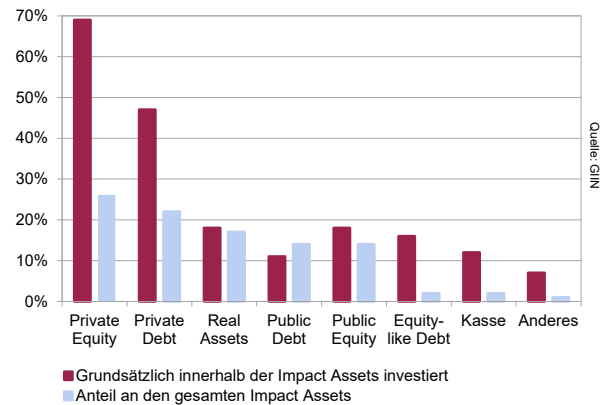
Findet Impact Investing vor allem in nicht öffentlichen Märkten statt?

Die **aktive Nutzung von Eigentumsrechten** gehört zu den Grundpfeilern des Impact Investing. Bei großen, börsennotierten Unternehmen im Streubesitz kann es für einzelne Investoren jedoch schwierig sein, die eigenen Interessen und Vorstellungen durchzusetzen.

Die zweite Säule des Impact Investing ist die **Wachstumsförderung** von Unternehmen, die bereits einen positiven Impact generieren. Den größten Mehrwert können einzelne Investoren bei kleinen, nicht börsennotierten Unternehmen erzielen, deren Wachstum durch

Finanzierungsrestriktionen begrenzt ist. Investitionen finden hier häufig in der Frühphase des Unternehmenszyklus statt.

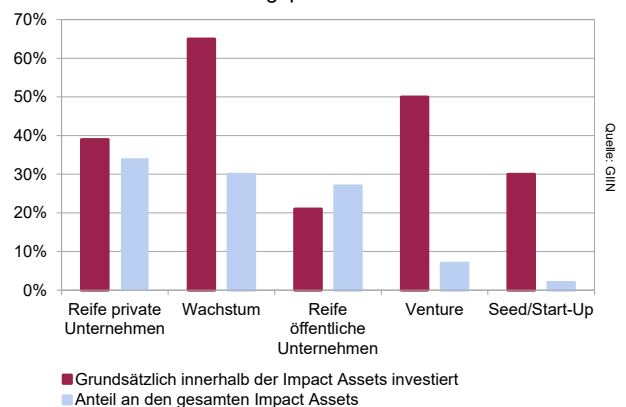
Verteilung der Impact Assets auf Assetklassen



Beide Argumente sprechen dafür, dass Impact Investing vor allem in nicht öffentlichen Märkten stattfindet. Die Statistiken von GIIN zeigen, dass 69 Prozent aller Impact-Investoren in Private Equity und 47 in Private Debt investiert sind.

Allerdings sind die Investitionsmöglichkeiten in privaten Märkten sowohl hinsichtlich des Angebots als auch hinsichtlich des Volumens begrenzt. Öffentliche Märkte spielen daher in der Praxis des Impact Investing eine wichtige Rolle. Knapp die Hälfte aller Impact-Investments findet in diesen Märkten statt.

Verteilung der Impact Assets nach den Entwicklungsphasen



Betreiben Artikel-9-Fonds Impact Investing?

Häufig werden Impact-Fonds mit Produkten gleichgesetzt, die nach der EU-Verordnung zur Offenlegung nachhaltiger Geldanlagen als Artikel-9-Fonds klassifiziert sind. Lisa Scheitza und Timo Busch von der Universität Hamburg haben über 1.000 Investmentfonds untersucht, die unter Artikel 9 fallen. Während 60 Prozent der Fonds eine wirkungsorientierte Anlagestrategie verfolgen, sind 40 Prozent nicht wirkungsorientiert, sondern verfolgen eine ESG-Anlagestrategie. Insgesamt finden die Autoren keine signifikanten Unterschiede in den ESG-Ratings und Renditen zwischen ESG- und Impact-Fonds. Allerdings haben Impact-Fonds höhere SDG-Impact-Scores und höhere Managementgebühren als ESG-Fonds. **Die Einstufung als Artikel-9-Produkt ist also keine Garantie für Impact Investing.**

"Dos and don'ts"

Welche Fallen lauern beim Impact Investing?

Gut gemeint ist bekanntlich das Gegenteil von gut. Daher muss die Frage beantwortet werden, ob Impact-Investments trotz bester Absichten ihre Ziele überhaupt erreichen können oder sogar das Gegenteil bewirken.

Der aktivistische Einfluss von Investoren spielt eine Schlüsselrolle bei der Generierung von Investor Impact. Allerdings kann dieser Einfluss durchaus missionarische Züge annehmen. Manchen sprechen in diesem Zusammenhang von „**Evangelist Impact Investing**“. Die Ziele und Werte von aktivistischen Investoren müssen aber weder zwingend mit den SDGs der Vereinten Nationen noch mit denen des Unternehmens vereinbar sein. Das „Global Islamic Impact Investment Forum“ etwa verfolgt die Ziele der Sharia, die unter anderem die Erhebung von Zinsen verbietet.

Im Abschnitt über Active Ownership wurde bereits die Frage diskutiert, wie weit der Einfluss einzelner Investorengruppen gehen sollte. Unternehmen haben nicht nur eine Verantwortung gegenüber den Shareholdern, sondern auch gegenüber den **Stakeholdern**. Ein übermäßiger und einseitiger Einfluss aktivistischer Investoren kann die Interessen anderer Stakeholder verletzen und damit negative Auswirkungen haben.

Aktivistisches Investieren kann auch zu einem **Konflikt zwischen Investor Impact und Company Impact** führen. Wird der Investor Impact zu groß, kann dies das Management frustrieren und zu schlechteren Unternehmensergebnissen führen. Dies gefährdet den Anspruch des Impact Investing, neben der Wirkung auch eine marktübliche Rendite zu erzielen. Die Ziele aktivistischer Investoren können durchaus kontraproduktiv, widersprüchlich oder schlicht nicht erreichbar sein. Impact ist aber in letzter Instanz immer Company Impact. Wenn Aktivisten sich zu viel Wissen anmaßen, kann dies falsche Anreize setzen und den Company Impact verschlechtern.

Problematisch ist es auch, wenn sich Aktivisten nur auf ein Unternehmen innerhalb einer Branche konzentrieren.

Verkauft dieses Unternehmen unter dem Druck der Aktivisten „schlechte“ Unternehmensbereiche, können Konkurrenten, die nicht unter dem Einfluss solcher Investoren stehen, diese Bereiche aufkaufen und weiterführen.

Fallstricke lauern nicht nur bei aktivistischen Investitionen. Auch die Wachstumsfinanzierung von Unternehmen mit hohem Impact hat ihre Tücken. **Impact ist in vielen Fällen nicht skalierbar.** Viele Impact-Projekte haben einen lokalen Fokus, was die Investitionsmöglichkeiten einschränkt. Mehr Kapital führt bei solchen Projekten nicht zwangsläufig zu mehr Impact.

Hinzu kommt ein weiteres Problem, das alle Formen des nachhaltigen Investments betrifft. Um den Impact von Unternehmen zu messen, sind Investoren in den meisten Fällen auf die Angaben der Unternehmen selbst angewiesen. Damit besteht die Gefahr des „**Greenwashing**“, also der zu positiven Darstellung des eigenen Impacts. Umfragen zeigen, dass die Angst vor Greenwashing für viele Investoren das größte Hindernis für den Ausbau ihrer nachhaltigen Aktivitäten ist.

Last but not least dürfen Investoren nie vergessen, dass sie nur die Angebotsseite beeinflussen können.

Wenn sich nicht gleichzeitig auch das Nachfrageverhalten ändert, kann es zu falschen Signalen kommen. Wird beispielsweise das Angebot an fossilen Energieträgern verknappt, ohne den Verbrauchern gleichzeitig Alternativen zu diesen Energieträgern anzubieten, führt die Angebotsverknappung zu stark steigenden Preisen. Bei konstanter Nachfrage und gleichzeitig steigenden Preisen steigt dann die Profitabilität der Unternehmen. Produktion und

Vertrieb fossiler Energieträger werden rentabler und damit attraktiver für Investitionen. Damit werden genau die falschen Anreize gesetzt.

Welche Probleme behindern derzeit die Verbreitung des Impact Investing?

Auf diese Frage haben Impact-Investoren in einer GIIN-Umfrage vor allem die Fragmentierung der Ansätze zur Wirkungsmessung, den schwierigen Vergleich der Wirkungsergebnisse zwischen Unternehmen und die problematische Überprüfung der von den Unternehmen gelieferten Wirkungsdaten genannt.

Herausforderungen für das Impact Investing
(Zustimmung in Prozent)



Ebenfalls erwähnt wurden die Unklarheit über den Rahmen für die Wirkungsmessung, die fehlenden Leitlinien der Regulierungsbehörden für die Anforderungen an eine Impact-Strategie und das unzureichende Research zu Marktaktivitäten, Trends usw.

Weitere Schwierigkeiten bestehen bei der Integration von Wirkungsmanagement und Finanzmanagement, der Rekrutierung von Fachkräften mit entsprechenden Fähigkeiten, dem Mangel an innovativen Investitionsvehikeln, die den Bedürfnissen der Anleger gerecht werden und der Suche nach geeigneten Ausstiegsmöglichkeiten bei Private Equity.

Warum ist Kooperation für das Impact Investing so wichtig?

Das 17. und letzte Nachhaltigkeitsziel der Vereinten Nationen lautet: „Partnerschaften zur Erreichung der Ziele“. Es ist ein

selbstreferentielles Ziel. Die Bildung von Kooperationen zur Erreichung der anderen Ziele ist selbst ein Ziel.

Während Investitionsentscheidungen oft im Verborgenen getroffen und umgesetzt werden, gilt beim Impact Investing das Prinzip „**Tue Gutes und rede darüber**“. Investoren, die Gutes bewirken wollen, verstehen sich als Vorbild und Inspiration für andere Investoren. Dass dies auch als sozialer Druck empfunden werden kann, ist durchaus gewollt. Hinzu kommt, dass Impact-Investments in vielen Fällen auf privaten Märkten stattfinden und es daher Netzwerke und Plattformen braucht, um Investments und Co-Investments zu organisieren.

Impact-Investoren sind keine homogene Gruppe, sondern setzen sich aus privaten Investoren, Entwicklungsfinanzierern, Stiftungen und anderen institutionellen Investoren zusammen. Innerhalb dieser Gruppen kann es unterschiedliche Herangehensweisen geben. Während einige eine marktübliche Rendite anstreben, verstehen sich andere als langfristige Investoren, die die soziale Wirkung über den finanziellen Gewinn stellen.

Sobald die Impact-Ziele und -Kriterien festgelegt sind, ist es ratsam, sich mit anderen Impact-Investoren auszutauschen und zu vernetzen. Für die Recherche und Vernetzung mit potenziellen Partnern stehen verschiedene Quellen und Plattformen zur Verfügung: Impact Investing-Datenbanken, Newsletter, Podcasts, Veranstaltungen, Webinare, Foren und Social Media. Diese und viele weitere Informationen bieten **Netzwerke** wie die Bundesinitiative Impact Investing, das Global Impact Investing Network oder von privaten Investoren dominierte Zusammenschlüsse wie TONIIC oder CREO.

Anders als beim traditionellen Investieren ist der Ausgangspunkt beim Impact Investing in der Regel nicht ein bestimmtes Unternehmen oder ein konkretes Investitionsobjekt, sondern das zu erreichende Ziel. Stehen beispielsweise Armutsbekämpfung, menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum im Fokus, ist es sinnvoll, sich in besonders armen und wirtschaftlich schwachen Regionen zu engagieren. Auch hier spielt der Kooperationsgedanke eine wichtige Rolle. Durch die **Zusammenarbeit mit lokalen Organisationen und Institutionen** können zielgerichtete Investitionen identifiziert werden. Dabei kann auch die Zusammenarbeit mit staatlichen Institutionen hilfreich sein.

JAHRESAUSBLICK 2024: VOLKSWIRTSCHAFT UND GELDPOLITIK

Weltkonjunktur

These 1: Die Weltwirtschaft wächst weiter robust und die regionale Dynamik verschiebt sich.

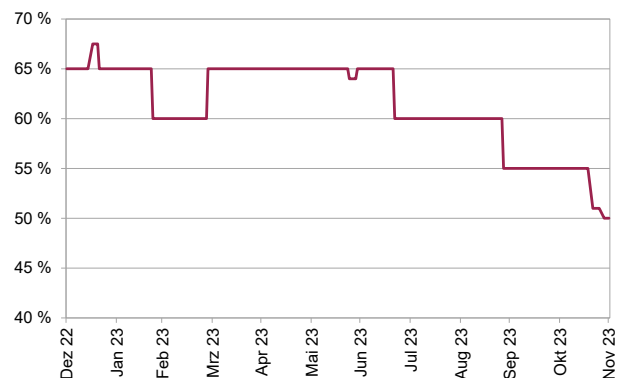
Im Rückblick hat sich die Weltwirtschaft 2023 deutlich besser entwickelt als von den meisten erwartet. Das lag vor allem am Wachstum der US-Wirtschaft, das kaum jemand so positiv prognostiziert hatte. Aber auch die japanische Wirtschaft wuchs dynamisch. Gleichzeitig entwickelte sich der Euroraum insgesamt besser als von vielen befürchtet. Enttäuscht hat allerdings Deutschland, das 2023 als einziges großes Industrieland ein negatives Wachstum verzeichnete. In der chinesischen Wirtschaft gab es Licht und Schatten. Einerseits übertraf das Wirtschaftswachstum 2023 die Erwartungen von Ende 2022, da damals noch von wachstumsdämpfenden Effekten durch Corona-Lockdowns ausgegangen werden musste. Andererseits blieb das Wirtschaftswachstum hinter dem zurück, was die meisten Analysten nach dem Auslaufen der Corona-Maßnahmen erwartet hatten.

Zu Beginn des Jahres 2022 rechneten die Marktteilnehmer im Durchschnitt mit einer **Rezession in den USA** innerhalb der nächsten 12 Monate. In der ersten Jahreshälfte wurde die Wahrscheinlichkeit auf Werte zwischen 60 und 67,5 Prozent geschätzt. Demgegenüber war das BIP-Wachstum 2023 in den USA sehr robust und beschleunigte sich im dritten Quartal auf eine annualisierte Wachstumsrate von 5,2 Prozent. Vor allem der Arbeitsmarkt blieb das ganze Jahr über in sehr guter Verfassung, was den Konsum und damit die Gesamtwirtschaft stützte. Die USA gerieten daher nie in die Nähe einer Rezession. Da die USA fast ein Viertel des Welt-BIP ausmachen, wirkte sich dies positiv auf die Weltwirtschaft aus.

In **Europa** war die Stimmung deutlich gedämpfter. Hier stellte sich in jedem Quartal die Frage, ob das BIP-Wachstum negativ ausfallen würde. Letztlich konnte die Eurozone eine Rezession vermeiden, auch wenn das Wachstum im dritten Quartal negativ war. Insofern hat der Euroraum wenig überrascht, denn die Erwartung der Marktteilnehmer war bereits 2022, dass es darum geht, einen starken Einbruch zu vermeiden und auf einen dynamischen Aufschwung 2024 zu setzen.

Dies gilt insbesondere für Deutschland, das in den letzten Quartalen zu den schwächsten Volkswirtschaften zählte und nun hofft, die Talsohle durchschritten zu haben.

Rezessionswahrscheinlichkeit für die US-Wirtschaft
(Rezession in den nächsten 12 Monaten; Median der Markterwartungen)



Im Jahr 2024 könnte sich die wirtschaftliche Dynamik zunächst umkehren. In den USA werden sich die Zinserhöhungen deutlicher bemerkbar machen und negativ auf die Gesamtwirtschaft durchschlagen. Hinzu kommt, dass der Arbeitsmarkt in den letzten Monaten erste Anzeichen einer leichten Schwäche gezeigt hat. Dies könnte zu einer Dämpfung des Konsums führen, der in den letzten Quartalen die Hauptstütze der US-Wirtschaft war. Gleichzeitig hellt sich in der Eurozone und insbesondere in Deutschland die Stimmung auf. Die Horrorszenarien, die nach dem starken Anstieg der Rohstoffpreise im Jahr 2022 von manchen erwartet wurden, sind nicht eingetreten. Zwar leiden die energieintensiven Branchen noch immer, aber der Großteil der Wirtschaft hat die Inflationsschocks verdaut. Insbesondere die jüngsten Realloohnerhöhungen stärken die Kaufkraft der Verbraucher. Dies dürfte 2024 den Konsum in Deutschland stärken, der für einen dynamischeren Aufschwung unerlässlich ist.

Auch in Asien wird es zu einer Verschiebung der Dynamik kommen. Die **chinesische Wirtschaft** hatte 2023 große Schwierigkeiten, sich von den Folgen der Corona-Lockdowns zu erholen. Dies liegt zum einen an der ungelösten Immobilienkrise und dem damit verbundenen Verschuldungsproblem der chinesischen Wirtschaft. Zum anderen entwickelte sich der private Konsum nicht so dynamisch

wie erwartet. Die Stimulierungsmaßnahmen der chinesischen Regierung haben bisher nicht zu einer nachhaltigen Verbesserung dieser strukturellen Probleme geführt. Die Maßnahmen sind eher ideologisch motiviert und setzen nicht an den Ursachen der Probleme an. Hinzu kommt zusätzlicher Gegenwind für den chinesischen Außenhandel durch geopolitische Entwicklungen. Die USA versuchen zunehmend, China durch Handelsbeschränkungen zu schwächen und beziehen dabei zum Teil auch europäische und asiatische Staaten mit ein. Sollte es der Regierung nicht gelingen, die Maßnahmen gezielter und effizienter einzusetzen, was derzeit nicht absehbar ist, wird sich das Wirtschaftswachstum weiter deutlich abschwächen.

Im Gegensatz dazu hat Indien seit der Corona-Pandemie eine starke positive Dynamik entwickelt. Zunächst getragen von Nachholeffekten, konnte die Regierung die Schocks abfedern, die aus den internationalen Rohstoffmärkten und den starken Zinserhöhungen der westlichen Zentralbankzinsen resultierten. Die geopolitische Konfrontation der USA mit China hat zudem dazu geführt, dass Indien von vielen als Option zur Diversifizierung westlicher Lieferketten gesehen wird. Da der Entwicklungsstand Indiens noch weit hinter dem Chinas liegt, ist diese Option nicht so einfach zu realisieren. Dennoch befindet sich Indien auf einem guten Wachstumspfad, der sowohl vom privaten und öffentlichen Konsum als auch von Investitionen getragen wird. Da im zweiten Quartal 2024 in Indien Parlamentswahlen stattfinden, wird dies einen zusätzlichen Einfluss haben. In der Vergangenheit waren Wahlgeschenke in Form von Transferzahlungen seitens

der Regierungspartei üblich, die den Konsum im Vorfeld der Wahlen stützten. Die meisten Beobachter gehen davon aus, dass Premierminister Modi auch die nächsten Wahlen gewinnen wird, sodass mit einer Fortsetzung der bisherigen Politik zu rechnen ist.

Als weitere Alternative zu China hat sich **Japan** präsentiert und bietet Unternehmen, die ihre Abhängigkeit von China reduzieren wollen, die Eröffnung von Produktionsstätten an. Insbesondere die Chipindustrie wird umworben, nicht zuletzt durch staatliche Subventionen. Aber auch abseits des „friend-shoring“ sind die Aussichten für die japanische Wirtschaft positiv. Da Japan später als die westlichen Volkswirtschaften von der Krise getroffen wurde, hat sich die Erholung verzögert. Gleichzeitig versuchten Regierung und Notenbank, die aufkommende Inflation zu nutzen, um der Deflationsfalle endgültig zu entkommen. Das Ergebnis ist ein dynamisches Wirtschaftswachstum im Jahr 2023 und eine voraussichtlich robuste Fortsetzung im Jahr 2024.

These 2: Die Weltwirtschaft wird nächstes Jahr um 2,8 Prozent wachsen.

Die Weltwirtschaft wird im kommenden Jahr ähnlich wachsen wie im Jahr 2023. Schwächere Wachstumsraten in den USA, China und Japan werden dabei durch ein höheres Wachstum in Europa, Indien und den übrigen Schwellenländern kompensiert. Das Wachstum wird von positiven Realeinkommenseffekten getragen, da die Inflationsraten überwiegend rückläufig sind. Die Kombination aus

Wachstumsprognosen im Überblick (in Prozent)

		IWF	OECD	Sachverst. rat	EU Kommis- sion	Goldman Sachs	UBS	Durch- schnitt	Marcard, Stein & Co
	2023	2024							
Welt	2,9	2,9	2,7	2,2	2,9	2,6	2,6	2,7	2,8
USA	2,4	1,5	1,5	1,5	1,4	2,2	1,1	1,5	1,8
Japan	1,7	1,0	1,0	0,8	0,8	1,4	0,7	1,0	1,0
Euroraum	0,5	1,2	0,9	1,1	1,2	0,9	0,6	1,0	1,0
Deutschland	-0,2	0,9	0,6	0,7	0,8	0,6	0,5	0,7	0,5
Großbritannien	0,5	0,6	0,7	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Russland	2,5	1,1	1,1	1,2	1,6	2,1	1,2	1,4	1,0
China	5,2	4,2	4,7	4,3	4,6	4,8	4,4	4,5	4,4
Indien	6,3	6,3	6,1	6,2	6,1	6,3	6,2	6,2	6,4
Brasilien	3,0	1,5	1,8	1,5	1,6	1,6	1,4	1,6	1,6

sinkenden Inflationsraten und steigenden Nominallöhnen führt bei den Konsumenten zu höheren Reallöhnen und damit zu einer gestärkten Kaufkraft als Basis für steigende Konsumausgaben. Sinkende Inflationsraten geben den Zentralbanken zudem Spielraum, die Zinsen zu senken und damit die Konjunktur zu stützen. Bisher haben nur Zentralbanken in Schwellenländern wie Brasilien oder Polen die Zinsen gesenkt. Allerdings werden auch andernorts Zinssenkungen möglich, wenn der Inflationsdruck weiter nachlässt. Die Belastung der Volkswirtschaften durch hohe Zinsen wird also tendenziell abnehmen.

Ein weiterer positiver Effekt ist die erwartete **Erholung im Verarbeitenden Gewerbe**. Die verarbeitende Industrie hat weltweit ein schwieriges Jahr hinter sich. Nicht nur Länder wie Deutschland, Österreich oder die Schweiz litten unter den hohen Belastungen durch die gestiegenen Energiepreise. Auch in wirtschaftlich robusten Ländern wie den USA hatte das Verarbeitende Gewerbe einen schweren Stand. Hier dürfte sich die Lage 2024 verbessern.

USA

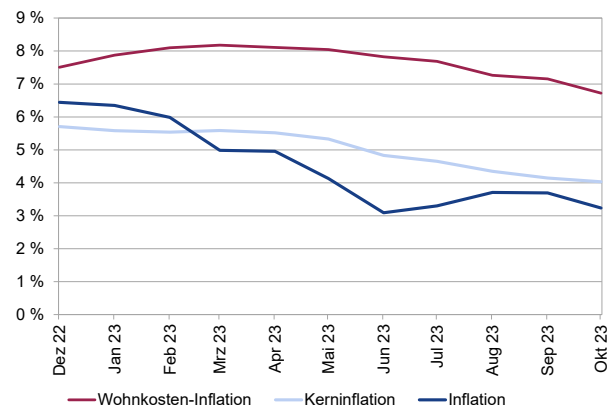
These 3: Die US-Wirtschaft wird nächstes Jahr um 1,8 Prozent wachsen.

Nach einem wirtschaftlich erfolgreichen Jahr 2023 wird sich die wirtschaftliche Dynamik in den USA im Jahr 2024 abschwächen. Das Jahr 2023 war geprägt von einem starken Arbeitsmarkt und Finanzierungsbedingungen, die trotz der Zinserhöhungen der Fed und der Bankenkrise im Frühjahr überraschend positiv blieben.

Auch wenn die Fed das **Ende ihres Zinserhöhungszyklus** erreicht haben dürfte, werden sich die Finanzierungsbedingungen eintrüben. Rasche Zinssenkungen sind nicht zu erwarten, denn das Inflationsziel scheint auch ohne eine Rezession erreichbar zu sein. Ermutigend ist vor allem die Entwicklung der Wohnkosteninflation, die knapp ein Drittel der Inflationsrate und rund 45 Prozent der Kerninflation ausmacht. Sie hat sich in den letzten Monaten positiv entwickelt, und es ist zu erwarten, dass die auf den Markt kommenden Wohnimmobilien zu einer weiteren Entspannung führen werden. Dennoch wird die Fed darauf achten, die Zinsen nicht zu früh zu senken, um eine Rückkehr der Inflation zu vermeiden.

In diesem Umfeld ist mit einer **Abschwächung des Arbeitsmarktes** zu rechnen, der sich nach wie vor sehr robust zeigt. Außerdem sind im Laufe des letzten Jahres die meisten Unterstützungsmaßnahmen ausgelaufen, die im Rahmen der Corona-Pandemie eingeführt wurden. Zudem ist davon auszugehen, dass der Großteil der überschüssigen Ersparnisse, die die US-Verbraucher während und nach dem Corona-Lockdown aufgebaut haben, inzwischen aufgebraucht ist. Entsprechend wird der Konsum weniger stimuliert. Sollten sich die Finanzierungsbedingungen tatsächlich verschärfen, würde dies zudem einen Rückgang der Investitionen auslösen. Beides würde letztlich das Wachstum belasten.

Inflationsraten in den USA
(Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat)



Die **Präsidentenwahlen in den USA** im November 2024 werden mit großer Spannung erwartet. Derzeit sieht es nach einer Neuauflage des Duells zwischen Joe Biden und Donald Trump aus, wobei die aktuellen Umfragen ein knappes Rennen vorhersagen. Insbesondere die wirtschaftliche Entwicklung wird einen Einfluss darauf haben, welcher der beiden Kandidaten die Nase vorn haben wird. Aber auch der Gesundheitszustand der beiden hochbetagten Kandidaten und mögliche Versuche der Wahlmanipulation durch russische Geheimdienste könnten den Wahlausgang beeinflussen.

Da ein Präsident Trump als **Verächter des Multilateralismus** gilt, wäre nach einem möglichen Wahlsieg vor allem die Unsicherheit in den Beziehungen der USA zu ihren Handelspartnern groß. So wäre offen, ob ein Präsident Trump die Ukraine weiter unterstützen würde und wie sich die Beziehungen zur Europäischen Union entwickeln. Hinsichtlich des Trends zum Near-Shoring von Lieferketten würde es hingegen

wahrscheinlich keine signifikanten Veränderungen geben. Allerdings hat Trump bereits angekündigt, die im Inflation Reduction Act enthaltene Förderung erneuerbarer Energien zu streichen und stattdessen die Ölindustrie zu fördern.

Auch wenn diese politischen Themen den Großteil des Jahres bestimmen dürften, werden die realwirtschaftlichen Auswirkungen auf das US-Wachstum im Jahr 2024 begrenzt sein. Die realwirtschaftlichen Folgen werden sich erst ab 2025 zeigen, aber die Kapitalmärkte werden versuchen, die möglichen Entwicklungen zu antizipieren.

China

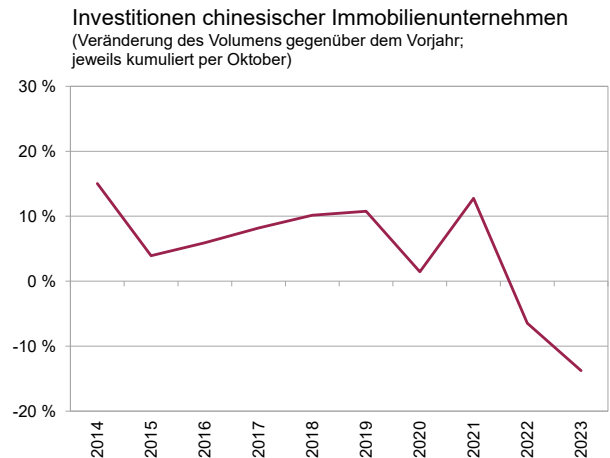
These 4: Das Wirtschaftswachstum in China schwächt sich weiter ab auf 4,4 Prozent.

Während China in den Jahren 2020 und 2021 noch sehr glimpflich davonkam, wurden im Jahr 2022 rigorose Corona-Lockdowns verhängt. In der Folge ging das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr deutlich zurück, während sich andere Volkswirtschaften dynamisch erholten. Das Ende der Corona-Einschränkungen in China Ende 2022 weckte Hoffnungen auf eine Rückkehr zu Wachstumsraten, wie sie vor den Corona-Einschränkungen zu beobachten waren. Das Wirtschaftswachstum blieb jedoch hinter den Erwartungen zurück. Vielmehr hat der Aufschwung die strukturellen Probleme Chinas offengelegt.

Die chinesische Regierung hat es in den letzten Jahren versäumt, das Wirtschaftsmodell von einer investitions- zu einer konsumgetriebenen Wirtschaft umzustellen. Auch die Investitionstätigkeit blieb trotz niedriger Zinsen verhalten. Der Umbau der Wirtschaft war in den letzten Jahren vor allem von der Ideologie der kommunistischen Partei und weit weniger von marktwirtschaftlichen Überlegungen geprägt.

Hinzu kommt die anhaltende **Überschuldung des Immobiliensektors**. Dies führte zu einem deutlichen Rückgang der Investitionstätigkeit in diesem Bereich und zusätzlich zu einer Verunsicherung der chinesischen Konsumenten, die in einem solchen Umfeld eher zum Sparen als zum Konsumieren neigen. Da auch ein Großteil der Steuereinnahmen der Lokalregierungen aus dem Immobiliensektor stammt, hat die Krise eine noch größere Dimension. Die Verschuldung der Kommunen hat besorgniserregende Ausmaße angenommen. Da jedoch keine offiziellen Zahlen

über die Gesamtverschuldung vorliegen, kann diese nur geschätzt werden.



Für das kommende Jahr ist zu erwarten, dass sich das Wirtschaftswachstum in China weiter abschwächt. Allerdings werden drei Faktoren das Wachstum stützen:

- Die negativen Einflüsse aus dem Immobiliensektor dürften wieder etwas nachlassen, auch weil die Regierung den Sektor stützt.
- Der Welthandel sollte im kommenden Jahr wieder an Dynamik gewinnen, wovon die chinesische Exportwirtschaft profitieren wird.
- Nach dem schwachen Wachstum im vergangenen Jahr wird die Regierung versuchen, die wirtschaftliche Aktivität zu stärken und entsprechende Stützungsmaßnahmen zu beschließen.

Belastend wirken dagegen vor allem zwei Faktoren:

- Auch wenn sich die Krise am Immobilienmarkt etwas entspannt hat, drückt sie weiterhin auf die Stimmung. Inwieweit sich die Konsumenten von dieser Stimmung anstecken lassen, wird entscheidend für die Dynamik der wirtschaftlichen Entwicklung im Jahr 2024 sein.
- Ein weiterer Unsicherheitsfaktor ist das geopolitische Umfeld. Die von den USA und teilweise auch von Europa angestrebte wirtschaftliche Abkopplung von China führt noch nicht unmittelbar zu gravierenden Verschiebungen. Sie führt aber zu einer zusätzlichen Verunsicherung der Unternehmen, auch bei Investitionsentscheidungen und Planungen für die kommenden Jahre.

Mittel- bis langfristig stellt sich die Frage, ob China wieder an die hohen Wachstumsraten früherer Jahre anknüpfen kann. Dagegen spricht vor allem die **ungünstige demografische Entwicklung**.

Europa

These 5: Die Wirtschaft im Euroraum wächst um 1,0 Prozent.

Zu Beginn des Jahres 2023 waren die Erwartungen an die Wirtschaft im Euroraum nicht besonders hoch. Aufgrund der Energiekrise wurden starke Belastungen insbesondere für Deutschland, aber auch für den gesamten Euroraum erwartet. Gemessen daran hat sich die Wirtschaft gut gehalten. Nicht nur die Eurozone, sondern auch Deutschland dürfte 2023 die sehr pessimistischen Erwartungen übertroffen haben. Dennoch kam es in Deutschland zu einer leichten Rezession.

Die relativ bessere Entwicklung gegenüber den Erwartungen ist darauf zurückzuführen, dass die Rohstoffpreise nicht weiter gestiegen, sondern sogar gesunken sind. Aber auch der private Konsum stützte die Konjunktur. Länder wie Spanien und Italien konnten sogar eine positive Dynamik entwickeln. Während die Staaten Zentraleuropas von einer Wachstumsschwäche gekennzeichnet waren, konnten die Volkswirtschaften der Mittelmeerränder ein höheres Wachstum erzielen.

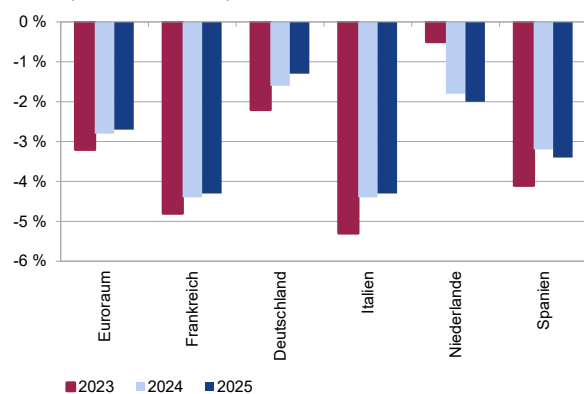
Die Stütze des Wirtschaftswachstums in der Eurozone war der private Konsum. Dieser konnte die länderübergreifende Schwäche des Verarbeitenden Gewerbes teilweise kompensieren und war der treibende Faktor, der Ländern wie Spanien, Griechenland oder Portugal ein durchaus erfolgreiches Jahr 2023 bescherte. Wenn das Wachstum 2024 wieder auf breiter Front anzieht, wird dies ebenfalls vom Konsum getrieben sein. Die Inflationsraten in den Staaten der Eurozone sind deutlich rückläufig, während beim Wachstum der Nominallöhne spürbare Aufholeffekte zu verzeichnen sind. Damit wird die reale Kaufkraft der Verbraucher gestärkt, während die Belastungen durch höhere Rohstoffpreise und teilweise noch angespannte Lieferketten im kommenden Jahr weiter nachlassen sollten. Gleichzeitig sollte eine Belebung des Welthandels auch den exportstarken Ländern in Europa positive Impulse geben.

Dämpfend auf das Wirtschaftswachstum wird sich die **Entwicklung der Staatsausgaben** auswirken. Zum einen dürften die im Zuge der Energiekrise ergriffenen Stützungsmaßnahmen allmählich auslaufen. Zum anderen gelten ab dem kommenden Jahr wieder die Schuldenregeln der EU, die während der Corona-Pandemie ausgesetzt waren. Das Haushaltsdefizit der EU-Staaten soll von 3,2 Prozent im Jahr 2023 auf 2,8 Prozent im Jahr 2024 sinken. Die EU-Kommission geht davon aus, dass die Staatsausgaben im Jahr 2024 einen negativen Effekt von 0,7 Prozent des BIP haben werden. Im Jahr 2023 lag der negative Effekt noch bei 0,4 Prozent. Unter anderem werden die positiven Impulse, die über den EU-Wiederaufbaufonds vor allem in süd- und osteuropäische Länder geflossen sind, geringer ausfallen. Auch Deutschland muss nach dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts sparen.

Da die Inflationsraten in den letzten Monaten deutlich zurückgegangen sind, besteht geldpolitischer **Spielraum für Leitzinssenkungen**. Allerdings hat die EZB im Dezember erneut deutlich gemacht, dass keine überstürzten Schritte zu erwarten sind. Mit Leitzinssenkungen der EZB ist daher frühestens in der zweiten Jahreshälfte 2024 zu rechnen.

In **Großbritannien** wird sich die Konjunktur 2024 etwas besser entwickeln. Auch hier laufen die Stützungsmaßnahmen zur Abfederung der hohen Energiekosten aus, was aber durch steigende Realeinkommen der Verbraucher kompensiert werden sollte. Spätestens im Januar 2025 stehen Parlamentswahlen an, sodass der Wahlkampf eine Rolle dafür spielen könnte, ob weitere fiskalische Unterstützung gewährt wird.

Prognostizierte Budgetdefizite im Euroraum (Laut EU-Kommission)



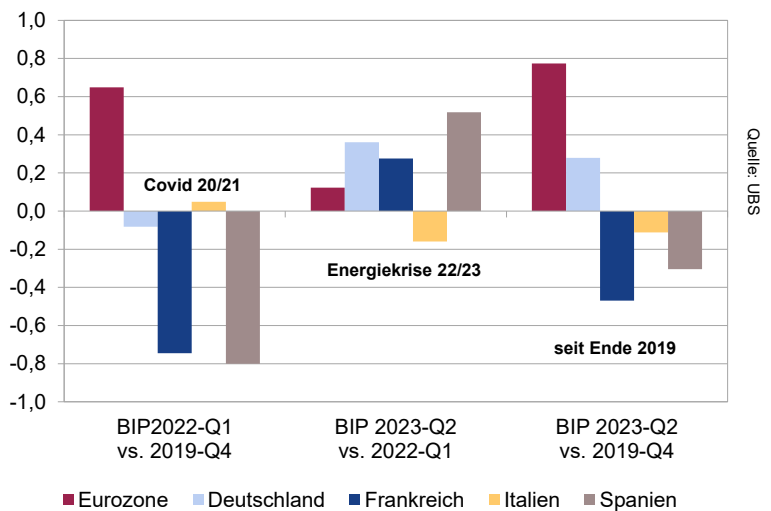
These 6: Das Wachstum in Deutschland wird wieder etwas stärker und erreicht 0,5 Prozent.

Die deutsche Wirtschaft hat in den vergangenen Jahren stark gelitten. **Die Wirtschaftsleistung in Deutschland liegt derzeit in etwa auf dem Niveau wie zu Beginn der Coronapandemie vor knapp vier Jahren.** In diesem Zeitraum verzeichnete Deutschland das geringste Wachstum aller Volkswirtschaften im Euroraum. 2023 schrumpfte die Wirtschaftsleistung im Vergleich zum Vorjahr. Die gängige Diagnose für die aktuelle Wachstumschwäche lautet, dass Deutschland mehr als andere Länder unter der Energiekostenkrise leidet, die durch die russische Invasion in der Ukraine ausgelöst wurde. Das sieht auch die Bundesregierung so und hat sich auf ein Maßnahmenpaket zur Senkung der Strompreise für die Industrie geeinigt. Im Zentrum steht eine Senkung der Stromsteuer für das gesamte produzierende Gewerbe, wobei einige Maßnahmen speziell auf stromintensive Unternehmen ausgerichtet sind.

Die Wachstumsperspektiven für die deutsche Wirtschaft haben sich durch die beschlossenen Maßnahmen nicht wirklich verbessert. Die fiskalischen Kosten belaufen sich in den nächsten fünf Jahren auf 28 Milliarden Euro. Damit verbleibt ein jährlicher Impuls von 0,14 Prozent des BIP, der auch nur dann zustande kommt, wenn dadurch die Einhaltung der gesetzlichen Schuldengrenze nicht gefährdet wird.

Zudem stellt sich die Frage, ob die Energiekosten wirklich der Hauptgrund für die deutsche Wachstumsschwäche sind. Felix Hüfner von der UBS hat in einer lesenswerten Studie das deutsche BIP-Wachstum der letzten Jahre mit dem der anderen Euroländer verglichen. Auf der Verwendungsseite fällt vor allem die Schwäche der Investitionen auf. Die Bruttoanlageinvestitionen haben das Wachstum seit dem vierten Quartal 2019 um 0,4 Prozentpunkte

Wachstumsbeitrag des Verarbeitenden Gewerbes
(in Prozentpunkten)



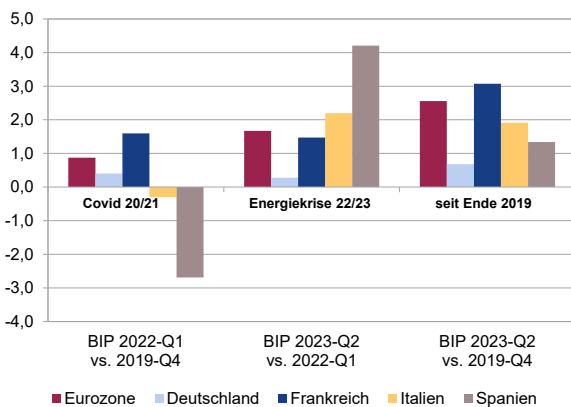
geschmälert und erklären damit fast den gesamten Unterschied in der deutschen BIP-Entwicklung gegenüber Italien, Frankreich und Spanien.

Betrachtet man die Angebotsseite, so war die Wachstumsperformance Deutschlands seit dem vierten Quartal 2019 vor allem in den Dienstleistungssektoren schwach, insbesondere im Handel, im Reiseverkehr und in den Bereichen Kunst, Unterhaltung und Erholung. Das Verarbeitende Gewerbe hat sich in Deutschland hingegen besser entwickelt als in den anderen Ländern des Euroraums und seit dem vierten Quartal 2019 mit 0,3 Prozentpunkten zum Wachstum beigetragen. Zwar stagniert das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland seit Mitte 2021 mehr oder weniger, jedoch war die anfängliche Erholung nach der Covid-Krise deutlich stärker als in anderen Ländern. **Das eingängige Narrativ, dass die gestiegenen Kosten die energieintensiven Branchen so stark belasten, dass die gesamte deutsche Wirtschaft schrumpft, hält einer näheren Betrachtung also kaum stand.** Tatsächlich trifft die wirtschaftliche Schwäche vor allem weite Teile des Dienstleistungssektors, der mehr als zwei Drittel zur Wertschöpfung in Deutschland beiträgt.

In den letzten vier Jahren verzeichnete die deutsche Wirtschaft das geringste Wachstum im Euroraum

Der Sachverständigenrat weist in seinem letzten Gutachten darauf hin, dass die deutsche Wachstumsschwäche nicht nur konjunkturelle, sondern auch strukturelle Ursachen hat. Sowohl die Europäische Kommission als auch die OECD gehen davon aus, dass das deutsche Potenzialwachstum von rund 1,5 Prozent in den 2010er Jahren auf knapp unter ein Prozent gesunken ist. Verantwortlich dafür ist der Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, aber auch die hohe Unternehmenssteuerbelastung und das weitgehende Ausbleiben von Strukturreformen in den letzten Jahren. Dass die aktuelle Schwäche zu einem großen Teil struktureller Natur ist, zeigt sich vor allem am Arbeitsmarkt, wo das Angebotspotenzial in vielen Bereichen mehr als ausgelastet ist.

Wachstumsbeitrag der Dienstleistungen
(in Prozentpunkten)



Die Stärke des Arbeitsmarktes spricht dafür, dass eine Trendwende in Deutschland im kommenden Jahr vor allem von den privaten Konsumausgaben ausgehen könnte. Diese sind im ersten Quartal 2023 noch um 0,3 Prozent zurückgegangen und stagnierten im zweiten Quartal. Allerdings verbessert sich die reale Einkommensentwicklung, da die Nettolöhne und -gehälter sowie die Vermögens-einkommen steigen. Im kommenden Jahr dürften weiter steigende Arbeitseinkommen, höhere Sozialleistungen und weiter rückläufige Inflationsraten den privaten Konsum moderat stimulieren. Die Summe der nominalen Nettolöhne dürfte 2023 um 8,8 Prozent und 2024 um 4,8 Prozent steigen.

Eine deutsche Besonderheit ist allerdings, dass Einkommenszuwächse eher gespart als ausgegeben werden. Mit einem Anteil von 11,3 Prozent am verfügbaren Einkommen lag die Sparquote in Deutschland im ersten Halbjahr 2023

deutlich über der anderer Industrieländer. Da die erzwungene Ersparnis, die während Corona wegen fehlender Konsummöglichkeiten aufgebaut wurde, bis zum Jahresende 2023 aufgebraucht sein dürfte, könnte dies die Dynamik des privaten Konsums zusätzlich dämpfen.

Die angespannte Lage auf dem deutschen Immobilienmarkt belastet nicht nur den privaten Konsum, sondern auch die Investitionsbereitschaft im Bausektor. Gleichzeitig sind die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland rückläufig, was unter anderem auf den Rückzug chinesischer Investoren zurückzuführen ist. Nach der schwachen Investitionsdynamik der letzten Quartale könnte es aber in anderen Wirtschaftsbereichen im nächsten Jahr zu einer zyklischen Belebung der Investitionen kommen.

Alles in allem dürfte die deutsche Wirtschaft die Schrumpfungsphase zwar überwinden, aber mit einem Jahreswachstum von 0,5 Prozent im kommenden Jahr im internationalen Vergleich weiter zurückfallen.

Japan

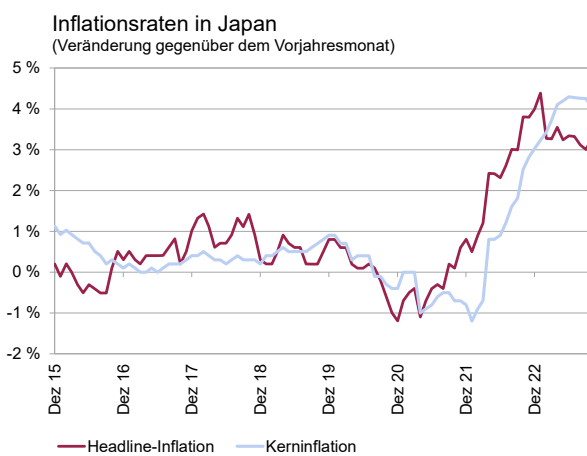
These 7: Japan befreit sich zunehmend aus seiner wirtschaftlichen Lethargie. Das BIP wird um 1,0 Prozent wachsen.

2023 war für Japans Wirtschaft ein sehr erfolgreiches Jahr. Da das Land später als die meisten westlichen Volkswirtschaften von der Corona-Krise getroffen wurde, fiel ein Großteil der wirtschaftlichen Aufholeffekte in dieses Jahr. Hinzu kam, dass die Zentralbank weiterhin eine extrem lockere Geldpolitik verfolgte, was die Wirtschaft zusätzlich stimulierte. Eine Folge dieser Geldpolitik war die deutliche Abwertung des Yen gegenüber dem Euro bzw. dem US-Dollar, was der Exportwirtschaft Rückenwind gab. Dass die USA als zweitwichtigster Handelspartner eine überraschend robuste Konjunktur aufwies, sorgte für zusätzliche positive Impulse. Das Ergebnis dieser Entwicklungen wird ein BIP-Wachstum von rund 1,8 Prozent im Jahr 2023 sein, was im Vergleich zu anderen Industrieländern sehr viel ist.

Für das Jahr 2024 wird es vor allem darauf ankommen, ob die japanische Wirtschaft an die Dynamik des Jahres 2023 anknüpfen kann. Besonderes Augenmerk gilt dabei

der **Inflations- und Lohnentwicklung**. Nach Jahrzehnten deflationärer Tendenzen freut sich die Bank of Japan über ein gesundes, leicht inflationäres Umfeld. Sie selbst spricht von einem „positiven Kreislauf zwischen Löhnen und Preisen“, den sie anstrebt.

Die aktuellen Lohnverhandlungen stehen daher unter besonderer Beobachtung. Traditionell sind die Lohnforderungen in Japan eher moderat, was auch damit zusammenhängt, dass hohe Inflationsraten in den letzten Jahrzehnten kaum ein Thema waren. Daher müssen sich die Arbeitnehmer erst daran gewöhnen, höhere Löhne zu fordern. In diesem Jahr überraschten die allgemeinen Lohnforderungen mit 2,1 Prozent, dem höchsten Anstieg seit 1992. Die Analysten hatten im Durchschnitt mit 1,1 Prozent gerechnet. Entsprechend sind die Erwartungen für das kommende Jahr noch stärker gestiegen. Goldman Sachs prognostiziert für 2024 ein Wachstum von 2,5 Prozent, was für die Gesamtwirtschaft ein Lohnwachstum von 4,1 Prozent bedeuten könnte.



Politisch ist ein solcher Lohnanstieg durchaus gewollt. Da die Preise für Importgüter durch den russischen Überfall auf die Ukraine und die Abwertung des Yen gestiegen sind, befürchtet die Politik, dass zusätzliche Belastungen bei den Lebenshaltungskosten den Konsum und damit den Aufschwung wieder bremsen könnten. Deshalb wurden Energiesubventionen beschlossen, die auch 2024 fortgesetzt werden sollen. Premierminister Kishida hat die positive wirtschaftliche Entwicklung jüngst zur politischen Priorität erklärt. Für 2024 kündigte er ein Maßnahmenpaket in Höhe von 13 Billionen Yen (rund 105 Milliarden Euro) an, das den aktuellen Wirtschaftsaufschwung

unterstützen soll. Teil des Pakets sind Hilfen für Verbraucher wie weitere Subventionen für Strom- und Benzinpreise sowie eine einmalige Senkung der Einkommens- und Wohnsteuer. Der Effekt dürfte jedoch begrenzt sein. Nomura Research schätzt, dass die Steuersenkungen in Höhe von rund fünf Billionen Yen das BIP-Wachstum um etwa 0,2 Prozentpunkte erhöhen dürften. Bei den Wählern hielt sich die Euphorie nach der Ankündigung in Grenzen. Die Zustimmungswerte für Kishida fielen sogar auf neue Tiefststände. Sein Problem ist, dass er sich den Ruf eines Verfechters fiskalischer Disziplin erworben hat. Deshalb glauben viele Verbraucher, dass Steuergeschenke vor allem höhere Steuern in der Zukunft bedeuten.

Die Bank of Japan befindet sich in einer schwierigen Lage.

Sie muss die Entwicklung der Inflationsdynamik genau beobachten. Da sich die Inflationsraten in den letzten Monaten stabilisiert haben, besteht kein unmittelbarer Handlungsbedarf. Sollten die Teuerungsraten jedoch im kommenden Jahr auf einem hohen Niveau verharren und das Lohnwachstum robust bleiben, könnte sie sich veranlasst sehen, die ultralockere Geldpolitik schneller zu beenden. Es ist nicht auszuschließen, dass die Bank of Japan bereits Ende 2023 damit beginnt.

Auch wenn die Aussichten für Japan 2024 nicht mehr ganz so positiv sind wie 2023, erwarten wir dennoch ein solides Wirtschaftswachstum von 1,0 Prozent.

Selbst wenn die Auswirkungen der Unterstützungsmaßnahmen geringer ausfallen sollten als erhofft, wird das verfügbare Einkommen der Verbraucher gestärkt, was auch durch das Lohnwachstum unterstützt wird. Die Bank of Japan wird bei der Straffung der Geldpolitik behutsam vorgehen und könnte 2024 in Abhängigkeit von den Zinssenkungen der EZB und der Fed zur restriktivsten Zentralbank werden. Entscheidend für die Politik der Bank of Japan wird letztlich sein, wie stark die Löhne in den kommenden Monaten steigen. Wie aggressiv die Lohnerhöhungen im Frühjahr ausfallen, wird die Geldpolitik der Bank of Japan mitbestimmen und zeigen, wie schnell sie sich von der ultralockeren Geldpolitik verabschieden kann.

Devisenmarkt

Die Dollarschwäche setzt sich fort

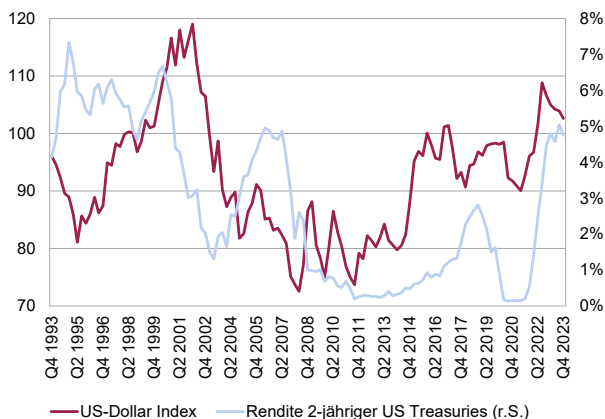
These 1: Der US-Dollar wertet zum Euro weiter ab und steht am Jahresende 2024 bei 1,16 EUR/USD.

Der US-Dollar erlebte 2023 eine wahre Achterbahnfahrt und schwankte im Jahresverlauf mehrfach zwischen 1,04 und 1,13 EUR/USD. Ausschlaggebend dafür waren vor allem die unterschiedlichen Kommentare der Zentralbanken zur weiteren Inflations- und Zinsentwicklung.

Im Jahr 2024 dürfte die Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses vor allem von der **Entwicklung der Konjunktur und der Zinsen** abhängen. Während das Wirtschaftswachstum im Euroraum im Jahresverlauf wieder anziehen sollte, rechnen wir in den USA ab dem zweiten Quartal mit einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums. Dann sollte die restriktivere Geldpolitik ihre volle Wirkung entfalten und im Gegenzug die fiskalischen Impulse nachlassen.

Wir gehen davon aus, dass die **US-Notenbank** daher eher als die EZB gezwungen sein könnte, die **Zinsen** wieder zu **senken**. Dies dürfte zu einem Rückgang der Renditen kurzlaufender US-Staatsanleihen und zu einer Verringerung des Zinsvorteils gegenüber Anleihen aus dem Euroraum führen. In der Vergangenheit ging dies stets mit einer Dollarschwäche einher.

Zusammenhang US-Dollar- und Zinsentwicklung



Daneben könnten **zunehmende Unsicherheiten in den USA** das Vertrauen in die US-amerikanische Politik und damit auch den US-Dollar belasten. Hier sind vor allem drei Aspekte zu nennen:

- Die **US-Staatsverschuldung** hat mittlerweile historische Ausmaße erreicht und dürfte im kommenden Jahr weiter steigen.
- Die anhaltende Haushaltsdebatte führt zu weiteren Vertrauensverlusten und die Möglichkeit eines Government Shutdown besteht auch in den kommenden Monaten.
- Die anstehenden **Präsidentenwahlen** mit dem (voraussichtlich) aussichtsreichen Kandidaten Donald Trump bergen ebenfalls Risiken.

Insgesamt rechnen wir mit einer steiler werdenden Zinsstrukturkurve in den USA, welche in der Vergangenheit ebenfalls meist von einer Dollarschwäche begleitet wurde.

Die überraschende Pfund- und Frankenstärke geht zu Ende

These 2: Das Britische Pfund wertet zum Euro leicht ab und notiert Ende 2024 bei 0,88 EUR/GBP.

In Großbritannien sprechen seit einiger Zeit einige Faktoren für eine Abwertung des Pfund gegenüber dem Euro. Da die konjunkturelle Entwicklung in Großbritannien deutlich stärker positiv überraschen konnte und zudem die befürchtete Krise der Pensionskassen in Großbritannien ausblieb, **konnte das Pfund im abgelaufenen Jahr überraschend leicht aufwerten**.

2024 dürften diese Überraschungseffekte nicht mehr auftreten. **Die Wirtschaft im Euroraum sollte stärker wachsen als die Großbritanniens**. Auch wenn die Inflation noch höher ist als in der Eurozone, dürfte die Bank of England aufgrund der schwächeren Konjunktur im Jahresverlauf erste Zinssenkungen vornehmen. Zusammen mit dem bestehenden Leistungsbilanzdefizit dürfte dies das Pfund belasten.

These 3: Der Schweizer Franken wertet zum Euro leicht ab und notiert am Jahresende 2024 bei 1,00 EUR/CHF.

Die Schweizer Notenbank überraschte im Jahr 2023 trotz relativ niedriger Inflationsraten **mit** für ihre Verhältnisse **deutlichen Zinserhöhungen**. Zudem stützten die stabile Konjunktur und die Devisenmarktinterventionen sowie die zwischenzeitliche Flucht in sichere Häfen den Schweizer Franken.

Im Jahr 2024 dürfte sich das **Wirtschaftswachstum in der Schweiz** im Gegensatz zum Euroraum deutlich **verlangsamern**. Zusammen mit der sehr niedrigen Inflationsrate könnte dies bereits in der ersten Jahreshälfte zu Zinssenkungen in der Schweiz führen und den Franken schwächen.

Aufwertungspotenzial für den Japanischen Yen

These 4: Der Japanische Yen wertet zum Euro deutlich auf und steht Ende 2024 bei 145,00 EUR/JPY.

Der Japanische Yen hat im Jahr 2023 gegenüber den meisten anderen Währungen deutlich an Wert verloren, auch gegenüber dem Euro. Während die Notenbanken weltweit in den vergangenen zwei Jahren die Zinsen im Zuge der Inflationsbekämpfung kräftig angehoben haben, **hielt die Bank of Japan bislang an ihrer ultralockeren Geldpolitik fest**. Nach fast drei Jahrzehnten Niedrigzinspolitik könnte sich dies 2024 ändern (oder sogar noch in diesem Jahr).

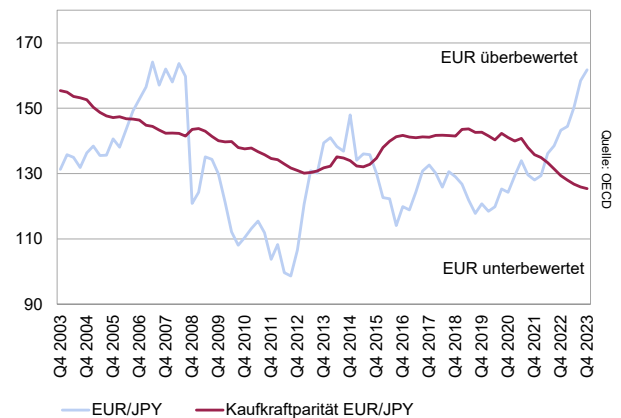
Die Inflation in Japan ist auf dem höchsten Stand seit gut zehn Jahren und hat sich trotz eines leichten Rückgangs im ersten Quartal 2023 hartnäckig über der 3-Prozent-Marke gehalten. Entgegen dem globalen Trend sind die Inflationsraten in Japan zuletzt sogar wieder angestiegen. Damit sind auch die Lebenshaltungskosten in Japan deutlich gestiegen und werden durch den schwachen Yen sogar noch weiter nach oben getrieben, da Japan beispielsweise auf den Import fossiler Brennstoffe angewiesen ist. Neben der Gefahr steigender Rohstoffpreise aufgrund geopolitischer Unsicherheiten verteuert ein schwacher Yen die Importe. Damit wächst der Druck auf die japanische Notenbank, Maßnahmen zu ergreifen, um den Yen wieder zu stärken. Sei es durch Zinserhöhungen oder durch Interventionen am Devisenmarkt.

Neben einer möglichen Abkehr von der jahrzehntelangen Niedrigzinspolitik und damit einer relativen Attraktivitätssteigerung japanischer Staatsanleihen **gibt es auch am Aktienmarkt Argumente, dass die Nettozuflüsse in japanische Anlagen steigen sollten** und damit zu einer Stärkung des Yen führen könnten. Der japanische Aktienmarkt ist derzeit nicht nur im Vergleich zu anderen Märkten, sondern auch im historischen Vergleich sehr günstig bewertet. Hinzu kommen die weitreichenden Corporate-Governance-Reformen, die das Management japanischer Unternehmen zu einer stärkeren Fokussierung auf die Aktionäre veranlassen. Dies spiegelt sich bereits in einer deutlich gestiegenen Ausschüttungsrendite

(Dividenden und Aktienrückkäufe) wider und birgt zudem das Potenzial einer steigenden Profitabilität japanischer Unternehmen. Dies könnte ausländische Investoren dazu veranlassen, ihre derzeitige Untergewichtung in japanischen Anlagen zu reduzieren.

Schließlich spricht auch die **fundamentale Bewertung** für eine Aufwertung des Japanischen Yen. Ein Blick auf die Kaufkraftparitäten zeigt, dass der Euro aufgrund der EUR/JPY-Entwicklung der letzten Jahre gegenüber dem Yen mittlerweile um fast 30 Prozent überbewertet ist.

Wechselkurs und Kaufkraftparität EUR/JPY



Devisenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: US-Dollar leicht untergewichten

Die Unsicherheiten in den USA nehmen im Jahresverlauf zu und sollten den US-Dollar schwächen.

Maßnahme 2: Untergewichtung im Britischen Pfund und Schweizer Franken

Eine Fortsetzung der Pfund- und Frankenstärke lässt sich fundamental kaum begründen.

Maßnahme 3: Übergewicht im Japanischen Yen aufbauen

Der Beginn einer restriktiveren Geldpolitik und die relative Attraktivität des japanischen Aktienmarktes dürften zu einer Stärkung des Yen führen.

Strategiebeitrag Devisenmarkt in 2024

Neben der Risikodiversifikation bieten einige Währungen wie beispielsweise der Japanische Yen zusätzliche Renditechancen.

JAHRESAUSBLICK 2024: LIQUIDE VERMÖGENSKLASSEN

Rentenmarkt : Die Renditeniveaus sind weiterhin attraktiv

These 1: EZB und Fed werden die Zinsen im ersten Quartal 2024 nicht senken.

Im Laufe des Jahres 2023 blieben die Zentralbanken standhaft. Immer wieder preisten die Märkte Zinssenkungen ein, so zum Beispiel nach der Bankenkrise in den USA im März. Nach dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank zeigten die US-Zinsfutures, dass die Marktteilnehmer mit Zinssenkungen der Fed ab Juli rechneten. Auch bei der EZB gab es immer wieder Spekulationen, dass sie ihren Kurs aufgrund der eingetrübten Wachstumsaussichten im Euroraum nicht durchhalten könnte. Letztlich ließen sich die Notenbanken von solchen Überlegungen nicht beeinflussen und erhöhten die Leitzinsen im Jahresverlauf weiter, wobei der Höhepunkt mittlerweile erreicht sein dürfte.

Für das Jahr 2024 stellt sich daher vor allem die Frage, ob und wann die Fed und die EZB die Zinsen senken werden.

Sowohl die Mitglieder des Federal Open Market Committees (FOMC) der Fed als auch die Mitglieder des EZB-Rats haben deutlich gemacht, dass die Inflationsraten unter Kontrolle sein müssen, bevor Zinssenkungen in Betracht gezogen werden. Hauptargument für Zinssenkungen sind vor allem die gesamtwirtschaftlichen Belastungen, die von hohen Zinsen ausgehen. Die Zentralbanken müssen daher abwägen, wann die Inflation unter Kontrolle ist, um die Wirtschaft nicht unnötig lange mit hohen Zinsen zu belasten.

Vor allem im Euroraum hat sich die Wirtschaft im vergangenen Jahr schwach entwickelt und könnte durch Zinssenkungen einen zusätzlichen Schub gebrauchen. Die Inflationsraten sind in den letzten Monaten deutlich zurückgegangen. Zunehmend laufen allerdings die Stützungsprogramme der Staaten im Euroraum aus, die Bürger und Unternehmen vor hohen Energiekosten schützen sollten. Damit entfällt ein dämpfender Effekt auf die Inflationsraten. Die EZB dürfte daher zunächst abwarten. Insofern ist mit Zinssenkungen der EZB nicht vor der zweiten Jahreshälfte 2024 zu rechnen.

Die Fed hat ihren Zinserhöhungszyklus früher begonnen. Bis zum Erreichen des Inflationsziels von zwei Prozent ist es aber noch ein weiter Weg. Auf ihrer Sitzung im Dezember gingen die FOMC-Mitglieder im Durchschnitt davon aus, dass dieses Ziel im Jahr 2026 wieder erreicht wird. Die Leitzinsen können allerdings schon vorher gesenkt werden, da sie derzeit deutlich über dem neutralen Niveau liegen, bei dem die Gesamtwirtschaft weder gebremst noch stimuliert wird.

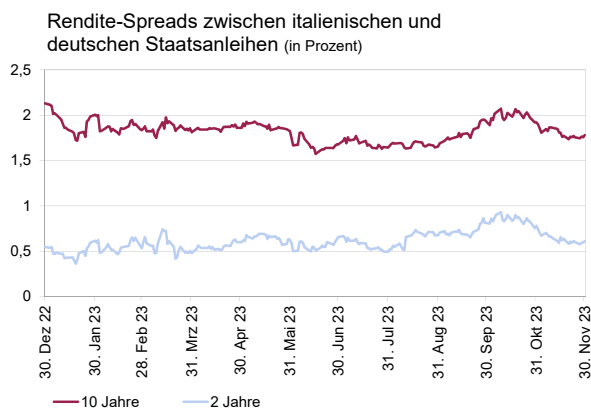
Da für 2024 mit einer Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik in den USA zu rechnen ist, wird die Fed voraussichtlich im zweiten Quartal mit einer graduellen Lockerung der Geldpolitik beginnen. Nach der Sommerpause dürfte sich die Fed hingegen mit weiteren Zinssenkungen schwertun, da dies als Einmischung in den US-Wahlkampf interpretiert werden könnte.

In einer völlig anderen Situation befindet sich die **Bank of Japan**, die nach wie vor an ihrer ultralockeren Geldpolitik festhält. Da aber auch in Japan die Inflation auf über vier Prozent gestiegen ist, hat die Notenbank kürzlich angekündigt, die Steuerung der Zinsstrukturkurve zu lockern. Sollte die Bank of Japan im kommenden Jahr die Zinsen aus dem negativen Bereich anheben, würde sie dies gegen den globalen Trend tun. Es ist nicht auszuschließen, dass die Bank of Japan bereits Ende 2023 eine Zinsanhebung vornimmt. Ein solcher Schritt dürfte vor allem japanischen Banken und Versicherungen, die bislang einen beträchtlichen Teil ihrer Gelder im Ausland - vor allem in den USA - angelegt haben, eine attraktive Alternative im Inland bieten. Auch der Japanische Yen dürfte davon profitieren und deutlich aufwerten.

These 2: Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen wird zum Jahresende 2024 bei 2,5 Prozent liegen.

Manche Investoren sind besorgt über die möglichen negativen **Auswirkungen der starken Zinserhöhungen der EZB auf die Peripherieländer der Eurozone.** Bisher wirkten sie jedoch nicht negativ, im Gegenteil. Die BIP-Wachstumsraten in Spanien, Portugal und Griechenland gehörten 2023 zu den höchsten im Euroraum. Auch Italiens Wirtschaft erwies sich als erstaunlich robust, wenn man

bedenkt, dass das Land ähnlich wie Deutschland stark von russischen Energieimporten abhängig war. Die Peripherieländer wurden durch Mittel aus dem EU-Wiederaufbaufonds unterstützt. Die gute Wirtschaftslage trug dazu bei, dass sich die Risikoaufschläge insbesondere italienischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen im Jahresverlauf nicht ausweiteten. Auch für die kommenden Jahre sind die Aussichten für die Euro-Peripherie positiv. Hinzu kommt, dass sich die Staatsverschuldung dieser Länder in den letzten Jahren positiv entwickelt hat. Daher ist aus heutiger Sicht nicht mit nachhaltigen Spreadausweitungen im Jahr 2024 zu rechnen.



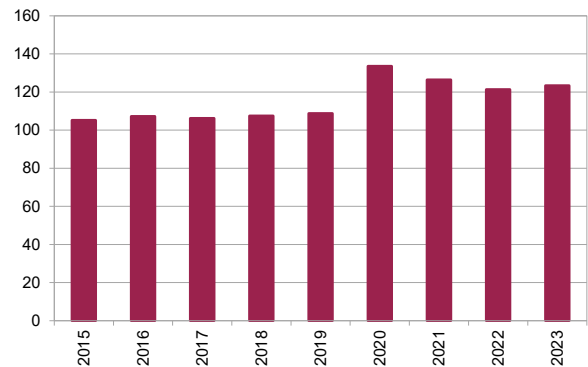
Die Zinsstrukturkurve der Bundesanleihen ist seit einiger Zeit invers. Vor allem mittlere Laufzeiten haben eine negative Carry, während sehr kurze Laufzeiten die attraktivsten Renditen bieten. Spätestens bei Zinssenkungen sollte sich die Zinskurve jedoch wieder versteilern und damit normalisieren. Das zusätzliche Nettoangebot an Staatsanleihen im Euroraum dürfte im kommenden Jahr leicht von 1.291 Mrd. Euro auf 1.267 Mrd. Euro zurückgehen. Insgesamt bleibt das Angebot aber groß und könnte zu einem **Anstieg der Renditen am langen Ende führen**.

These 3: Bei zehnjährigen US-Treasurys wird am Jahresende 2024 eine Rendite von 4,6 Prozent erreicht.

Unabhängig von der konjunkturellen Abkühlung in den USA werden 2024 vor allem **politische Themen** die Kapitalmärkte beeinflussen. Am 5. November finden die Präsidentschaftswahlen statt. Bei den Demokraten gilt es als sehr sicher, dass Amtsinhaber Joe Biden als Kandidat nominiert wird. Die Republikaner haben ihren Kandidaten noch nicht nominiert, aber Umfragen deuten darauf hin,

dass Donald Trump das Rennen machen wird. Die Vorwahlen für den republikanischen Kandidaten beginnen im Januar, weshalb der Präsidentschaftswahlkampf ab diesem Zeitpunkt an Relevanz und Einfluss auf die Kapitalmärkte gewinnen wird.

Staatsverschuldung der USA
(in Prozent des BIP)

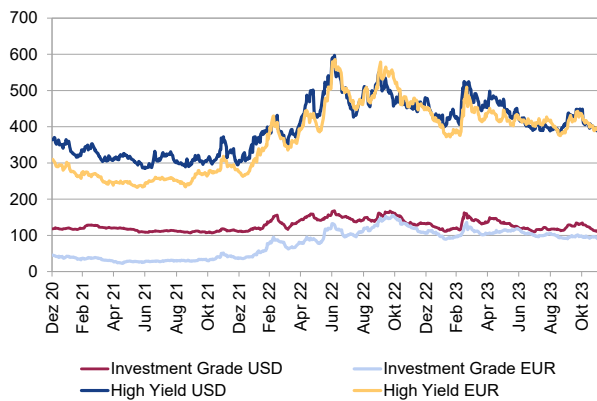


Gleichzeitig ist der Kongress nach wie vor gespalten und muss sich im Januar und Februar auf Budgetentscheidungen einigen, um einen Government Shutdown zu vermeiden. Da der Grad der Polarisierung nach wie vor hoch ist, bleibt abzuwarten, wie reibungslos diese Einigungen verlaufen und welche Auswirkungen dies auf die Kapitalmärkte haben wird.

Auch die politische Situation könnte Druck auf die Renditen ausüben. Moody's hat bereits im November den Ausblick für die Kreditwürdigkeit der USA auf negativ gesenkt, wobei die politische Polarisierung eine Rolle gespielt haben dürfte. Moody's bemängelt, dass die Haushaltsdefizite nicht nachhaltig seien und es keinen Plan für Ausgabenkürzungen oder Einnahmenerhöhungen gebe. Die Verschuldung der USA ist während der Corona-Pandemie stark angestiegen und eine Verbesserung der Situation ist derzeit nicht absehbar, unabhängig davon, wer die Wahlen im November gewinnen wird.

Wird keine glaubwürdige Perspektive aufgezeigt, wie die Verschuldungssituation nachhaltig verbessert werden kann, dürfte der Markt mit Risikoaufschlägen reagieren und **die Renditen für US-Staatsanleihen nachhaltig erhöhen**.

Spreads von Unternehmensanleihen
(in Basispunkten)



These 4: Investment-Grade-Anleihen haben attraktive Rendite-Niveaus. Bei High-Yield-Anleihen gibt es ein erhöhtes Risiko durch leicht steigende Ausfallraten.

Für die Renditen von **Unternehmensanleihen** spielen zwei Effekte eine wichtige Rolle. Zum einen beeinflusst die konjunkturelle Entwicklung die Höhe der Unternehmensgewinne und damit die Finanzkraft der Unternehmen. Während sich die Konjunktur in Europa und insbesondere in Deutschland etwas erholen wird, ist in den USA mit einer Abschwächung zu rechnen. Gleichzeitig müssen sich immer mehr Unternehmen zu ungünstigeren Finanzierungsbedingungen refinanzieren, je länger die Zinsen auf hohem Niveau verharren. Für Investment-Grade-Anleihen sollte keiner der beiden Effekte die Aussichten trüben. Sowohl in Europa als auch in den USA verfügen die meisten Unternehmen dieses Segments über eine solide finanzielle Basis. Auch die Spreads, mit denen der Markt Unsicherheit einpreist, sind im historischen Vergleich auf einem niedrigen Niveau. 2024 ist nicht mit einer signifikanten Ausweitung zu rechnen.

Bei **Hochzinsanleihen** muss man genauer hinschauen. Hier gibt es einen höheren Anteil an Unternehmen, die eine schlechtere Bilanzqualität aufweisen und daher in einem schwächeren konjunkturellen Umfeld größere Schwierigkeiten haben könnten, ihre Schulden zu bedienen. Aber auch in Europa, wo die Konjunktur anziehen sollte, gibt es immer mehr Unternehmen, die sich refinanzieren müssen und dies zu immer noch hohen Zinsen. Dies wird letztlich zu steigenden Ausfallraten führen.

Rentenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Anleihen neutral gewichten.

Anleihen haben äußerst attraktive Renditeniveaus, während die Inflationsraten rückläufig sind. Dadurch steigen die Realrenditen. Bei Staatsanleihen verschlechtert sich allerdings die Bonität.

Maßnahme 2: Kurze Laufzeiten werden durch die Notenbanken unterstützt.

Die Zentralbankzinsen haben ihren zyklischen Höhepunkt erreicht. Die Frage ist nicht ob, sondern wann Leitzinssenkungen kommen.

Maßnahme 3: Europäische Staatsanleihen sollten leicht übergewichtet werden.

Europäische Staatsanleihen bieten ein attraktives Rendite-Risiko-Profil.

Maßnahme 4: US-Staatsanleihen sollten neutral gewichtet werden.

Die kontinuierlichen Primärdefizite schaffen das Risiko, dass der Markt die Tragfähigkeit der Schulden infrage stellen könnte. Perspektivisch sollte zudem der US-Dollar abwerten.

Maßnahme 5: Unternehmensanleihen mit Investment Grade sollten leicht übergewichtet werden.

Bei Unternehmensanleihen gibt es gute Renditeniveaus bei vertretbaren Risiken.

Maßnahme 6: High-Yield-Unternehmensanleihen sollten leicht untergewichtet werden.

Die Renditeniveaus sind hier zwar auch attraktiv. Es besteht allerdings die Gefahr, dass es aufgrund der wirtschaftlichen Lage und der hohen Zinsen zu höheren Ausfallraten kommt.

Strategiebeitrag Rentenmarkt in 2024

Die Renditeniveaus bei Anleihen sind weiterhin äußerst attraktiv. Zukünftig sollte es auch zunehmend wieder Diversifikationseffekte zwischen Aktien und Anleihen geben.

Aktienmarkt: Begrenztes Potenzial

Die Aktienperformance des Jahres 2023 wird vielen Anlegern in Erinnerung bleiben. Nicht nur, weil sie im Vergleich zu den Erwartungen zu Jahresbeginn äußerst positiv ausfiel. Sondern vor allem, weil sie maßgeblich von der Performance von sieben Unternehmen beeinflusst wurde. Obwohl sich sowohl der europäische als auch der japanische Aktienmarkt absolut gesehen positiv entwickelten, war der **dominierende Einfluss der „Magnificent Seven“ (M7)** Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla einer der Hauptgründe für die erneute relative Outperformance des US-Aktienmarktes gegenüber Europa und Japan.

Die Zeiten, in denen es schlicht keine Alternative zum Aktienmarkt gab, sind jedoch vorbei. Die Renditen an den Rentenmärkten haben wieder attraktive Niveaus erreicht. Es stellt sich daher die Frage, ob die Aussichten für die Aktienmärkte auch im kommenden Jahr positiv bleiben. **Die konjunkturelle Entwicklung scheint nicht unbedingt dafür zu sprechen.** Langfristig wird die Entwicklung der Aktienmärkte von den Unternehmensgewinnen bestimmt. Diese werden stark vom Wachstum der Gesamtwirtschaft beeinflusst. Die BIP-Wachstumsprognosen für das kommende Jahr liegen jedoch für die meisten Länder unter denen für 2023.

Darüber hinaus wird das Renditepotenzial durch weitere Faktoren begrenzt. Der starke Zinsanstieg hat zu einer Erhöhung des risikolosen Zinssatzes geführt. Gleichzeitig ist die relative Attraktivität von Anleihen im Vergleich zu Aktien gestiegen. Zudem hat die rückläufige Inflation zu einem Anstieg der Realzinsen geführt, von dem sich die Entwicklung einiger Sektoren abgekoppelt zu haben scheint.

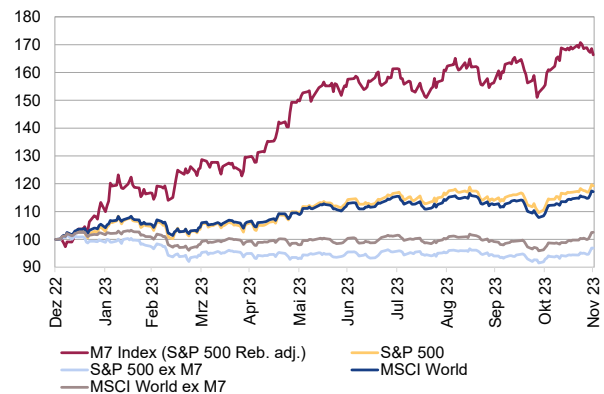
Aktienanleger sollten 2024 verstärkt auf Bewertungen und Qualität achten und sich nicht darauf verlassen, dass sich die Outperformance der M7 wiederholen wird.

These 1: Die Margen könnten unter Druck geraten.

Eine gängige Kennzahl zur Beurteilung der Rentabilität von Unternehmen ist die **Gewinnspanne**. Die Definition hängt von der gewählten Bezugsgröße ab. Der von Bloomberg veröffentlichte Analytenkonsens definiert die Gewinnmarge als das Verhältnis von Nettogewinn zu Umsatz. In den USA liegt der prognostizierte Wert für die Unternehmen

des S&P 500 für 2023 bei 12,43 Prozent und für 2024 bei 13,03 Prozent. Für die Unternehmen des Stoxx Europe 600 liegt der geschätzte Wert für 2023 bei 10,19 Prozent und für 2024 bei 10,35 Prozent, was ebenfalls leicht über dem Wert für 2022 liegt.

Wertentwicklung M7 Index vs. S&P 500 vs. MSCI World (30.12.2022 = 100; Total Return in EUR)



Auch die Kostenentwicklung belastet die Aussichten für die Aktienmärkte. Im Kampf gegen die Inflation haben die Zentralbanken die Leitzinsen dynamisch angehoben. Gleichzeitig konnten die Arbeitnehmer aufgrund des robusten Arbeitsmarktes höhere Löhne durchsetzen. In der Folge sind die Lohn- und Zinskosten deutlich gestiegen. Während das Lohnwachstum in den USA bereits rückläufig ist, stiegen die Tariflöhne im Euroraum zuletzt wieder an.

Die gestiegenen Kosten belasten vor allem Unternehmen mit einem hohen Fixkostenanteil. Das Verhältnis von fixen zu variablen Kosten wird auch als „operativer Leverage“ bezeichnet. Unternehmen mit einem hohen operativen Leverage können ihre Margen mit jedem zusätzlichen Umsatz ausweiten, da die variablen Kosten kaum steigen. Die Margen werden größer und die Gewinne steigen schneller. Der Hebel wirkt aber auch in die andere Richtung. Sinkende Umsätze führen bei einem hohen operativen Leverage zu einer deutlichen Margenkompression.

These 2: Heterogene Entwicklung des US-Aktienmarkts.

Generell gehören **Technologiewerte** zu den Aktien mit langer Duration und entsprechender Zinssensitivität. Die Outperformance des US-Technologiesektors gegenüber dem breiten Markt im Jahr 2023 ist vor allem auf die Euphorie

über das Potenzial der Generativen Künstlichen Intelligenz zurückzuführen. Gleichzeitig schienen steigende Realzinsen bislang kaum negative Auswirkungen auf Technologieaktien zu haben. Kann das so weitergehen?

Vermutlich nicht. Der Grund dafür liegt unter anderem in der **Zusammensetzung des Technologiesektors**, der sich aus den Branchen „Software und Dienstleistungen“, „Hardware und Ausrüstung“ sowie „Halbleiter und Halbleiternausrüstung“ zusammensetzt. Der Halbleitersektor ist sehr zyklisch, sodass eine starke Outperformance des Sektors nur in Zeiten starken Wirtschaftswachstums gerechtfertigt ist. Diese Annahme erscheint angesichts der entkoppelten Entwicklung der US-Halbleiteraktien im Vergleich zum ISM-Auftragseingangsindex ambitioniert. Die Analysten der UBS gehen davon aus, dass der Halbleitermarkt einen zyklischen Aufschwung in den USA von vier Prozent einpreist. Gleichzeitig hat der Technologiesektor insgesamt einen starken Rückgang der Renditen inflationsindexierter Anleihen eingepreist. Diese beiden Entwicklungen sind jedoch nicht miteinander vereinbar.

Innerhalb des Technologiesektors erscheinen Softwareunternehmen am attraktivsten. Viele KI-basierte Geschäftsmodelle erfordern neue Software. Im Gegensatz zu Halbleitern ist zudem die Gewinndynamik stärker als die Performance.

Wenn die Aktienmarktentwicklung von neuen Technologien getrieben wird, besteht die **Gefahr einer Spekulationsblase**. Neue Technologien führen zunächst zu einer überdurchschnittlichen Performance und höheren Bewertungen, die durch das zukünftige Gewinnwachstum

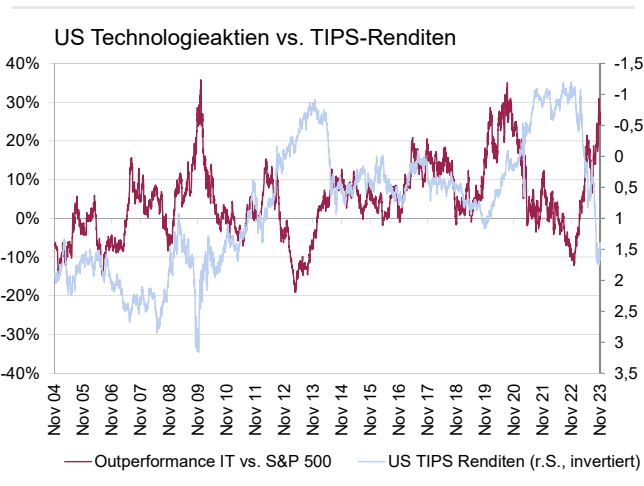
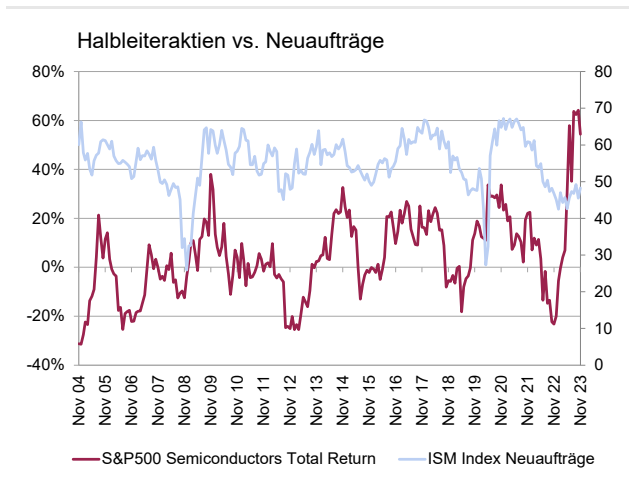
gerechtfertigt erscheinen. Der daraus resultierende Überschuss kann jedoch zu Bewertungen führen, die fundamental nicht mehr gerechtfertigt sind.

Die Tatsache, dass die Bewertungen von KI-Unternehmen teilweise sehr hoch, aber noch nicht übertrieben erscheinen, deutet darauf hin, dass sich der Markt noch in der ersten Phase einer typischen Technologiewelle befindet. Die Kursrallye dieser Aktien kann sich also durchaus noch fortsetzen. Es besteht jedoch die Gefahr, dass der derzeitige Enthusiasmus zu einer Blase führt. **Technologieaktien sollten nicht vollständig verkauft, aber aufgelaufene Gewinne teilweise realisiert werden.**

These 3: Die Bewertungsunterschiede zwischen Regionen und Sektoren bleiben groß.

Die **geografische Streuung der Bewertungen** ist nach wie vor beträchtlich. Das 12-Monats-Forward-KGV des US-Aktienmarktes, gemessen am S&P 500, liegt über seinem 20-Jahres-Durchschnitt, obwohl die Zinsen höher sind als im Durchschnitt der letzten 20 Jahre. Mittlerweile liegt das Bewertungsniveau des S&P 500 rund 20 Prozent über dem Durchschnitt.

Im Gegensatz dazu sind die europäischen und japanischen Aktienmärkte nach wie vor günstig bewertet. Das 12-Monats-Forward-KGV des Stoxx Europe 600 liegt rund fünf-einhalb Prozent unter seinem 20-jährigen Durchschnitt. Beim Topix liegt der entsprechende Wert fünf Prozent unter dem 20-Jahresdurchschnitt.



Im Sektorenvergleich ist der **Technologie-sektor** deutlich teurer bewertet verglichen mit dem 20-Jahres-Median. Es ist wahrscheinlich, dass einzelne Unternehmen die hohen Erwartungen an die Gewinnentwicklung tatsächlich rechtfertigen oder sogar übertreffen werden. Der Sektor als Ganzes dürfte den hohen Erwartungen jedoch kaum standhalten. Im Gegensatz dazu erscheinen die Bewertungsniveaus der Unternehmen aus dem Basiskonsum- und Gesundheitssektor gemessen an ihrer eigenen Bewertungshistorie fair.

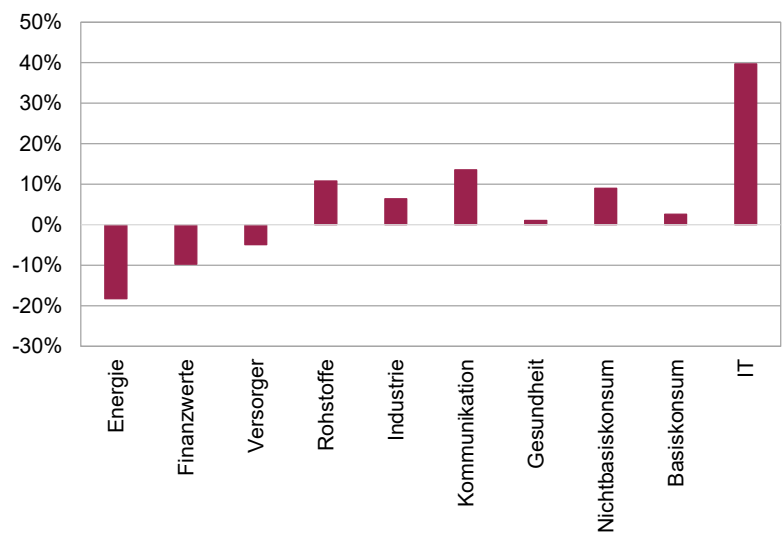
Betrachtet man das 12-Monats-Forward-KGV der „Magnificent Seven“, so fallen vor allem die hohen Werte von Tesla (63) und Amazon (42) auf. Überraschend ist hingegen der relativ niedrige Wert von Nvidia (24). Angesichts der tatsächlichen Gewinnentwicklung von Nvidia erscheinen die enormen Kursgewinne der Aktie durchaus gerechtfertigt.

These 4: Der japanische Aktienmarkt bleibt attraktiv.

Japanische Aktien sind gemessen am Kurs-Buchwert-Verhältnis sehr günstig bewertet. Rund die Hälfte der in Japan börsennotierten Unternehmen wurde Anfang 2023 unter Buchwert gehandelt. Günstige Bewertungen, geringe Verschuldung und robuste Geschäftsmodelle sind der Traum eines jeden Value-Investors. Mangelndes Bewusstsein für moderne Corporate Governance und geringe Kapitalkosteneffizienz führten in den letzten Jahren jedoch meist in eine „Value-Falle“: Die niedrigen Bewertungen sind kein Kauf-, sondern ein Warnsignal.

Der japanische Aktienmarkt ist jedoch im Umbruch. Anfang des Jahres hat die Tokioter Börse (TSE) neue Richtlinien veröffentlicht, um deutlich unterbewertete Unternehmen mit einem

MSCI ACWI 12-Monats-Forward-KGV
(Abstand zum 20-Jahres-Median in Prozent)



Kurs-Buchwert-Verhältnis von unter eins zu ermutigen, bestehende Mängel zu beheben. Die neuen Regeln werden von manchen als Revolution bezeichnet. Sie sehen vor, dass schrittweise neue Anforderungen an Offenlegung, Berichterstattung, Nachhaltigkeit und Governance-Strukturen gestellt und umgesetzt werden. Darüber hinaus müssen die betroffenen Unternehmen mehr Kapital an die Aktionäre zurückgeben und dürfen weniger Vermögenswerte anhäufen, was höhere Dividenden impliziert. Die Geschäftsmodelle müssen daher so verändert werden, dass sie weniger kapitalintensiv sind, was zu höheren Bewertungen führen sollte.

Wir gehen davon aus, dass der anhaltende Druck der TSE auf die Unternehmen, ihren Forderungen nachzukommen, bis Ende 2024 zu einer weiteren Beschleunigung der Corporate-Governance-Aktivitäten börsennotierter japanischer Unternehmen führen wird. Darüber hinaus sprechen das solide globale makroökonomische Umfeld und der anhaltende innenpolitische Druck zur Schaffung einer nachhaltigen, nachfragegetriebenen Inflation durch strukturelle Lohnerhöhungen für einen weiteren Anstieg japanischer Aktien.

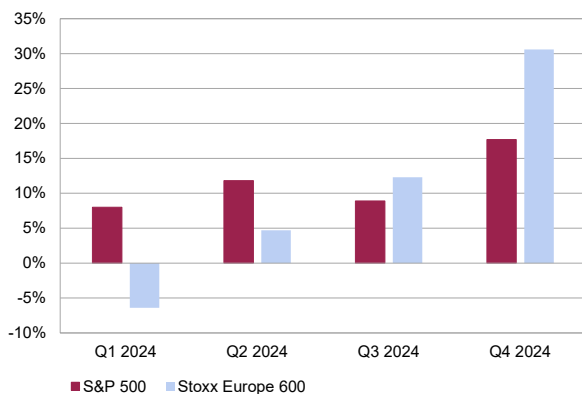
Japanische Aktien sind sehr günstig bewertet.

These 5: Das Gewinnwachstum wird sich in Europa ab dem zweiten Quartal verbessern.

Die Analysten der LSEG I/B/E/S haben die **Gewinnwachstumsraten für die Unternehmen des S&P 500 und des Stoxx Europe** bis Ende 2024 prognostiziert. Mit Ausnahme des ersten Quartals liegen die Gewinnwachstumsraten in beiden Indizes im Vergleich zum Vorjahresquartal grundsätzlich im positiven Bereich. Für die Unternehmen des Stoxx Europe 600 wird jedoch im ersten Quartal ein negatives Gewinnwachstum von rund sechseinhalb Prozent erwartet. Bei den US-Unternehmen liegt das geschätzte Wachstum hingegen bei acht Prozent.

Ab dem zweiten Quartal werden sowohl für die Unternehmen des S&P 500 als auch des Stoxx Europe 600 positive Gewinnwachstumsraten erwartet. Während das Gewinnwachstum der US-Werte im zweiten Quartal des kommenden Jahres um sieben Prozentpunkte über dem der europäischen Werte liegen dürfte, **kehrt sich der regionale Vorsprung ab dem dritten Quartal um**. Die Analysten von LSEG I/B/E/S gehen dann davon aus, dass die geschätzten Gewinnwachstumsraten der europäischen Unternehmen im dritten Quartal um dreieinhalb Prozentpunkte und im vierten Quartal um 13 Prozentpunkte über denen der US-Unternehmen liegen werden.

Gewinnwachstum S&P 500 vs. Stoxx Europe 600 (geschätzte Wachstumsrate gegenüber Vorjahresquartal)

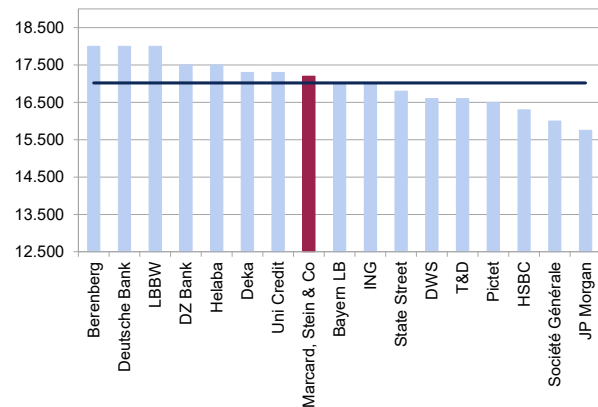


These 6: Bis zum Jahresende 2024 wird der DAX auf 17.200 Punkte steigen.

Gemessen an den Erwartungen hat sich der DAX im Jahr 2023 überraschend positiv entwickelt. Für das Jahr 2024 sehen wir

jedoch nur ein **begrenzt Kurspotenzial für den DAX**. Die konjunkturellen Aussichten für 2024 sind in Deutschland zwar etwas besser als die für das abgelaufene Jahr. Dennoch dürfte insbesondere der Industriesektor, der rund 23 Prozent des DAX ausmacht, mit der Transformation in eine technologie- und umweltfreundlichere Zukunft zu kämpfen haben. Auch die anhaltende Wachstumsschwäche in China trübt das Bild für die exportorientierten Branchen. Für eine positive Entwicklung sprechen die Aussicht auf einen steigenden privaten Konsum und die günstige Bewertung. Das 12-Monats-Forward-KGV des DAX liegt 11 Prozent unter seinem 20-Jahres-Durchschnitt.

DAX-Prognosen für Ende 2024 (Linie = Mittelwert)



These 7: Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende 2024 bei 4.900 Punkten.

In den USA dürften die Aussichten auf Leitzinssenkungen und eine weiche Landung der US-Wirtschaft bis 2024 ein **positives Umfeld für Aktien** schaffen. Darüber hinaus werden die Präsidentschaftswahlen im November den Markt beeinflussen. Die Unsicherheit im Vorfeld der Wahlen könnte belastend wirken. In der Regel entwickeln sich die US-Aktienmärkte jedoch unmittelbar nach Präsidentschaftswahlen positiv.

Generative künstliche Intelligenz könnte ebenfalls ein potenzieller Treiber für steigende Unternehmensgewinne sein, wird sich aber in den meisten Fällen nur begrenzt auf die Rentabilität im nächsten Jahr auswirken. Einige Unternehmen profitieren von der KI-getriebenen Nachfrage nach höherer Rechenleistung. Andere Unternehmen sind potenzielle langfristige Nutznießer, die in den kommenden

Jahren aufgrund der KI-bedingten Steigerung der Arbeitsproduktivität höhere Gewinne erzielen könnten.

Zu hohe Erwartungen an die M7-Unternehmen könnten sich als Belastungsfaktor erweisen. Gemessen am S&P 500 machen diese Unternehmen rund 28 Prozent der Marktkapitalisierung aus. Entsprechend negativ wäre der Einfluss einzelner oder mehrerer Unternehmen, sollten diese die Markterwartungen verfehlen. Anleger können dieses Risiko reduzieren, indem sie auf gleichgewichtete Indizes setzen oder die M7-Titel nicht übergewichten. So liegt der Gesamtanteil der M7 im gleichgewichteten S&P 500 Index mit rund eineinhalb Prozent um 26,5 Prozentpunkte unter dem entsprechenden Anteil im marktkapitalisierten S&P 500 Index.

Aktienmarkt Maßnahmen

Maßnahme 1: Aktien bleiben neutral gewichtet

Die Argumente für und gegen Aktien halten sich weitgehend die Waage.

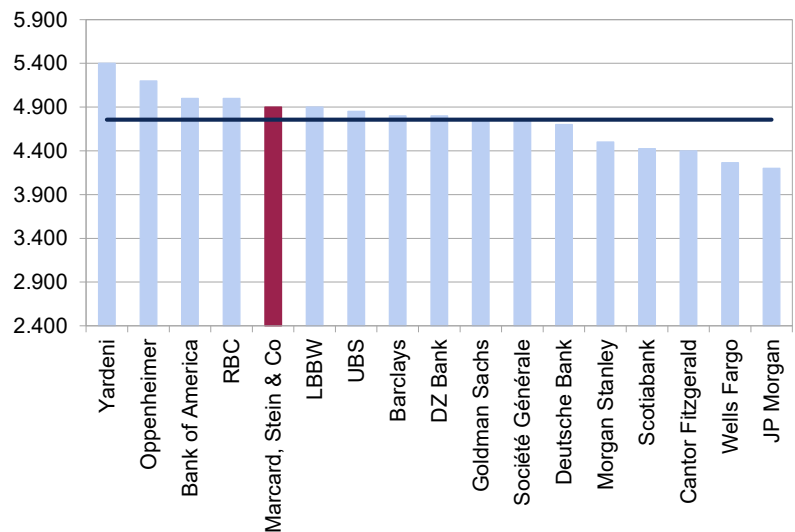
Maßnahme 2: US-amerikanische Aktien und vor allem M7-Aktien nicht übergewichten

Die M7-Euphorie könnte sich zu einer spekulativen Blase entwickeln. Zudem dürften die Präsidentschaftswahlen in den USA zeitweise belastend wirken. Die perspektivische Abwertung des US-Dollar zum Euro spricht aus Sicht eines Euro-Investors ebenfalls gegen ein Übergewicht von US-Aktien.

Maßnahme 3: Japanische Aktien weiterhin übergewichten

Die eingeleiteten Corporate-Governance-Reformen dürften dem japanischen Aktienmarkt weiteren Rückenwind verleihen. Ein solides globales makroökonomisches Umfeld und der anhaltende innenpolitische Druck, durch Lohnerhöhungen eine

Prognosen für den S&P 500 für Ende 2024
(Linie = Mittelwert)



nachhaltige, nachfragegetriebene Inflation zu schaffen, wirken sich ebenfalls positiv aus.

Maßnahme 4: Den Fokus auf Qualität und Bewertung legen.

Unternehmen mit hoher Preissetzungsmacht, geringer Verschuldung und robusten Geschäftsmodellen werden auch in einem Umfeld sinkender gesamtwirtschaftlicher Wachstumsraten auskömmliche Margen und Gewinne erzielen können. Zu hoch bewertete Aktien sollten gemieden werden.

Die Argumente für und gegen Aktien halten sich weitgehend die Waage.

Strategiebeitrag Aktienmarkt in 2024

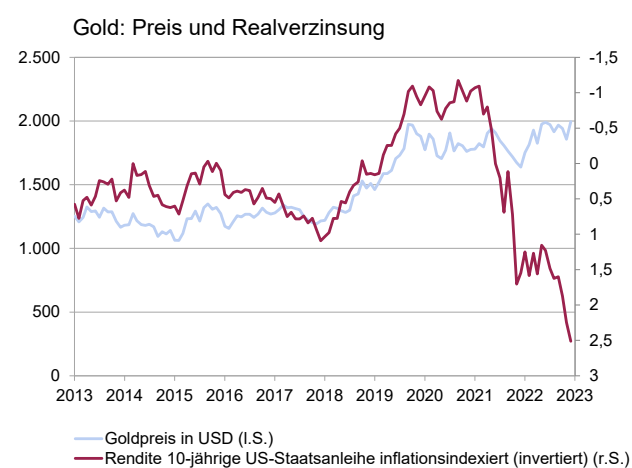
Der Aktienmarkt hat im Vergleich zum Geld- und Rentenmarkt an relativer Attraktivität verloren. Dennoch können Anleger mit Aktien auch im kommenden Jahr von einem soliden Wirtschaftswachstum profitieren. Aktien bleiben daher ein wichtiger Baustein in jedem Portfolio und bieten als Sachwert zudem einen gewissen Schutz vor hoher Inflation.

Rohstoffmarkt: Die Realzinsen sind für Gold entscheidend

These 1: Gold steigt bis Jahresende 2024 auf 2.150 US-Dollar je Unze.

Gold gilt gemeinhin als Inflations- und Krisenschutz. Dem Ruf als Krisenwährung konnte Gold auch im Jahr 2023 gerecht werden. Die **Bankenkrise** zu Beginn und der **Nahostkonflikt** gegen Ende des Jahres verunsicherten die Märkte und ließen den Goldpreis steigen. Auch die zeitweise hohe Nachfrage unterschiedlicher Zentralbanken sorgte für Aufwärtsdruck. Die restriktive Geldpolitik der Notenbanken führte jedoch zu **steigenden Zinsen und sinkender Inflation**. Der daraus resultierende Anstieg der Realzinsen und die hohen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen belasteten den Goldpreis im Sommer. Für das Jahr 2024 erwarten wir einen weiteren Rückgang der Inflation, aber auch eine nachlassende konjunkturelle Dynamik, die die Notenbanken zu ersten Zinssenkungen veranlassen wird. Sinkende Realzinsen dürften der Schlüssel für eine nachhaltige Aufwertung von Gold sein. Rückenwind dürfte auch von einem schwächeren US-Dollar kommen.

Das Kapitalmarktumfeld für Gold wird 2024 von einer rückläufigen Inflation und der Erwartung sinkender Zinsen geprägt sein. Disinflation und stagnierende Zinsen sollten zunächst zu einem Anstieg der Realverzinsung führen. Für die zweite Jahreshälfte 2024 erwarten wir **erste Zinssenkungen** sowohl der Europäischen Zentralbank als auch der US-Notenbank. Sinkende Realzinsen und sinkende Renditen von Staatsanleihen sollten den Goldpreis stützen.



Die Entwicklung des Goldpreises wird auch im kommenden Jahr von der Entwicklung des US-Dollar abhängen. Goldpreis und US-Dollar stehen in einem inversen Verhältnis zueinander. Ein schwächerer Dollar macht Gold für Investoren außerhalb der USA attraktiver und erhöht damit die Nachfrage nach dem Edelmetall. **Gründe für einen schwächeren Dollar dürften eine sich abkühlende US-Konjunktur und sinkende Zinsen sein.** Der Effekt des historisch schnellen Zinsanstiegs dürfte sich im kommenden Jahr in einer Verlangsamung des US-Wirtschaftswachstums niederschlagen. Eine Abkühlung der Konjunktur allein, aber auch die damit einhergehende Aussicht auf Zinssenkungen dürfte den Dollar unter Druck setzen. Auch eine unkontrollierte Ausweitung der US-Staatsverschuldung und die anstehenden Präsidentschaftswahlen in den USA könnten die Leitwährung im kommenden Jahr belasten.

Die **Nachfrage der Zentralbanken** nach Gold dürfte hoch bleiben. Im laufenden Jahr haben die Zentralbanken bis zum Ende des dritten Quartals mehr Gold gekauft als je zuvor. Laut World Gold Council lag die Nachfrage seit Jahresbeginn mit 800 Tonnen rund 90 Prozent über dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre. Insgesamt lag die Goldnachfrage seit Jahresbeginn rund sieben Prozent über dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre. Laut UBS wird die Nachfrage auch im kommenden Jahr über dem historischen Durchschnitt liegen. Auch wir gehen davon aus, dass die Nachfrage im Jahr 2024 stabil bleiben und den Goldpreis stützen wird.

Beschränkter Preisanstieg für Öl

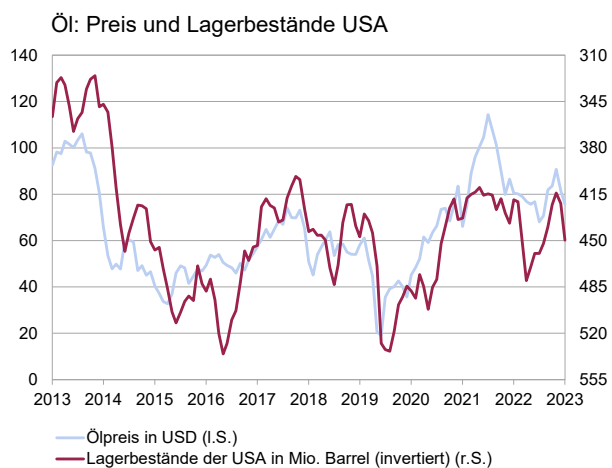
These 2: Zum Jahresende 2024 liegt der Ölpreis (WTI) bei 75 US-Dollar pro Barrel.

Der Ölpreis erlebte 2023 eine Achterbahnfahrt. So fiel der Preis für die Sorte WTI von Anfang bis Mitte des Jahres deutlich. Die **Förderkürzungen** der OPEC, die Mitte des Jahres begannen, ließen den Ölpreis bis auf 94 US-Dollar pro Barrel steigen. Seit den Höchstständen Ende September ist der Ölpreis bereits wieder um rund 20 Prozent gefallen. **Steigende Lagerbestände** in den USA deuten auf eine **Abkühlung der dortigen Konjunktur** hin und ließen den Ölpreis sinken. Auch 2024 dürfte der größte Druck auf den Ölpreis von der Nachfrageseite ausgehen. Auf der Angebotsseite wird entscheidend sein, inwieweit die OPEC

an ihren Förderkürzungen festhält und andere Ölförderländer ihre Kapazitäten ausweiten können.

Das konjunkturelle Bild im Jahr 2023 war gespalten. Während sich die Konjunktur in den USA als sehr robust erwies, zeigten sich in Europa deutliche Risse im Wirtschaftswachstum. Für 2024 ist davon auszugehen, dass die **Konjunktur in den USA an Dynamik verliert**, während Europa langsam an Fahrt gewinnen dürfte. Auf Sicht von zwölf Monaten liegt die Wahrscheinlichkeit, dass die USA in eine Rezession abrutschen, laut Bloomberg bei rund 50 Prozent. Auch wir rechnen mit einer Verlangsamung, aber nicht mit einer Rezession. Allerdings dürfte die nachlassende Dynamik in den USA dem Ölpreis von der Nachfrageseite teilweise den Wind aus den Segeln nehmen. Die Lagerbestände in den USA nehmen bereits zu und signalisieren eine sinkende Nachfrage.

Ein weiterer wichtiger Treiber für den Ölpreis ist die **konjunkturelle Entwicklung in China**. Auch für das Reich der Mitte wird bis Ende 2024 eine Verlangsamung der Wirtschaftsleistung prognostiziert. Als einer der weltweit größten Ölverbraucher hat eine Abkühlung der dortigen Wirtschaft ebenfalls negative Implikationen für den Ölpreis. Die Weltbank geht davon aus, dass das Wachstum der chinesischen Ölnachfrage nachlässt und weltweit sogar um 50 Prozent in 2024 zurückgehen wird. Ein nachlassendes Nachfragewachstum könnte negative Implikationen auf den Ölpreis haben. Es wird primär darauf ankommen, wie die ölproduzierenden Nationen in Bezug auf ihre Fördermengen auf eine nachlassende Wachstumsdynamik reagieren.



Auf der Angebotsseite dürfte die Weltproduktion zunächst stabil bleiben. Die bereits im April 2023 begonnene Förderkürzung der OPEC dürfte auch 2024 fortgesetzt werden. Auch Saudi-Arabien dürfte seine **freiwillige Kürzung um eine Million Barrel pro Tag bis 2024 beibehalten**. Die Kürzungen machen sich bereits in einem rückläufigen BIP-Wachstum bemerkbar. Im dritten Quartal schrumpfte die saudische Wirtschaft um 4,5 Prozent im Vergleich zum Vorjahresquartal. Dennoch dürften Saudi-Arabien sowie Russland und andere OPEC-Mitglieder ihre Fördermengen konstant halten, um die Preise zu stabilisieren und der nachlassenden Nachfrage entgegenzuwirken.

Entscheidend ist auch die Fördermenge der USA. In der Vergangenheit wurden Förderkürzungen der OPEC durch ein steigendes Angebot der USA konterkariert. Auch für 2024 wird mit einem leichten Anstieg der US-Produktion gerechnet. Allerdings sehen sich die **Ölproduzenten in den USA mit steigenden Kosten konfrontiert**, die sich negativ auf die Investitionsbereitschaft auswirken. Sollte die amerikanische Produktion ihre Fördermengen nicht wie erwartet ausweiten können, sondern ihre freie Liquidität für Kapitalmaßnahmen verwenden, könnte eine amerikanische Produktionssteigerung leiden.

Insgesamt erwarten wir für 2024 eine sinkende Nachfrage aus China und den USA, die auf ein weitgehend stabiles Angebot trifft. Europa und Schwellenländer exklusive China dürften den Nachfragerückgang nicht vollständig kompensieren können, sodass der Ölpreis im begrenzten Maße ansteigen könnte.

Rohstoffmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Gold sollte leicht übergewichtet werden.

Die abnehmende Realverzinsung und der schwächere Dollar sollten Gold stützen.

Maßnahme 2: Rohöl sollte neutral gewichtet werden.

Die schwächer werdende Nachfrage wird von einem weiterhin konstanten Angebot konterkariert.

Strategiebeitrag Rohstoffmarkt in 2024

Neben dem Inflationsschutz der Vermögensklasse Rohstoffe dient vor allem die Goldkomponente auch in 2024 dem Krisenschutz.

Hedgefonds mit besseren Aussichten für 2024

2023 war für Hedgefonds insgesamt ein positives Jahr, im Vergleich zu Aktien war die Performance jedoch enttäuschend. Das Jahr war geprägt von drei sehr starken und relativ kurzen Aufwärtsbewegungen bei Aktien. Der MSCI World legte im Januar mit einem Plus von 7,1 Prozent einen phänomenalen Jahresauftakt hin. Die meisten **Hedgefonds** waren da noch sehr konservativ positioniert. Auch im sehr starken November (MSCI World plus 9,4 Prozent) konnten die Manager nicht mithalten. Der November war ein typischer Erholungsmonat nach drei Monaten mit negativer Performance (August bis Oktober MSCI World minus 9,2 Prozent). In einem solchen Umfeld zählen qualitative und fundamentale Fakten und Analysen wenig, das heißt alles wird nach oben getrieben, egal ob die Unternehmen gut oder schlecht aufgestellt sind. Gerade für marktneutrale Hedge-Fund-Strategien ist dies ein extrem schwieriges Umfeld. Leerverkaufspositionen müssen mit Verlusten glattgestellt werden (Short Squeeze).

Im Vergleich zu Aktien war die Performance von Hedgefonds enttäuschend.

Die starken Richtungswechsel bei Zinsen, Währungen und Aktien verlangten von den Managern eine hohe Agilität. Fundamental orientierte Manager können in diesem Umfeld mit ihren Analysen langfristig richtig liegen, kurzfristig aber gegen den Markt verlieren.

Mittelabflüsse

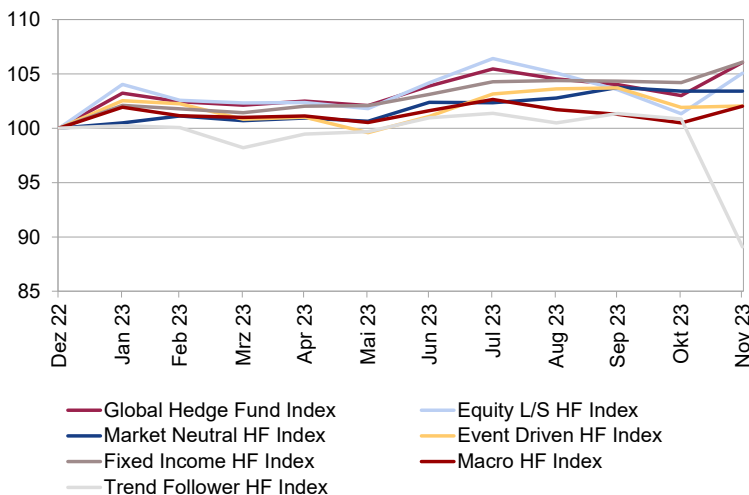
Die Hedgefonds-Industrie verzeichnete im Jahr 2023 bis Oktober Nettoabflüsse von insgesamt 109 Milliarden US-Dollar. Dies sind geringere Abflüsse als im Vorjahr, als 164 Milliarden US-Dollar abflossen. Die Hedgefonds-Industrie beläuft sich laut Daten von Eurekahedge nun auf 3,87 Billionen US-Dollar, ein Minus von 1,6 Prozent verglichen zum Vorjahr. Ende 2021 lag das Volumen noch bei 4,13 Billionen US-Dollar.

Auf Strategieebene wurde das meiste Anlagegeld von Equity Long Short-Managern und Multi Strategy-Managern abgezogen. Am wenigsten verloren haben CTA und Trendfolger, die trotz negativer Performance im laufenden Jahr nur leichte Abflüsse hinnehmen mussten. Keine Strategie konnte im laufenden Jahr Zuflüsse verzeichnen.

Eine genauere Analyse zeigt ein differenziertes Bild. Während europäische Manager für über 60 Prozent der weltweiten Abflüsse verantwortlich waren (67,3 von global 109,0 Milliarden US-Dollar), verzeichneten sie das größte Netto-Performance-Wachstum (27,3 von global 45,6 Milliarden US-Dollar), obwohl der europäische Hedgefonds-Markt nur rund 20 Prozent des weltweiten Marktes ausmacht (741 von 3.868 Milliarden US-Dollar).

Die Flow-Analyse lässt zwei Schlüsse zu. Erstens jagen viele Hedgefonds-Investoren der Performance der Vergangenheit hinterher. CTAs (Trendfolger) verzeichneten 2022 die beste Performance, liegen aber 2023

Performance von Hedgefonds-Strategien (Dezember 2021 = 100; Total Return in USD)



weit zurück. Zum anderen lassen sich die Abflüsse bei Equity Long Short dadurch erklären, dass einige Anleger in einem stark steigenden Markt ein direktionales Aktienexposure bevorzugten und daher ihr abgesichertes Exposure reduzierten.

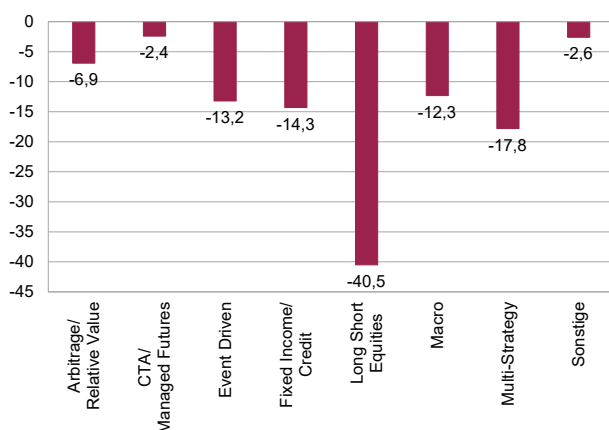
Der Ausblick für 2024

Die US-Wirtschaft wird sich 2024 aufgrund steigender Kapitalkosten zwar verlangsamen, eine Rezession aber mit hoher Wahrscheinlichkeit vermeiden.

In diesem Umfeld sind die Aussichten für Fixed Income Credit am besten. Auf der Long-Seite locken qualitativ gute Anleihen mit Abschlägen, zudem zahlen neu emittierte Papiere hohe Kupons. Der Carry auf der Long-Seite ist daher deutlich gestiegen. Auf der Short-Seite geraten zunehmend Unternehmen unter Druck, die sich bei derart hohen Zinsen nicht mehr vernünftig refinanzieren können. Hedgefonds im Stressed-Bereich können von vergleichsweise niedrigen Kreditausfällen und Restrukturierungen profitieren.

Auf der Makroseite stehen gute FX-Manager, aber auch Manager mit Emerging-Markets-Expertise im Fokus. Event Driven-Strategien enttäuschten 2023 aufgrund geringer Dealvolumina und regulatorischer Risiken, die einige M&A-Deals platzen ließen. Das Umfeld für diese Strategie wird sich kaum verbessern. Ohne einen nachhaltigen Anstieg der Volatilität dürfte auch das Jahr 2024 für Trendfolger schwierig bleiben.

Hedgefonds Ab-/Zuflüsse in Mrd. USD in 2023



Wir empfehlen Hedgefonds-Anlegern, weiterhin auf eine breite Diversifikation zu setzen. Ein aktives Management des alternativen Portfolios und eine maximale Nähe zum Manager sind wichtig. Durch den Zugang zu nicht-traditionellen Renditequellen mit geringer Korrelation zu Aktien- und Anleihemärkten werden Hedgefonds im Jahr 2024 ein wertvoller Stabilisator im Portfolio sein.

Equity Long Short: positives Umfeld

Dank eines völlig neuen Zinsumfelds gibt es derzeit attraktive Anlagen im Bereich Fixed Income Credit. Aber auch auf der Aktienseite haben sich zahlreiche Chancen eröffnet. Im Jahr 2023 konnten sich die Aktienmärkte von den Verlusten des Vorjahres erholen. Vieles deutet jedoch darauf hin, dass im kommenden Jahr wieder verstärkt selektiv vorgegangen werden muss. Manager mit starken Selektionsfähigkeiten und einem flexiblen Risikoansatz werden gefragt sein. Aktien sind in Europa, Asien oder Lateinamerika im Vergleich zu den USA eher günstig bewertet.

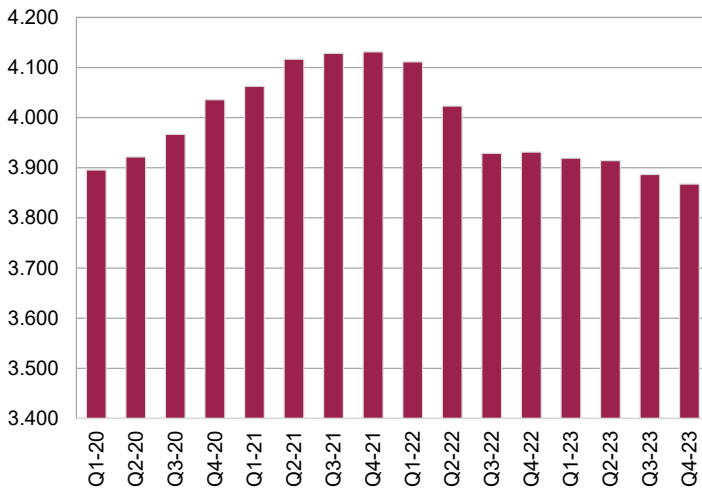
Seit März ist zu beobachten, dass Mega-Caps den gesamten Index tragen und die Marktbreite fehlt. Eine Aktie wie Apple hat ein Gewicht von 7,4 Prozent im S&P 500, aber nur 0,2 Prozent im Equal Weight Index. Die sogenannten „Magnificent Seven“-Aktien haben sich in diesem Jahr verdoppelt und verzerren damit das Gesamtbild erheblich. Während der herkömmliche S&P 500 Index in 2023 bis November über 20 Prozent zulegte, stieg der S&P 500 Equal Weight Index nur um rund acht Prozent. Rechnet man den gesamten Technologiesektor heraus, stieg der S&P 500 ex-Tech Index nur um knapp vier Prozent.

Aber auch das hohe Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) täuscht. Rechnet man die Tech-Werte aus dem Index heraus, ist der S&P 500 gar nicht so teuer bewertet. Das Forward-KGV des S&P 500 liegt bei 19,9, das des S&P 500 ex Tech nur bei 14,9.

Dieses Umfeld bietet Chancen für Equity Long Short-Manager:

- Wie lange wird die Outperformance einer Handvoll Aktien anhalten? Historisch gesehen scheint das Gewicht des Technologiesektors an seine Grenzen zu stoßen.
- Auf Sektorebene gibt es eine Vielzahl von Herausforderungen und Chancen, die von aktiven Managern genutzt werden können.

Hedgefonds: Verwaltete Vermögen
(in Mrd. USD)



Das völlig neue Zinsumfeld eröffnet Credit Fixed Income neue Renditechancen.

- Der Paradigmenwechsel bei den Zinsen stellt die Unternehmensfinanzierung vor große Herausforderungen. Die sogenannte "Maturity Wall", also die Häufung der Fälligkeiten von Unternehmensschulden, kommt in den Jahren 2025 und 2026. Ausstehende Unternehmensschulden werden in der Regel 12 Monate vorher refinanziert. Dies wird den Verschuldungsgrad der Unternehmen wieder in den Fokus der Investoren rücken, was gute Voraussetzungen für Long Short-Manager bietet.
- Die Aktienvolatilitäten sind auf neue Tiefststände gefallen. Der VIX-Index hat ein Niveau von rund 13 Punkten erreicht. Es wäre nicht überraschend, wenn wir im nächsten Jahr Ausschläge nach oben sehen würden. Daraus ergeben sich wiederum Chancen für Long Short-Aktienstrategien.

Equity Market Neutral: neutraler Ausblick

Die starken, aber jeweils in sehr kurzen Phasen auftretenden Marktbewegungen im Jahr 2023 waren für viele marktneutrale Manager schwer zu erfassen. Der Ausblick bleibt neutral.

Event Driven (Merger Arbitrage): neutraler Ausblick

Der erwartete Erfolg der Event Driven Strategien ist im Jahr 2023 nicht eingetreten. Der Grund dafür ist ein unter den Erwartungen liegendes Transaktionsvolumen. Daten von Bloomberg zeigen rund 150 angekündigte Fusionen mit einem Volumen von rund 800 Milliarden US-Dollar, was leicht unter dem Niveau des vergleichsweise schlechten Jahres 2020 liegt. Einige M&A-Deals sind gescheitert. Ein Beispiel ist der Amgen-Horizon Deal, der viele Event Driven-Manager auf dem falschen Fuß erwischte. Obwohl der Deal im Oktober doch noch zustande kam, konnte dies die Jahresperformance vieler Manager nicht mehr retten.

Wir bewerten die Strategie neutral. Auch wenn die Spreads derzeit relativ hoch sind, werden die Risiken bis 2024 nicht abnehmen, weder auf regulatorischer Ebene noch bei grenzüberschreitenden Deals. Gleichzeitig sind viele Deals „crowded“, da viele Manager die gleichen Themen spielen. Auf der positiven Seite ist zu vermerken, dass Private Equity-Gesellschaften auf 2,7 Billionen US-Dollar „Dry Powder“ (liquide Mittel) sitzen.

Credit Fixed Income: Sehr positives Umfeld

Das völlig neue Zinsumfeld eröffnet neue Renditechancen. Auf der Long-Seite locken Anleihen guter Bonität auf attraktiven Niveaus, zudem sind die Kupons hoch. Auf der Short-Seite geraten Unternehmen zunehmend unter Druck, die sich bei derart hohen Zinsen nicht mehr vernünftig refinanzieren können. Noch ist der Refinanzierungsdruck 2023 relativ gering. Wir erwarten aber, dass der Refinanzierungsbedarf 2024 steigen wird.

Global Macro: neutrale Einschätzung

Während Global Macro im Krisenjahr 2022 eine überaus erfolgreiche Portfoliodiversifikation darstellte, waren die Ergebnisse im Jahr 2023 gemischt. Fundamental orientierte Manager waren zu konservativ positioniert und die Inflationserwartungen wurden falsch eingeschätzt, sodass die teilweise heftigen Bewegungen auf der Zins- und Währungsseite nicht erfolgreich monetarisiert werden konnten. Wir gehen weiterhin davon aus, dass im Jahr 2024 Manager mit spezifischem Know-how auf der Währungsseite oder einem Wissensvorsprung in den Emerging Markets profitieren können. Für Global Macro gilt derzeit jedoch: Manager mit einem flexiblen, opportunistischen Anlagestil und schneller Reaktionsfähigkeit sind dogmatischen und zu fundamental orientierten Managern vorzuziehen. Zudem bevorzugen wir diskretionäre Manager gegenüber systematischen Global Macro-Modellen.

Trendfolger: leicht untergewichten

2023 gab es immer wieder markante Trendwenden, die eine ständige Neupositionierung erforderten. Als Beispiel sei hier der November genannt, in dem nicht wenige Manager eine Performance von rund zehn Prozent verpassten. Zudem ist die Marktvolatilität seit Jahresbeginn in verschiedenen Anlageklassen, insbesondere bei Aktien, zurückgegangen. Für das kommende Jahr erwarten wir hier keine großen Veränderungen, was es für Trendfolger weiterhin schwierig machen wird, sich erfolgreich und gewinnbringend zu positionieren.

Maßnahmen Hedgefondsmarkt

Maßnahme 1: Hedgefonds übergewichten

Hedgefonds eröffnen den Anlegern unkorrelierte Renditequellen und dienen so der Diversifikation.

Maßnahme 2: Equity Long Short übergewichten

Das Aktienjahr 2023 war geprägt von einer starken Erholung von den Verlusten des Vorjahres. Vieles deutet jedoch darauf hin, dass 2024 wieder selektiver vorgegangen werden muss. Manager mit starken Selektionsfähigkeiten und einem flexiblen Risikoansatz werden gefragt sein.

Maßnahme 3: Credit Fixed Income übergewichten

Auf der Long-Seite locken Anleihen guter Bonität auf attraktiven Niveaus, zudem sind die Kupons hoch. Auf

der Short-Seite geraten zunehmend Unternehmen unter Druck, die sich zu diesen hohen Zinsen nicht mehr vernünftig refinanzieren können.

Maßnahme 4: Trendfolger untergewichten

Im Jahr 2023 gab es immer wieder markante Trendwenden, die eine ständige Neupositionierung erforderten. Für das kommende Jahr erwarten wir diesbezüglich keine großen Veränderungen, was es für Trendfolger weiterhin schwierig machen wird, sich erfolgreich und gewinnbringend zu positionieren.

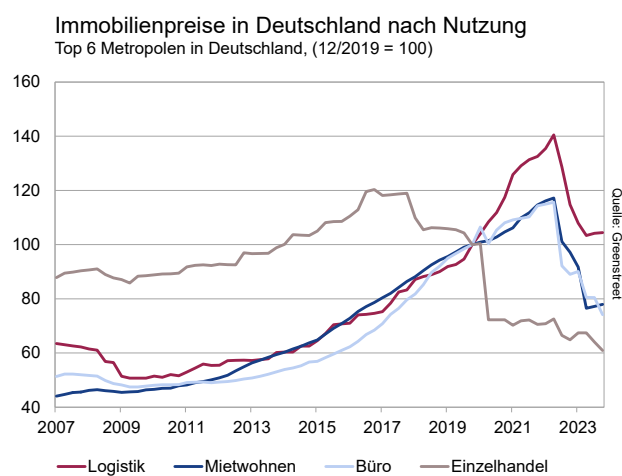
Strategiebeitrag Hedgefonds in 2024

Durch den Zugang zu nicht-traditionellen Renditequellen mit geringer Korrelation zu Aktien- und Anleihemärkten werden Hedgefonds im Jahr 2024 ein wertvoller Stabilisator im Portfolio sein.

JAHRESAUSBLICK 2024: VERMÖGENSKLASSE IMMOBILIEN

Preisentwicklung in Deutschland

Seit den Höchstständen im zweiten Quartal 2022 sind die **Preise für Anlageimmobilien** in Deutschland sehr **deutlich zurückgegangen**. Den prozentual stärksten Rückgang verzeichnen Immobilien für Büros und Mietwohnen mit jeweils rund 35 Prozent. Logistikimmobilien fielen um 26 Prozent und Einzelhandelsimmobilien um 16 Prozent.



Preisentwicklung Deutschland (Top 6)	10 Jahre (2013 – 2023)	5 Jahre (2018 – 2023)	18 Monate (seit 06/2022)	6 Monate (seit 06/2023)
Logistik	+73%	+16%	-26%	+1%
Mietwohnen	+31%	-17%	-34%	+2%
Büro	+40%	-19%	-36%	-8%
Einzelhandel	-38%	-43%	-16%	-10%

Quelle: Greenstreet

Da Logistik in der Corona-Pandemie 2020 die zwischenzeitlich stärksten Wertzuwächse erzielte, liegen die Preise in diesem Segment trotz des Rückgangs noch immer auf dem Niveau des Jahres 2020. **Logistik** ist damit die mit Abstand **am besten rentierliche Nutzungsart** der vergangenen Jahre. Dagegen liegen die Preise bei **Mietwohnen und Büro** auf dem Niveau von 2016 und 2017, das heißt hier wurden die **positiven Preisentwicklungen von sechs Jahren aufgezehrt**. Der Einzelhandel verzeichnete bereits mit Beginn der Corona-Pandemie massive Wertebüßen, sodass die Wertkorrektur lediglich auf die letzten anderthalb Jahre bezogen moderater ausfällt.

Die aktuelle Preisentwicklung zum Jahresende 2023 zeigt mit ihren minimal steigenden Werten für Logistik und Mietwohnen, dass sich die Immobilienpreise in diesen beiden Sektoren bereits stabilisiert haben könnten. Das liegt an fundamental positiven Erwartungen, insbesondere steigenden Mieten. Für Büro- und Einzelhandelsimmobilien lässt sich dies nicht ableiten. Deren weitere preisliche Entwicklung ist stärker von konjunkturellen Unsicherheiten geprägt.

Dass die Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern weithin nicht übereinstimmen, zeigt ein Blick auf die Transaktionstätigkeit. Der deutsche Immobilieninvestmentmarkt erreichte laut einem Marktbericht von CBRE in den ersten neun Monaten 2023 ein Transaktionsvolumen von rund 21 Milliarden Euro. Für das Gesamtjahr wird angesichts einer nicht zu erwartenden Jahresendrallye mit einem Transaktionsvolumen von 26 Milliarden Euro gerechnet. Gegenüber den jeweiligen Vorjahreszeiträumen entspricht dies einem Rückgang des Transaktionsvolumens um 53 bzw. 77 Prozent und gegenüber dem langjährigen Zehnjahresdurchschnitt um 65 Prozent. Tiefe Einschnitte treffen damit die lange Zeit erfolgsverwöhnte Branche der Makler, Rechtsanwälte und Notare, aber auch die Bundesländer, die die Grunderwerbsteuer erheben.

Diesen Trends entsprechend erwarten wir für Deutschland in 2024 **eine Stabilisierung der Preise** in den Nutzungsarten **Logistik und Mietwohnen und weitere leichtere Preisrückgänge bei Büro und Einzelhandel** bei insgesamt sehr **schwachem Transaktionsgeschehen**. Für eine Reihe von Immobilienunternehmen gerade im Bereich der Projektentwicklung wird 2024 ein Schicksalsjahr. Reichen ihre Ressourcen bis 2025, so könnte eine dann erwartete Erholung ihren Fortbestand sichern. Dieser Zeithorizont wird für einige Unternehmen jedoch herausfordernd.

These 1: Der Immobilienmarkt in Deutschland befindet sich in einer Korrektur, doch eine Krise im engeren Sinne wird auch 2024 ausbleiben.

Ursache für die hohen Preisrückgänge bei Immobilien ebenso wie bei anderen Assetklassen, wie Anleihen und Aktien, sind die in 2022 infolge von Energiekrise und Inflation **signifikant angehobenen Zinsen** und damit

entsprechend **gestiegene Renditeanforderungen**.

Die Geschwindigkeit und das Ausmaß der Zinserhöhungen waren historisch. Dass derart geänderte Kapitalmarktbedingungen sich entsprechend auf die Preisniveaus auswirken, die Kalkulationsbasis und die Planbarkeit von Immobilienprojekten stark beeinträchtigen und damit die Aussichten einer Branche eintrüben, ist zwingende Folge der Marktmechanismen. Doch solange sich das **Ausmaß der Preisreduktion an diesen geänderten Kapitalmarktbedingungen orientiert**, sehen wir **keine Immobilienkrise** im engeren Sinne.

Ende 2021 lagen beispielsweise die Anfangsrenditen für Wohnimmobilien in deutschen Metropolen bei 2,2 Prozent und die zehnjährigen Finanzierungszinsen bei rund einem Prozent, das heißt Wohnimmobilien rentierten damals zu einem Risikoaufschlag von gut einem Prozent. Heute ist der Risikoaufschlag negativ, bei Anfangsrenditen von dreieinhalb Prozent und zehnjährigen Finanzierungszinsen von rund vier Prozent. Damit gehen Marktteilnehmer perspektivisch von leicht sinkenden Finanzierungszinsen und steigenden Mieterträgen aus. Diese Situation hatten wir in Deutschland zuletzt vor 15 Jahren. Der aktuell negative Risikoaufschlag zeigt, dass die Preise zumindest nicht soweit gefallen sind, wie es die Kapitalmarktbedingungen erwarten lassen könnten.

Eine veritable **Immobilienkrise** gäbe es erst, wenn eine **negative Preisspirale** entsteht, bei der die kapitalmarktbedingte Preisreduktion **durch immobilienwirtschaftliche Aspekte weiter verstärkt und beschleunigt** wird. Können beispielsweise immer mehr Immobilien im Zuge einer Kreditklemme nicht refinanziert werden und müssen diese zwangsverkauft werden, steigt das Angebot über die Aufnahmefähigkeit des Marktes und die

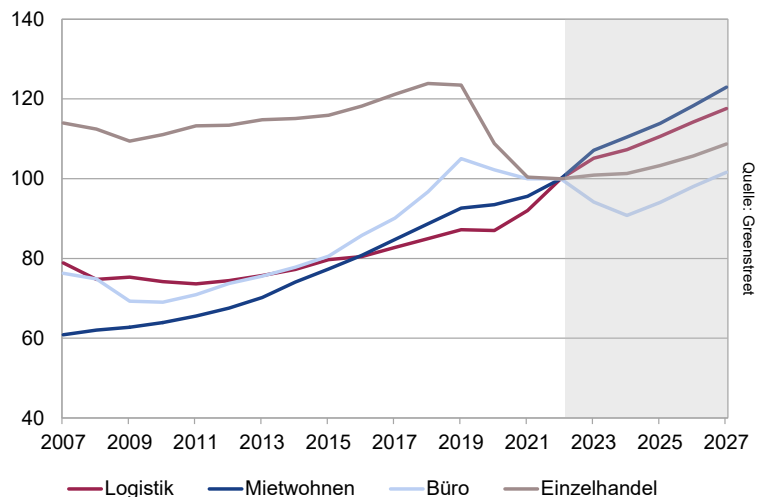
Preise sinken weiter. Oder sinken im Zuge eines Flächenüberangebotes oder infolge einer nachlassenden Flächennachfrage die Mieterwartungen auf breiter Front, so sinken dann infolge dieser immobilienwirtschaftlichen Gründe die Mieterträge und damit auch die Preise. Das derzeit geringe Transaktionsvolumen sorgt bislang dafür, dass eine derartige negative Preisspirale aktuell noch nicht entstanden ist.

Die **Gefahr** einer Immobilienkrise ist unserer Ansicht nach derzeit in Deutschland **nicht gebannt**. Hierfür sind konjunkturelle und geopolitische Unsicherheiten verantwortlich, insbesondere aber anstehende Refinanzierungen von Immobilien, deren Finanzierungsquoten infolge der Preisreduktion gegebenenfalls stark gestiegen sind und die meist weiteren Eigenkapitaleinsatz benötigen. Dies verursacht bei verschiedenen Unternehmen der Immobilienbranche immer größere Probleme.

Zudem erleben wir, dass Firmen bei der Anmietung von Flächen deutlich zurückhaltender und zögerlicher agieren. Dabei spielen sowohl erhöhte konjunkturelle Risiken eine Rolle, als auch ein verändertes Nutzungsverhalten, wie das mobile

Die Gefahr einer Immobilienkrise in Deutschland ist nicht gebannt.

Immobilien-Cashflows Deutschland nach Nutzung
6 deutsche Metropolen, (12/2022 = 100)



Arbeiten von Zuhause oder die immer stärkere Bedeutung des Onlinehandels. Gerade auf dem Markt für Büro- und Einzelhandelsflächen sehen wir diese erhöhten Risiken.

Die Presse berichtet ausführlich, dass seit 2022 immer mehr Geschäftsmodelle der Immobilienwirtschaft kollabieren, bei denen Wertsteigerungen und die darauf mögliche Aufnahme weiterer Schulden notwendige Voraussetzung für die Bedienung des Fremdkapitals und die Ausweisung von Gewinnen waren. **Adler Real Estate, Corestate Capital und zuletzt Signa** sind in diesem Zusammenhang prominente Namen. Deren Schwierigkeiten und mögliche Insolvenzen bergen die Gefahr, dass sich deren unternehmensseitige Risiken auf den Immobilienmarkt zusätzlich negativ auswirken und so eine negative Preisspirale befeuern.

Trotz dieser Risiken sind wir **zuversichtlich**, dass sich die Situation auf dem **Immobilienmarkt** in den kommenden Jahren insgesamt **normalisieren** wird, weil es auch viele die Immobilienwirtschaft stabilisierende Aspekte gibt.

Es besteht eine langfristige gesunde Nachfrage sowohl nach Logistikflächen als auch nach Wohnen in den Metropolregionen. Das Angebot ist bei diesen beiden Nutzungsarten weiterhin begrenzt: zum einen aktuell, was durch eine sehr niedrige Leerstandsquote zum Ausdruck kommt. Zum anderen auch perspektivisch betrachtet, weil der Neubau immer teurer wird und deshalb immer weniger gebaut wird. Nachfrage und Angebot lassen deshalb bei den Nutzungsarten **Logistik und Wohnen steigende Mieterträge** erwarten, die die Rentabilität von derartigen Immobilieninvestments steigen lassen und damit dem gegenwärtigen Preisdruck entgegenwirken.

Investition in Mietwohnungen in Deutschland und den USA

Im folgenden Abschnitt werden die Attraktivität von Investitionen in Mietwohn-Objekte in den USA (US Multi-family) und Unterschiede zum deutschen Markt anhand verschiedener Aspekte beleuchtet sowie Grundzüge einer empfehlenswerten Investitionsstrategie skizziert.

These 2: Die Bevölkerungsentwicklung bleibt in den USA deutlich dynamischer als in Deutschland.

Der **Haupttreiber** für die Nachfrage nach Wohnraum ist die **Entwicklung der Bevölkerung** eines Landes. Während die Bevölkerungszahl in Deutschland in den 1990er und 2000er Jahren weitgehend stabil blieb, ist sie seit dem Jahr 2010 um 3,6 Prozent auf aktuell 84,4 Millionen angewachsen. In den USA ist die Bevölkerungsentwicklung deutlich dynamischer. Dort leben derzeit 333,3 Millionen Menschen, knapp acht Prozent mehr als in 2010. Allerdings haben sich die jährlichen **US-Wachstumsraten** von 1,24 Prozent in den 1990er Jahren auf 0,64 Prozent in den 2010er Jahren fast halbiert. Sie liegen damit aber immer noch mehr als **doppelt so hoch wie in Deutschland**.

Die Prognosen des Statistischen Bundesamtes für Deutschland sind insbesondere abhängig von der Höhe der Zuwanderung. Die Prognoseszenarien bis 2040 reichen von einer Schrumpfung um insgesamt knapp 5 Prozent auf 80,5 Millionen hin zu einem Wachstum um gut 5 Prozent auf 89,0 Millionen Einwohner. Auch in den USA ist die Entwicklungsprognose abhängig von der Einwanderung. Allerdings soll dort das Bevölkerungswachstum bis 2040 selbst im niedrigsten Szenario mit sieben Prozent die maximale Wachstumsrate in Deutschland deutlich übersteigen. Im hohen Szenario geht das US Census Bureau von einer Zunahme um über 15 Prozent auf 395 Millionen Einwohner aus.

These 3: Von besonderer Bedeutung sind dabei die Binnenwanderung und die Entwicklung der Bevölkerung vor Ort.

Neben grundsätzlichen, landesweiten Einflussgrößen sind für Immobilien-Investmententscheidungen die Entwicklungen auf regionaler und lokaler Ebene relevant. So wird in **Deutschland** selbst in einem moderaten **Schrumpfungsszenario** erwartet, dass die **Bevölkerung** in den sieben deutschen **Metropolen** einschließlich der unmittelbar angrenzenden Landkreise **bis 2040 um fünf Prozent zunimmt**. Dort werden dann rund 30 Prozent der Gesamtbevölkerung leben. Diese weitere Urbanisierung stärkt die Nachfrage in den deutschen Metropolen und stützt die dortige Investitionstätigkeit, während Investments in vielen ländlichen Regionen gerade in Mitteldeutschland und auch im Westen aufgrund einer deutlich schrumpfenden Bevölkerungszahl vermehrten Risiken ausgesetzt sind.

Mit Blick auf die größten 28 Metropolen der USA, in denen rund 44 Prozent der **US-Gesamtbevölkerung** leben, fällt auf, dass im Zeitraum **2010 bis 2020** die vier Metropolen des Mittleren Westens mit einem Plus von 3,2 Prozent unterdurchschnittlich und die dreizehn Metropolen der Ost- und Westküste mit einem Plus von 7,3 Prozent im landesweiten Vergleich nur durchschnittlich gewachsen sind, während die Bevölkerung in elf Metropolen des **Sunbelts (Texas, Florida, Georgia, North Carolina, Arizona und Colorado) mit 17,7 Prozent** deutlich überdurchschnittlich zunahm. Dieses Wachstum ist von inneramerikanischer Migration getrieben. Sowohl Unternehmen als auch gerade jüngere Menschen siedeln sich wegen niedrigerer Steuern, geringerer Auflagen, günstigerer Lebenshaltungskosten und attraktiver Jobangebote vermehrt in den Metropolen des Südens an.

These 4: Das Wohnungsdefizit in den USA bleibt stärker als das in Deutschland.

Derzeit gibt es in Deutschland einen Bestand von rund 43,4 Millionen Wohneinheiten. Diese Zahl ist in den letzten zwanzig Jahren um elf Prozent gestiegen. Mit aktuell 145,6 Millionen Einheiten ist der Markt in den USA rund 3,4-mal so groß und mit einer Steigerung von knapp 20 Prozent deutlich dynamischer.

Obwohl in Deutschland die langjährige Zunahme der Wohnungszahl bei jährlich 0,5 Prozent des Bestandes und damit beim zweifachen des Bevölkerungswachstums liegt, besteht in Deutschland im Jahr 2023 nach einer Studie des Pestel-Instituts ein Defizit von 700.000 Wohnungen oder 1,6 Prozent des Gesamtbestandes. Die Ursachen liegen zum einen in der stetigen Abnahme der Haushaltgröße infolge der zunehmenden Alterung und Individualisierung der Gesellschaft und zum anderen in einer sich verändernden regionalen Nachfrage. Während in den Ballungszentren Wohnraum fehlt, stehen im ländlichen Raum Wohnungen leer.

In den USA liegt die jährliche Zunahme des Wohnungsbestandes nur beim 1,6-fachen des Bevölkerungswachstums. Insofern verwundert es nicht, dass auch in den USA Wohnungsknappheit herrscht. Die US-Hypothekenbank Freddie Mac schätzt den Wohnungsmangel auf 3,8 Millionen Einheiten oder 2,6 Prozent des Gesamtbestandes. Damit liegt das **prozentuale Wohnungsdefizit in den USA rund 1,6-mal**

so hoch wie in Deutschland. Da in den USA die Gesellschaft in den kommenden Jahren zunehmend altert, wird eine stärkere Abnahme der Haushaltgröße prognostiziert, was die Wohnungsknappheit in den USA weiter verstärkt.

These 5: Die geringe Erschwinglichkeit von Wohneigentum wird die Mietnachfrage erhöhen.

In der Niedrigzinsphase war Wohneigentum für breite Bevölkerungsschichten finanzierbar. Mit dem Zinsanstieg in 2022 hat sich die **Erschwinglichkeit von Wohneigentum** jedoch auf beiden Seiten des Atlantiks deutlich **verschlechtert**.

In **Deutschland** war das Mieten wegen der stärkeren Mietenregulierung die meiste Zeit über wirtschaftlich attraktiver. 58 Prozent der deutschen Haushalte sind Mieterhaushalte, nur 42 Prozent wohnen in den eigenen vier Wänden. Diese **hohe Mietquote** wird in den kommenden Jahren nicht zurückgehen. Da Mietwohnraum bei regulierten Mieten knapp bleibt, bietet Wohneigentum jedoch für einkommensstarke Haushalte in Deutschland die Möglichkeit, ihren Wunsch nach Wohnraum zu erfüllen.

Der US-amerikanische Wohnungsmarkt ist dagegen mit 66 Prozent vom Wohneigentum dominiert. Das eigene Haus gehört zum Selbstverständnis und Lebenstraum vieler US-Amerikaner. Für die jüngeren Generationen platzt dieser Traum jedoch zusehends. Nach einem kräftigen Nachfrage- und Preisschub vor und während der Pandemie hat sich das Hausangebot stark abgekühlt. Eigentümer mit niedrigen Hypothekenkosten haben nur begrenzte Anreize, sich zu verändern, was wiederum dazu führt, dass viele Häuser nicht auf den Markt kommen und wegen des knappen Angebots eine Preiskorrektur ausbleibt. Diese wäre aber erforderlich, damit sich neue Käufer im gegenwärtigen Zinsumfeld Wohneigentum leisten können.

Für den US-Mietmarkt bedeutet diese Situation, dass die Altersgruppe der 28- bis 34-jährigen, die aktuell die bevölkerungsstärksten Jahrgänge der USA bilden und traditionell mit Familiengründung und dem Erwerb ersten Wohneigentums einhergehen, länger Mieter bleiben. Gleichzeitig gründet die nachfolgende Generation Z, die infolge der Pandemie und hoher Wohnkosten länger bei den Eltern wohnte, ihren ersten Hausstand und drängt damit ebenfalls auf den Mietmarkt. Die geringe Bezahlbarkeit

von Wohneigentum ist damit neben der Bevölkerungsentwicklung ein weiterer Grund dafür, dass sich die **Nachfrage nach Mietwohnraum in den USA** auch **strukturell erhöht**.

These 6: Die negativen Auswirkungen des Zinsanstiegs auf den Neubau von Mietwohnungen werden in Deutschland größer sein als in den USA.

Die Investition in Mietobjekte erfolgt durch Investoren als Kapitalanlage. Damit ist der privatwirtschaftliche Mietwohnungs-Neubau von Renditeaspekten und den Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt abhängig. In **Deutschland** ist der **Neubau** aufgrund einer toxischen Mischung aus hohen (energetischen) Bauauflagen, stark gestiegenen Baukosten, erhöhten Finanzierungskosten und Renditeanforderungen sowie einer politisch gewollten Begrenzung des Mietpreisniveaus derzeit **nicht mehr rentabel**. Deshalb wird die Neubautätigkeit in den nächsten Jahren deutlich unter das langjährige Mittel zurückgehen. Der ZIA prognostiziert einen Rückgang um über 50 Prozent auf 140.000 Einheiten in 2025.

In den **USA** hat sich das Kapitalmarktumfeld ebenfalls verschlechtert und die Baukosten sind auch dort deutlich gestiegen. Es wird aber lediglich ein Rückgang des Multifamily-Neubauvolumens in 2026 um rund 20 Prozent prognostiziert. Der Grund liegt darin, dass die Kosten für Immobilienfinanzierungen und die Renditeanforderungen für Multifamily-Investments in den USA in der Vergangenheit deutlich höher waren als in Deutschland. Dementsprechend fallen die **prozentualen Preisverwerfungen infolge des Zinsanstiegs** in den USA **geringer** aus. Zudem können in den USA **höhere Kosten leichter über höhere Marktmieten kompensiert** werden. Die **Wohnraumversorgung** in den USA ist somit durch den Rückgang der Neubautätigkeit **weniger betroffen**. Anders als in Deutschland unterstützt in den USA zudem ein knapperes Angebot die Mietexpectationen auch für Bestandsobjekte.

These 7: Die Mietenregulierung wird die Effizienz des deutschen Mietwohnungsmarktes weiter belasten.

In **Deutschland** sind die **Mietwohnungsmärkte** durch restriktive Instrumente der Mietpreiskontrolle und des Kündigungsschutzes **reguliert**. Sie bewirken, dass Mieter wegen günstiger Mieten in bestehenden Mietverhältnissen

verbleiben, auch wenn sich ihre Haushaltssituation ändert. **Knapper Wohnraum wird dadurch weniger effizient verteilt**. Mieter in bestehenden Mietverhältnissen profitieren, während gerade einkommensschwache Haushalte auf Wohnungssuche die Leidtragenden sind.

Wenn durch erhöhte Mietenregulierung Wohnungswechsel unterbunden werden, **reduziert** dies auch den **Wettbewerb zwischen Wohnungsanbietern**. Mieter nehmen schlechten Service und bauliche Mängel in Kauf, weil sie den knappen günstigen Wohnraum nicht aufgeben wollen. Aus Investimentsicht bedeuten auf unter Marktniveau regulierte Mieten faktisch eine Untergrenze. Das Risiko sinkender Mieten ist sehr gering, was vergleichsweise niedrige Renditen rechtfertigt.

These 8: Die Vermietung von Wohnungen in den USA bietet höhere Chancen und Herausforderungen.

Im Gegensatz zu Deutschland sind die **Mietwohnungsmärkte in den USA weit weniger reguliert**. Die übliche Mietvertragslaufzeit beträgt zwölf Monate. Damit können **Wohnungsmieten laufend an das Marktniveau angepasst** werden, was zu einem recht guten **Inflationsschutz** führt. Allerdings können die Mieten zum Beispiel bei einem Überangebot auch sinken. Damit sind Wohnungsmieterträge in den USA grundsätzlich volatiler und erhöhten Chancen und Risiken ausgesetzt.

Die regelmäßige Notwendigkeit zur Mietvertragsverlängerung verstärkt den **Wettbewerb** zwischen den **Wohnungsanbietern** und hat auch zur Folge, dass **Mieter** weitaus **anspruchsvoller** sind, sowohl was die Servicequalität betrifft (zum Beispiel 48 Stunden Reaktionszeit für die Behebung von Mängeln), als auch die Aktualität von Ausstattungsstandards (wie Küchen und Bäder) sowie die Bereitstellung von Annehmlichkeiten (Fitness-Center, Hunde-Spa, Clubhouse). Ganz im Gegensatz zu Deutschland stellen in den USA damit die genaue **Kenntnis der Mieterwünsche** und die **Service- und Managementqualität der Wohnungsverwalter** wichtige Voraussetzungen dar, Wertschöpfungspotenziale im Vermietungsgeschäft zu heben und dauerhaft zu sichern. Diese Eigenschaften sind bei der Auswahl geeigneter Asset Manager in den USA besonders zu berücksichtigen.

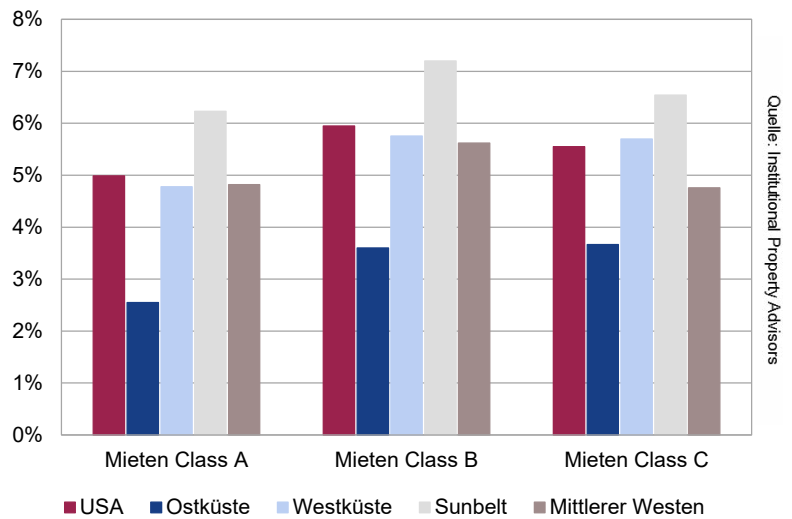
These 9: Hochpreisiger Mietwohnungsbau in der Peripherie deutscher Metropolen wird zunehmend ein Risiko.

Die Miethöhe richtet sich grundsätzlich nach der Wohnlage und baulichen Qualität und Ausstattung einer Wohnung. Doch der Differenzierung der Mieten werden in Deutschland immer engere Grenzen gesetzt, weil selbst in angesagten Szenevierteln die Miethöhe auf die Vergleichsmiete gemäß Mietspiegel begrenzt ist. Von dieser Regulierung ausgenommen ist der Neubau, da dieser sonst nicht finanzierbar wäre und schlicht nicht neu gebaut werden würde. Allerdings erfolgt der Neubau zunehmend in peripheren Lagen. Die Quadratmetermiete im instandgesetzten Gründerzeitaltbau am Kollwitzkiez im Berliner Stadtteil Prenzlauer Berg ist gemäß Mietspiegel nur halb so hoch, wie die der zweckmäßigen Neubauwohnung in Schönefeld an der Berliner Stadtgrenze in Sichtweite des Flughafens. Im Ergebnis führt dies zu einer **nicht marktgerechten Teilung des Mietmarktes** mit stark nachgefragten **preislich regulierten Mietflächen in hochattraktiven Lagen** auf der einen Seite und **Neubauten in Randlagen mit deutlich höheren Mieten** auf der anderen Seite. Diese Teilung des Marktes ist in dieser Art und insbesondere **in der langfristigen Fortschreibung der Mieten nicht nachhaltig**.

These 10: Die volumenstarke Entwicklung von Mietwohnungen im US-Sunbelt birgt zunehmend Risiken.

Das für die Wohnungsnachfrage hochattraktive Bevölkerungswachstum in den Sunbelt-Staaten beflügelt die dortige Bautätigkeit. Nach Datenerhebungen von Yardi Matrix umfasst die Entwicklung neuer Multifamily-Projekte in den Metropolen des Sunbelts in den zwei Jahren 2023 und 2024 knapp zehn Prozent des gesamten dortigen Multifamily-Bestandes.

Entwicklung US-Mieten nach Preissegment
2012 bis 2022, pro Jahr



Dies verdeutlicht die enorme Dynamik in dieser Region, zeigt gleichzeitig aber auch das **Entwicklungsrisiko** auf, wenn bei einer massiven Ausweitung des Angebots neu erstellte Wohnungen gegebenenfalls nicht sofort Mieter finden oder sich aufgrund eines zumindest zeitweisen Angebotsüberhangs die unterstellten Mieten nicht erzielen lassen. Aus diesem Grund sehen wir neue Investments in Entwicklungsprojekte im US-Sunbelt trotz der grundsätzlich positiven Nachfragesituation vorsichtig bis kritisch.

These 11: Das nachfragestarke mittlere Preissegment bietet aktuell auf dem US-Mietwohnungsmarkt mit einer value-add Strategie die attraktivsten Aussichten.

Der **Mietwohnungs-Neubau** erfolgt in den USA zu rund 60 Prozent im hochwertigen Preissegment (sogenanntes Class A Produkt), während die Nachfrage zu 75 Prozent nach Class B Produkten im mittleren und Class C Produkten im niedrigen Preissegment besteht.

In Deutschland erfolgt der Neubau zunehmend in peripheren Lagen.

Dieses Ungleichgewicht verstärkt nicht nur die Entwicklungsrisiken beim Neubau, es stellt auch ein Potenzial bei der Mietentwicklung dar. So sind im Durchschnitt der letzten zehn Jahre die Mieten US-weit im Class B Segment am stärksten um sechs Prozent und im Class C Segment um 5,5 Prozent pro Jahr gestiegen, während sie im Class A Segment jährlich nur um fünf Prozent gestiegen sind. Für die in 2023 prognostizierte Entwicklung ist die Differenzierung sogar noch ausgeprägter. Wir empfehlen deshalb **Investitionen in zehn bis 20 Jahre alte Multifamily-Bestandsobjekte** in etablierten guten Lagen, wo nach leichten Renovierungen **hohe Mietsteigerungen für ein nachfragestarkes Produkt** im oberen **mittleren Preissegment** realisiert werden können.

Mit Wirkung investieren

Nachhaltigkeit ist allgegenwärtig. Sie begegnet uns in der Politik im Rahmen von **Gesetzgebungen**, die sowohl Verpflichtungen als auch flankierende Förderungen umfassen. Daneben gibt es mit dem **Impact Investing** einen unabhängigen, rein privatwirtschaftlichen Ansatz, bei dem messbare positive Wirkungen auf die Entwicklungsziele der Vereinten Nationen als weiteres Kriterium für Investitionen neben Rendite und Risiko herangezogen werden können.

Da die Erfüllung von Gesetzen verpflichtend ist, fällt deren Einhaltung nicht unter das Impact Investing. Mit Impact Investing ist immer eine zusätzliche positive Wirkung verbunden, die ausschließlich aus der privaten Investition resultiert.

Gebäudeenergiegesetz

These 12: Das Gebäudeenergiegesetz ist verabschiedet – gut, dass es da ist.

Über die Novelle des **Gebäudeenergiegesetzes** (GEG) wurde viel öffentlichkeitswirksam gestritten und politisch gerungen. Was die genauen Fristen angeht oder einzelne Ausnahmeregelungen, werden die Meinungen zum Gesetz auseinandergehen, je nach Klimabewusstsein, Sorge um die Finanzierbarkeit oder Parteizugehörigkeit. Doch **es brauchte dieses Gesetz**.

Um den CO₂-Ausstoß mittel- bis langfristig zu reduzieren und dem Ziel der **Klimaneutralität bis 2045** näher zu kommen, bietet der Gebäudesektor und speziell das Heizen ein großes Potenzial. Ein Drittel des gesamten Energieverbrauchs in Deutschland entfällt auf das Heizen von Gebäuden und die Warmwasseraufbereitung. Zugleich sind die **Energiekosten** gestiegen und werden zukünftig wohl auch weiter steigen. Das **Wachstumspotenzial der Kaltmiete** und damit die Rentabilität der Immobilie wird somit zunehmend von der vom Mieter leistbaren **Gesamtmietbelastung aus Kaltmiete und Nebenkosten** bestimmt. In diesem Zusammenhang ist es nachvollziehbar, dass Gebäude mit geringem Mietsteigerungspotenzial und hohem Investitionsbedarf erhöhte Bewertungsabschläge erfahren.

Die Kosten einer Heizungsanlage sind relativ hoch und eine längerfristige Investition. Deshalb ist der gesetzgeberische Ansatzpunkt beim GEG richtig, Immobilieneigentümern **langfristige Orientierung** für den Betrieb und die Erneuerung von Heizungsanlagen zu geben. Nur so können Neu- und Ersatzinvestitionen zielgerichtet und ökonomisch effizient geplant und umgesetzt werden. Unsicherheit ist für Investitionsentscheidungen schlechter als ein im Zweifel mäßiges Gesetz.

Dies sind die wichtigsten Eckpunkte des GEG:

- Bereits mit der Energieeinsparverordnung (EnEV) aus dem Jahr 2014 wurde festgelegt, dass Öl- und Gasheizungen mit besonders ineffizienter Konstanttemperatur-Technologie aus den 1980er Jahren maximal 30 Jahre lang betrieben werden dürfen und dann ausgetauscht werden müssen.
- Nach 2044 dürfen Heizungen nicht mehr mit fossilen Brennstoffen betrieben werden.
- Ab 2024 dürfen nur noch Heizungen eingebaut werden, die zu mindestens 65 Prozent erneuerbare Energien nutzen. Diese Regelung ist technologieoffen. Neben dem Anschluss an ein Wärmenetz oder die elektrische Wärmepumpe zählen hierzu auch Stromdirekt-, Biomasse- und Hybridheizungen. Die 65-Prozent-Regel gilt jedoch erst, wenn in der Stadt bereits eine kommunale Wärmeplanung vorliegt. Diese ist für Großstädte über 100.000 Einwohner ab 2026 und für alle Kommunen ab 2028 verpflichtend.

Zwar können nach dem Gesetz noch bis zum Jahr 2028 Öl- und Gasheizungen installiert werden, diese müssen jedoch stufenweise ansteigende Anteile von grünen Gasen und Ölen verwenden. **Ab 2045 ist dann die Verwendung fossiler Brennstoffe nicht mehr zulässig.** Auch ist fraglich, wie lange die Versorgungsinfrastruktur für Gas für dann immer weniger Endkunden aufrechterhalten wird. Zukünftig eingebaute Gasheizungen sollten deshalb auf Wasserstoff zumindest nachrüstbar sein.

Berechtigte Kritik an dem Gesetz betrifft vor allem die neuen Heiztechnologien. Fehlende Erfahrungswerte und auch nicht ausreichende technische Reife, energetische Anforderungen an die Gebäudehülle (Dämmung) und die damit einhergehenden Baumaßnahmen und -kosten sowie die Abhängigkeit vom zukünftigen Strompreis und das Auseinanderklaffen von Bedarf und Produktion erneuerbaren Stroms im Winter.

Glücklich kann sein, bei wem die Erneuerung der Heizungsanlage erst auf mittlere Sicht ansteht und der die weitere Entwicklung zunächst weiter beobachten und energetische Maßnahmen im Rahmen der normalen Ersatzinvestitionen vornehmen kann.

Ist eine Heizungserneuerung kurzfristig fällig, so ist bei vielen Bestandsgebäuden der Anschluss an ein **Fernwärmenetz** empfehlenswert, wenn dieses in der Nachbarschaft bereits liegt. Bei Gebäuden, die mindestens den Anforderungen der Wärmeschutzverordnung von 1995 entsprechen und idealerweise Möglichkeiten zur Installation von Photovoltaik bieten, ist in der Regel auch die elektrische **Wärmepumpe** eine empfehlenswerte Heiztechnologie.

Wenn diese beiden Alternativen nicht bestehen, ist die Entscheidungsfindung komplexer und mit höheren Risiken verbunden. Eine genauere Analyse ist erforderlich, die mindestens folgende Aspekte umfasst:

- Energetische Qualität und erforderliche Ertüchtigung des Gebäudebestandes.
- Mögliche Alternativen der Heiztechnologie sowie staatliche Förderregime.

Zusammen mit einem Energieberater können mögliche Entwicklungspfade erstellt und finanziell bewertet werden, die als Entscheidungshilfe dienen.

Impact Investing mit Immobilien

These 13: Immobilieninvestitionen bieten gute Voraussetzungen für das Impact Investing.

Vergegenwärtigen wir uns die im Schwerpunktteil beschriebenen wesentlichen **Merkmale des Impact Investing:**

- Beabsichtigte und nachweisbare (messbare) ökologische und/oder soziale Wirkung der Investition
- Positive Veränderung des Status quo im Hinblick auf die Sustainable Development Goals (SDGs) der Vereinten Nationen
- Investitionen sollen neben der ökologischen und/oder sozialen Wirkung auch eine Rendite auf das eingesetzte Kapital erwirtschaften.

Sustainable Development Goals und Immobilien

Untersucht man die SDGs der Vereinten Nationen daraufhin, ob die Immobilienwirtschaft insgesamt und insbesondere die Immobilie als einzelnes Investitionsgut einen positiven Beitrag zur Veränderung leisten kann, so muss berücksichtigt werden, dass Immobilien und Immobilieninvestments immer in einem lokalen Kontext stehen, da sie standortgebunden sind.

Den größten Beitrag zu den Entwicklungszielen, die primär Entwicklungsländer betreffen, und die höchste Effizienz würden Investitionen gerade in diesen Ländern leisten. Allerdings zeichnen sich diese Staaten meist durch wenig funktionierende staatliche Institutionen und ein entsprechend unsicheres Investitionsumfeld aus. Aus diesem Grund sind Immobilieninvestitionen in Entwicklungsländern, wenn überhaupt vorhanden, im Anlageuniversum eines deutschen Family Office stark unterrepräsentiert.

Die SDGs und die ihnen zugeordneten Zielvorgaben, bei denen ein Bezug zur Immobilienwirtschaft auch in entwickelten Ländern relativ leicht herzustellen ist, lassen sich grob in drei Kategorien zusammenfassen:

- Maßnahmen zur **Verbesserung von Klima, Umwelt und Ressourcenverbrauch**
- Maßnahmen zur **Schaffung von (preisreduziertem) Wohnraum, Gemeinschaftsflächen und sozialer Infrastruktur**

- Maßnahmen zur **Verbesserung der Situation marginalisierter oder diskriminierter Bevölkerungsgruppen** durch spezifische (Wohn-) Angebote

Sustainable Development Goals mit Immobilienbezug (Auswahl)

Ziel 7	Bezahlbare und saubere Energie
Zielvorgabe 7.2	Bis 2030 den Anteil der erneuerbaren Energien am globalen Energiemix deutlich erhöhen
Ziel 11	Nachhaltige Städte und Gemeinden
Zielvorgabe 11.1	Bis 2030 Zugang für alle zu angemessenem, sicherem und erschwinglichem Wohnraum sicherstellen
Ziel 12	Nachhaltiger Konsum und Produktion
Zielvorgabe 12.2	Bis 2030 die nachhaltige Bewirtschaftung und effiziente Nutzung der natürlichen Ressourcen erreichen

Kennzahlen zur Wirkungsmessung

Weitere Hinweise, über welche Stellschrauben Immobilieninvestoren Impact erzeugen können und vor allem auch Anregungen, wie der Impact von Maßnahmen gemessen werden kann, gibt der bereits im Schwerpunktteil erwähnte IRIS Catalog of Metrics | IRIS+ System (theiiin.org). Über den Filter „Real Estate“ können hier **konkrete Indikatoren** ausgewählt werden, die für ein System **zur Wirkungsmessung** genutzt werden können, beispielsweise:

- Energieeffizienzverbesserungen pro Gebäudefläche im Berichtszeitraum
- Mietpreisersparnis im Vergleich zum durchschnittlichen Mietpreis auf dem freien Markt
- Umfang, Anzahl oder Wert der Investitionen in soziale Infrastruktur z.B. im Bereich der Kinderbetreuung, Bildung, oder Gesundheitsversorgung
- Menge der im Berichtszeitraum vermiedenen Treibhausgasemissionen
- Anzahl der Personen für die durch Neubau, Umbau oder Sanierung neuer Wohnraum geschaffen wurde
- Anteil (oder Wert) der Wohneinheiten, die als erschwinglicher Wohnraum gelten
- Vorhandensein einer Strategie zur Vermeidung von Diskriminierung
- Wert des verwalteten Vermögens, das an Orten investiert wird, die überwiegend von Gruppen bewohnt werden, die aufgrund von ethnischer Zugehörigkeit marginalisiert sind

Investor vs. Asset / Company Impact

In diesem Zusammenhang ist es wichtig, sich die verschiedenen Möglichkeiten, in Immobilien zu investieren, vor Augen zu führen.

Geht man davon aus, dass im Family Office ein relevanter Anteil der Immobilieninvestitionen von dem oder den Vermögenseinhabern in Form von **direkten Immobilien** selbst gehalten wird, so lösen sich im besten Fall die Ebenen Investor Impact und Asset Impact auf. Der **Investor bestimmt unmittelbar** über die Anlagerichtlinien sowie das Bestandsportfolio und ist damit in der Lage, Fragen der Miethöhe, der energetischen Sanierung, der Belegungspolitik oder der Bereitstellung von Gemeinschaftsräumen für die Hausgemeinschaft zu entscheiden.

Bei Investitionen in Form von Joint Ventures mit einer starken Gesellschafter- und/oder Geschäftsführerstellung des Investors ist ebenfalls eine weitgehende Überlappung von Investor und Asset Impact anzunehmen.

Bei **Fondsinvestments** fallen die Ebenen des Asset Impact und des Investor Impact auseinander. Ein Asset Impact ist dann gegeben, wenn die **Anlagestrategie des Fonds dezidiert auf Impact-Investments ausgerichtet** ist. Dies ist im Rahmen der Due Diligence zu prüfen.

Ob bestehende Immobilienfonds zur Ausübung des Investor Impacts mit dem Ziel, die Anlagestrategie eines Fonds in Richtung Impact zu entwickeln, geeignet sind, hängt davon ab, inwieweit die Fondsstatuten dem Investor Einfluss auf die Anlagestrategie einräumen. Üblicherweise wirbt ein Fonds Kapital auf eine dezidierte, vorab bekannte Strategie ein. Grundlegende Anpassungen sind dann in der Regel nur mit Zustimmung aller Anleger möglich und damit gerade in großen Fonds mit vielen Anlegern unrealistisch.

Zielkonflikt zwischen ökologischer oder sozialer Wirkung und Rendite

Betrachtet man die ausgewählten Größen zur Wirkungsmessung, so fällt auf, dass einige davon einen direkten Einfluss auf die Rendite haben. Wenn der Immobilien-eigentümer freiwillig Mieten unterhalb des Marktniveaus verlangt, bedeutet dies unter der Annahme ansonsten vergleichbarer Immobilieneigenschaften weniger Einnahmen

bei gleicher Kostenbasis und damit sowohl weniger laufende Rendite als auch eine schlechtere Wertentwicklung. Dieser **Zielkonflikt zwischen Wirkung und Rendite gilt jedoch nicht für alle Einflussfaktoren**. Die bewusste Vermeidung der Benachteiligung bestimmter Bevölkerungsgruppen bei der Neuvermietung einer Immobilie hat einen nachweisbaren sozialen Effekt, ohne bei ansonsten gleichen Anforderungen an die Zahlungsfähigkeit des Mietinteressenten einen Effekt auf die Mieteinnahmen zu erzeugen. Daher ist eine Einzelfallprüfung erforderlich.

Beispiele für Impact-Investitionen im Immobilienbereich

Immobilienunternehmen: Mehrere Hamburger Wohnungsunternehmen beteiligen sich am Projekt „Housing First“ eines Trägerverbands aus Diakonie Hamburg, Benno und Inge Behrens-Stiftung und evangelischem Kirchenkreis Hamburg-Ost. Ziel ist es, Hamburger **Obdachlosen zunächst eine eigene Wohnung zu vermitteln**, bevor weitere Hilfen zur Überwindung der Probleme, die zur Obdachlosigkeit geführt haben, angeboten werden. Unterstützt wird das Projekt von der Hamburger Sozialbehörde. Erste Wohnungen, die von den beteiligten Vermietern für das Projekt zur Verfügung gestellt werden, sind bereits bezogen. Aus Sicht der Vermieter erfüllt die Projektbeteiligung wesentliche Anforderungen an das Impact Investing:

- Nachweisbare soziale Wirkung (Versorgung marginalisierter Bevölkerungsgruppen mit Wohnraum)
- Berücksichtigung der SDGs der UN (nachhaltige Städte und Gemeinden)
- Messbarkeit anhand von Kennzahlen (Anzahl Einheiten, Wohnfläche, Anzahl versorgter Personen)
- Keine negativen Auswirkungen auf die Rendite (durch marktübliche Mieten)

Einschränkend ist anzumerken, dass das Projekt davon profitiert, dass ein Ausgleich aus dem Haushalt der Sozialbehörde erfolgt und dass die Projektlaufzeit auf zunächst drei Jahre begrenzt ist.

Privater Immobilieneigentümer: Der Eigentümer eines Mehrfamilienhauses führt die **energetische Sanierung** seiner Anlageimmobilie durch. Diese umfasst die energetische Ertüchtigung der Gebäudehülle, die Dämmung der obersten Geschossdecke und den Ersatz der vorhandenen Gastherme durch einen Anschluss an das örtliche

Fernwärmenetz. Im Zuge der Fassadensanierung und der Erneuerung der Fenster werden Balkone im Hofbereich angebaut. Die Maßnahmen erfüllen wesentliche Anforderungen des Impact Investing:

- Nachweisbare ökologische Wirkung
- Berücksichtigung der SDGs der UN (bezahlbare und saubere Energie, nachhaltiger Konsum und Produktion)
- Messbarkeit anhand von Kennzahlen (Verbesserung der Energieeffizienz pro Gebäudefläche, Menge der vermiedenen Treibhausgasemissionen, Fläche des neu geschaffenen Wohnraums)
- Auswirkungen auf die Rendite: einerseits wertsteigernde Wirkung durch deutliche Verbesserung der Gebäudequalität, andererseits hohe Investitionskosten.

Fondsgesellschaft: Jonathan Rose Companies, ein New Yorker Investment Manager und Fondsinitiator, der als ein Pionier bei der **Schaffung und Erhaltung** von grünem, **bezahlbarem Wohnraum** gilt, hat inzwischen seinen sechsten Fonds bei Investoren, darunter Pensionsfonds, Stiftungen, Universitäten und Family Offices, platziert. Die Fondsstrategie zielt auf den Erhalt von erschwinglichem Wohnraum und die Bereitstellung wichtiger sozialer Dienstleistungen für einkommensschwache Bewohner sowie die Verbesserung der Energieeffizienz von Immobilien ab. Der Track Record des Unternehmens weist jährliche Ausschüttungen von mehr als 6 % sowie zweistellige IRRs aus. Die Strategie des Fonds erfüllt wesentliche Anforderungen des Impact Investing:

- Nachweisbare soziale und ökologische Wirkung
- Berücksichtigung der SDGs der UN (nachhaltige Städte und Gemeinden)
- Messbarkeit anhand von Kennzahlen (Anzahl geschaffener bezahlbarer Wohneinheiten, Anzahl versorgter Haushalte, Menge an vermiedenen Treibhausgasemissionen)
- Wettbewerbsfähige Renditen auch im Vergleich zu Alternativinvestitionen in anderen Sektoren des US-Immobilienmarktes

Fazit: Die Anlageklasse Immobilie bietet gute Voraussetzungen für Impact Investing

Der Investor, der bereits eine Anlageimmobilie besitzt, kann bereits bei der nächsten anstehenden Vermietung

eine Wirkung im Sinne des Impact Investing erzielen. Mit der **Selbstverpflichtung**, künftig einen definierten **Anteil des Wohnungsbestandes an Migranten oder andere auf dem freien Wohnungsmarkt benachteiligte Bevölkerungsgruppen zu vergeben**, wäre der Einstieg bereits geschafft.

Für den privaten Investor ergibt sich bei der Umsetzung von **Impact Investing** große Entfaltungsmöglichkeiten – frei nach dem Motto: Welchen Beitrag kann ich in meinem regionalen Einflussbereich mit Immobilieninvestitionen leisten, um zu einer gerechten, ökologischen und lebenswerten Umwelt beizutragen? Ist es für mich entscheidend, den Impact mit standardisierten Verfahren zu messen oder reicht gegebenenfalls auch ein gesundes Grundverständnis für Wirkungszusammenhänge ohne die Generierung einer Kennzahl aus, um die Entscheidung für eine Investitionsmaßnahme zu treffen? Dies dürfte der Lebenswirklichkeit im Family Office besser entsprechen und vor allem die Hürde für einen kurzfristigen Einstieg in das Investieren mit Wirkung deutlich senken.

Immobilienmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Fokussierung auf Immobilien mit Mietsteigerungspotenzial

Im Gegensatz zu der vergangenen Dekade hängt die Wertentwicklung von Immobilien ganz überwiegend von der Steigerung des laufenden operativen Nettoertrages ab.

Maßnahme 2: Marktkorrekturen für selektive Investitionen nutzen

Das gegenwärtige Marktumfeld bietet Chancen, Immobilien unter Wiederherstellungskosten in herausragenden Lagen oder preisgünstig aus Problemsituationen heraus zu erwerben.

Maßnahme 3 Erhöhung der Diversifikation des Immobilienportfolios

Investieren in Europa und den USA basierend auf den fundamentalen Aussichten der Angebots- und Nachfragemärkte verschiedener Nutzungsarten.

Maßnahme 4: Planung energetischer Qualitätsverbesserungen zum Werterhalt

Maßnahmen sind als Kombination marktgerechter Instandhaltung, gesetzlicher Vorgaben und Fördermöglichkeiten sowie der individuellen Wirkungsziele des Investors langfristig zu planen.

Maßnahme 5: Impact Investing

Bei der ersten Implementierung von Impact Investing in der Anlagestrategie die Möglichkeiten des eigenen Immobilienbestands nutzen und konkrete Zielsetzungen definieren.

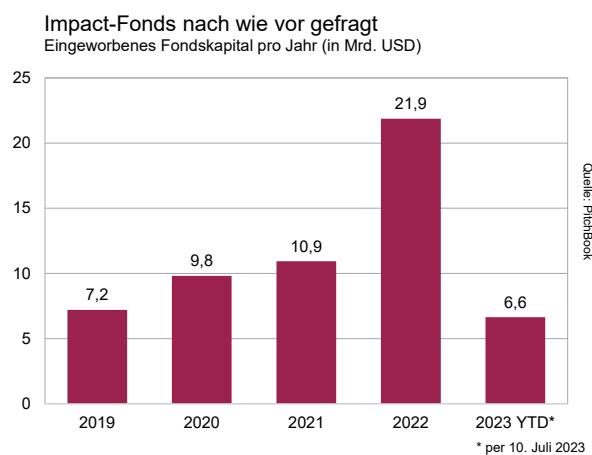
Strategiebeitrag Immobilien in 2024

Die Bewertungen von Immobilien sind deutlich zurückgegangen und deuten auf ein Kaufsignal. Gleichzeitig fällt ihre Rentabilität gegenüber anderen Assetklassen jedoch eher zurück. Damit kommen den Wachstumsaussichten der Immobilienerträge je nach Nutzungsart und Region sowie dem richtigen Investment-Timing eine entscheidende Bedeutung bei der Definition und Schaffung eines zukunftsorientierten Immobilienportfolios zu. Inflationsschutz und wachstumsstarker laufender Cashflow stehen dabei im Vordergrund.

JAHRESAUSBLICK 2024: VERMÖGENSKLASSE BETEILIGUNGEN

These 1: Der wachsende Zuspruch für Fonds mit nachhaltigen Zielen führt zu einer steigenden Reife des Segments, bringt aber auch neue Herausforderungen mit sich.

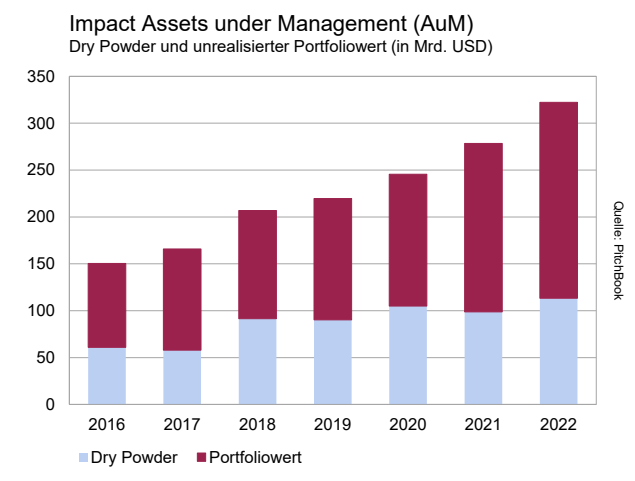
Das **Interesse von Anlegern an Private-Equity-Fonds mit Investitionsfokus auf nachhaltigen Themen ist in den letzten Jahren signifikant gestiegen**. Im Rahmen einer von PitchBook durchgeführten Umfrage erwägen demnach über 56 Prozent der befragten Investoren die Berücksichtigung nachhaltiger Investments als Teil des illiquiden Portfolios. Von diesem Trend konnten sogenannte Impact-Fonds innerhalb des Private-Equity-Segments zuletzt entsprechend profitieren. In dem vergleichsweise kurzen Zeitraum von 2019 bis 2022 hat sich das jährlich eingeworbene Kapital von knapp über sieben Milliarden US-Dollar 2019 auf rund 22 Milliarden US-Dollar annähernd verdreifacht. Angesichts einer allgemein verlangsamten Kapitaleinwerbung und den damit verbundenen Herausforderungen im Private-Equity-Segment erwiesen sich Impact-Fonds 2023 bislang als vergleichsweise widerstandsfähig.



Eine wesentliche Motivation für die Entscheidung zugunsten von Impact-Investments ist die **Aussicht auf einen aktiven positiven Beitrag zur Erreichung verschiedener Nachhaltigkeitsziele**. Für institutionelle Investoren, wie zum Beispiel Versicherungen oder Pensionsfonds, dürften allerdings vorrangig regulatorische Vorgaben in Bezug auf

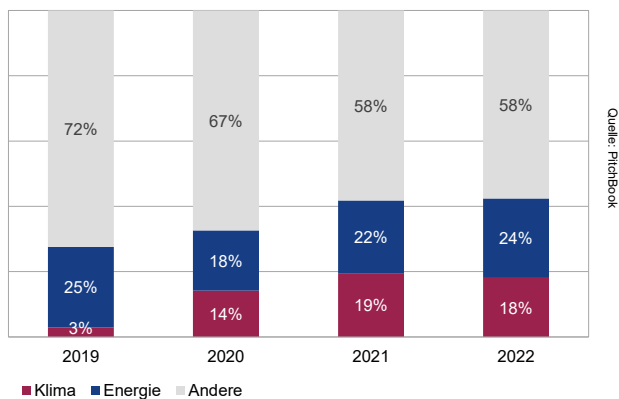
einen verpflichtenden Anteil von Impact-Investments an der Asset Allokation ursächlich sein.

Anders als bei „klassischen“ Buyout-Investments sind Impact-Investoren eher bereit, weniger erfahrenen Management-Teams bzw. sogenannten „First Time Funds“ ihr Kapital anzuvertrauen. Auch deshalb erreichte das im Impact-Fonds-Segment verwaltete Vermögen (Assets under Management) im Jahr 2022 mit über 320 Milliarden US-Dollar einen Rekordwert. Zum berücksichtigten Universum zählen dabei alle Fonds, die den „Impact Reporting and Investing Standard“ (IRIS+) des Global Impact Investing Networks (GIIN) erfüllen. Mit etwas mehr als einem Drittel ist der Anteil des noch zu investierenden Kapitals („Dry Powder“) überdurchschnittlich hoch. Dies liegt daran, dass das Bestandsportfolio in diesem noch jungen Marktsegment insbesondere im Vergleich zum gesamten Private-Equity-Segment, in dem der Anteil von Dry Powder bei rund 25 Prozent liegt, gering ist.



Impact-Fonds mit klima- und energiebezogenem Fokus bilden bei den neu aufgelegten Fonds den Schwerpunkt, wobei das Thema Energie auch in der Vergangenheit bereits einen konstant hohen Anteil hatte. Fonds mit Klima-bezug konnten im Zuge der in den letzten zwei bis drei Jahren deutlich gestiegenen öffentlichen Sensibilität für den Klimawandel stark profitieren.

Klima- und energiebezogene Themen im Vordergrund
Anteil am gesamten eingeworbenen Kapital



Zur Sicherstellung der Interessenkongruenz üben Investoren zunehmend Druck aus, die Gewinnbeteiligung (Carried Interest) der General Partners (GPs) vom Erreichen bestimmter Nachhaltigkeitsziele abhängig zu machen. Die Idee dahinter ist zwar nicht neu, doch die Umsetzung ist herausfordernd. Trotz der Schwierigkeit, allgemeingültige Ziele für die Gesamtheit der Portfoliounternehmen zu definieren, könnte dieser Herausforderung durch die Festlegung von Zielen für die einzelnen Segmente begegnet werden. Dabei ist zu beachten, dass der entsprechende Impact messbar sein muss. Da die Erzielung einer finanziellen Rendite auch bei einem Impact-Fonds weiterhin im Vordergrund steht, sollte die Zahlung der Gewinnbeteiligung dennoch generell das Erreichen einer Mindestrendite voraussetzen.

Messbarkeit weiterhin eine Herausforderung

Die Sustainable Finance Platform hat Indikatoren erarbeitet, um die Auswirkungen einer Impact-Investition auf die SDGs der UN messen zu können. **Dennoch gibt es weiterhin Herausforderungen.** Je nach der Qualität des Produkts oder der Dienstleistung, die ein potenzielles Portfoliounternehmen anbietet, und dem Umsetzungskontext (z.B. geografischer Schwerpunkt, Zielbevölkerung) können Investitionen innerhalb desselben Themenbereichs sehr unterschiedliche Auswirkungen haben. Aus diesem Grund sollten neben der Auswahl von vielversprechenden Themenbereichen (z.B. Bildung) hinaus investitionsspezifische Daten und Nachweise herangezogen werden, um das Wirkungspotenzial zu bewerten (z.B. gibt es Nachweise dafür, dass dieses Bildungsprodukt bessere Ergebnisse für Schüler erzielen kann?). Die wichtigsten Wirkungen einer Investition sind nicht immer intuitiv zu erkennen. Die

Nutzung der besten verfügbaren Daten und Nachweise – unabhängige Studien, produktspezifische Lebenszyklusanalysen, dienstleistungsspezifische Kundenbefragungen und Branchen-Benchmarks – tragen dazu bei, das Vertrauen in und die Messbarkeit von Impact-Investitionen zu stärken, sodass die Investition eine Wirkung entfalten kann, wo dies möglich ist.

Ungleichgewicht bei Angebot und Nachfrage

Mit dem Rückenwind der letzten Jahre befindet sich mittlerweile eine sehr große Anzahl an GPs mit Impact-Angebot am Markt. Zum einen jene, die sich ausschließlich auf das Thema Nachhaltigkeit bzw. Impact fokussieren, und zum anderen etablierte Manager, die mit neu aufgesetzten spezifischen Produktlinien das Segment bearbeiten. Dem dadurch in beträchtlichem Umfang **eingeworbenen Kapital steht eine verhältnismäßig geringe Anzahl potenzieller Zielunternehmen gegenüber**, was sich naturgemäß in deutlich höheren Einstiegsbewertungen niederschlagen dürfte.

In dem Zusammenhang eröffnen sich für „klassische“ Buy-out-Fonds zudem neue Exit-Möglichkeiten. Für Portfoliounternehmen, die zu einem gewissen Grad nachhaltigkeitsrelevante Bezüge aufweisen, sind aus Verkäufersicht spezialisierte Impact-Fonds gern gesehene Abnehmer, da diese oftmals bereit sein könnten, aufgrund des Investitionsdrucks eine Prämie zu zahlen.

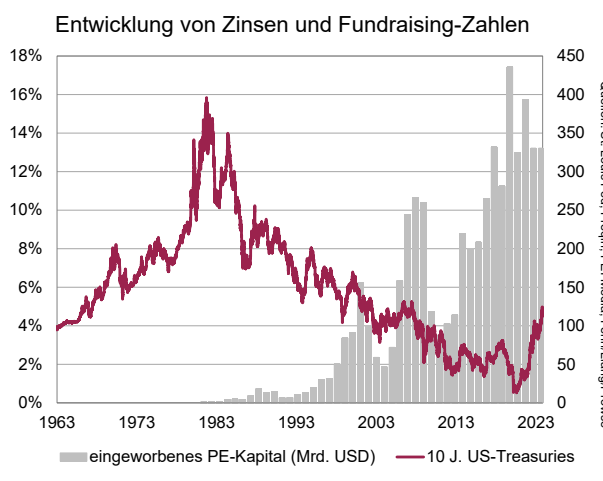
Herausforderungen bei der Auswahl von Managern

Da Impact-Investoren geringere Renditen in Kauf nehmen, ist das Risiko, dass „zu teuer eingekauft“ wird, nicht von der Hand zu weisen. Zudem besteht die Gefahr, dass neu formierte Management-Teams trotz fehlender Erfahrung „auf den bereits fahrenden Zug aufspringen“ möchten, um vom aktuellen Nachhaltigkeitstrend zu profitieren. Dies könnte die **durchschnittliche Qualität der aufgelegten Produkte negativ beeinflussen**. Umso wichtiger erscheint ein selektives Vorgehen, das jedoch oftmals durch den Mangel eines aussagefähigen Track Records erschwert wird. In jedem Fall ist es bei der Auswahl von Impact-Investments empfehlenswert, die **Managementgesellschaften einer sorgfältigen Prüfung zu unterziehen** und die Strategie von der eines „klassischen“ Private-Equity-Fonds mit starkem ESG-Fokus abzugrenzen. Das Impact-Anlageuniversum ist somit ein herausforderndes Umfeld – sowohl für GPs als auch die Limited Partners (LPs), gerade

weil die einzelnen Marktteilnehmer unterschiedliche Definitionen von Impact haben. Insbesondere Investoren haben zudem teils deutlich unterschiedliche Vorstellungen von der „Wirkung“, die sie mit ihrem Zutun erreichen wollen.

These 2: Die Auswirkungen der deutlich gestiegenen Zinsen für Private-Equity-Fonds sind vielfältig. Die Belastungen hängen aber vor allem davon ab, in welcher Phase seines Lebenszyklus sich ein Fonds gerade befindet.

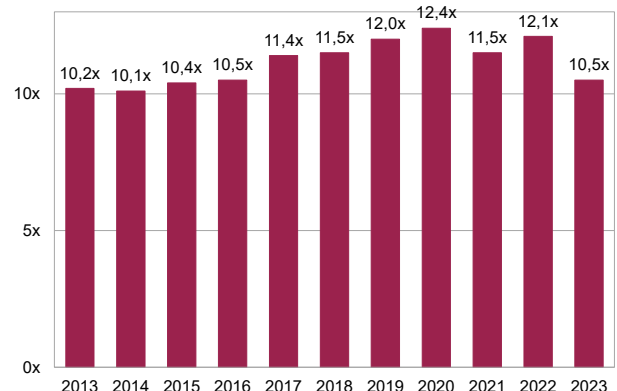
Anfang der 1980er Jahre erreichte das Zinsniveau seinen Höhepunkt. Damit fiel es in etwa zusammen mit den Anfängen von Private Equity. KKR legte als Pionier 1978 seinen ersten institutionellen Fonds mit einer Größe von 30 Millionen US-Dollar auf. Seither sind die Zinssätze kontinuierlich gesunken, was **fremdkapitalgehebelten Anlagen einen Rückenwind** verliehen hat. Mitte 2020 setzte eine Trendumkehr ein. Die Renditen von US-Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit sind innerhalb vergleichsweise kurzer Zeit auf bis zu fünf Prozent p.a. angestiegen. Zwar entspricht dies lediglich dem Mittelwert der Jahre 2000 bis 2010 und liegt damit nach wie vor deutlich unter dem historischen Durchschnittswert. **Für Private-Equity-Gesellschaften erfordert die Abkehr vom billigen Geld dennoch eine Anpassung.** Dass diese noch nicht abgeschlossen ist, liegt insbesondere an der hohen Geschwindigkeit des Zinsanstiegs, an den sich die Preisvorstellungen von Verkäufern und Käufern vielfach noch nicht vollständig angepasst haben. Dies zeigt sich in der anhaltend geringen Transaktionsaktivität. Doch welche Konsequenzen haben die veränderten Marktbedingungen im Einzelnen?



Ältere Fonds

Deutliche Auswirkungen hat die neue Realität vor allem für Bestandsinvestments. Denn die Finanzierungen der Portfoliounternehmen sind überwiegend variabel verzinst und wurden trotz eines erwarteten Zinsanstiegs zuletzt lediglich in Ausnahmefällen abgesichert. Entsprechend sind die Portfoliounternehmen mit **deutlich gestiegenen Belastungen aus dem Kapitaldienst** konfrontiert. Diese könnten teilweise die finanziellen Möglichkeiten der Unternehmen übersteigen und so die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz erhöhen. In den meisten Fällen dürfte es zwar so weit nicht kommen. Die Entwicklung dürfte aber oftmals zu Lasten der Profitabilität gehen, was wiederum zu **sinkenden Unternehmenswerten** führen kann. Einen ähnlichen Effekt haben steigende Zinsen als Diskontierungsfaktor für zukünftige Erträge.

Buyout-Bewertungen
Enterprise Value als Vielfaches des EBITDA, jährlicher Median



Auch wenn Private-Equity-Gesellschaften bereits seit einigen Jahren in die Wirtschaftlichkeitsrechnung zum Investitionszeitpunkt ein sinkendes Bewertungsniveau einkalkulieren, haben Finanzinvestoren wenigstens vorübergehend **mit rückläufigen** (oder zumindest langsamer als gewohnt steigenden) **Portfoliowerten zu kämpfen**. Dies betrifft naturgemäß vorrangig Fonds mit erheblichem Bestand, das heißt solche, die in ihrer Investitionsaktivität bereits relativ weit fortgeschritten sind, gleichzeitig aber erst wenige Investitionen wieder realisiert haben.

Die gleichen Fonds verfügen typischerweise über zahlreiche Beteiligungen, für die aufgrund des erreichten Reifestadiums Exits anstünden, die sich im aktuellen Marktumfeld jedoch nur schwierig umsetzen lassen. Dies führt zu tendenziell **steigenden Haltezeiten**, was sich durch eine höhere Kapitalbindung negativ auf die Rendite (IRR) auswirken kann.

Fonds während der Investitionsphase

Fonds mit erheblichen Beträgen an Dry Powder haben damit zu kämpfen, dass Fremdmittel für potenzielle Unternehmenskäufe infolge des Zinsanstiegs bis zu einer geringeren Maximalhöhe und mit erheblich höheren Auflagen bereitgestellt werden als in der jüngeren Vergangenheit. Darüber hinaus muss sich eine Beteiligung auch unter der **deutlich gestiegenen Zinsbelastung** noch rechnen. Erleichtert wird dies allerdings durch die allgemein gesunkenen Unternehmensbewertungen. Denn ein vermindertes Einstandsniveau reduziert bei unverändertem Einsatz von Eigenkapital den Bedarf an Fremdmitteln. Dies wiederum senkt den Kapitaldienst, was den Zinsanstieg zumindest teilweise kompensieren kann. Darüber hinaus **verringern sowohl ein geringeres Einstandsniveau als auch der tendenziell höhere Eigenkapitalanteil die Anfälligkeit gegenüber zukünftigen Marktschwankungen** und damit das Risiko einer Beteiligung.

Wie gut es den Teams gelingt, vor dem Hintergrund der veränderten Marktbedingungen aussichtsreiche Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren, dürfte auch davon abhängen, in welchem Umfang Problemfälle im Portfolio vor allem älterer Fonds Kapazitäten der Investment Professionals binden, die nicht für die Selektion neuer Transaktionen genutzt werden können.

In Platzierung befindliche Fonds

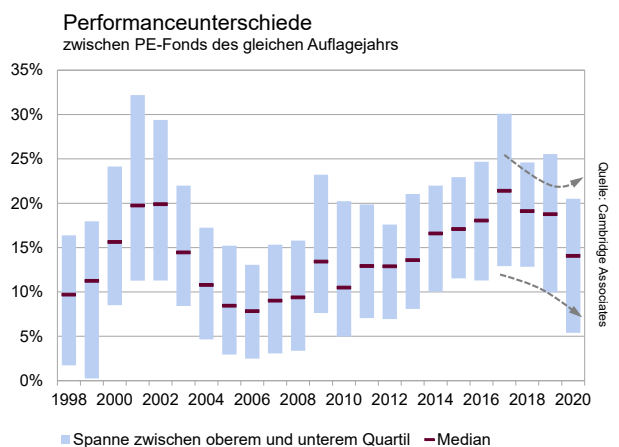
Ausbleibende Exits verringern einerseits die Liquidität der Investoren und führen dadurch zu steigenden Gewichtungen von Private Equity im Gesamtportfolio. Andererseits belasten sie die Rückzahlungsquote (DPI), die als ein wesentliches Auswahlkriterium für Neuinvestments hinter den Erwartungen zurückbleibt. Während ersteres das Angebot an Kapital insgesamt verknappt, kann letzteres die Kapitaleinwerbung für Nachfolgefonds deutlich erschweren. Insgesamt ist zuletzt eine **deutliche Zurückhaltung seitens der Investoren bei Neuengagements** zu beobachten gewesen, was die Dauer des Fundraisings tendenziell erhöht hat.

Für GPs stellt diese Situation eine Belastung dar. Gerade weniger erfolgreiche Managementteams könnten aufgrund des Nachfragerückgangs Schwierigkeiten bekommen, ausreichend große Vehikel zur Aufrechterhaltung ihrer Teamgröße einzuwerben. Dies kann zu einer Marktberreinigung

führen. **Schwächere Teams könnten ihre Fundraising-Ziele verfehlen** und müssten ihre Organisation entsprechend umstrukturieren. Insbesondere die Leistungsträger könnten in einem solchen Fall schwer zu halten sein, da für diese ein Wechsel zu Wettbewerbern attraktiver sein könnte, wodurch sich zukünftige Fundraisings für die von einem solchen „brain drain“ betroffenen GPs nur noch schwieriger gestalten dürften

Für Investoren hingegen bietet die Situation vor allem Chancen, da sich das Kräfteverhältnis zwischen ihnen und GPs zu ihren Gunsten verschoben hat und weiter verschieben dürfte. So können sich nicht nur die Konditionen bei bestimmten Produkten verbessern, sondern sich auch Möglichkeiten bieten, bei begehrten und typischerweise zugangsbeschränkten Fonds zum Zuge zu kommen, weil die Bestandsinvestoren nicht in vollem Umfang ihr Kontingent bei Nachfolgefonds in Anspruch nehmen.

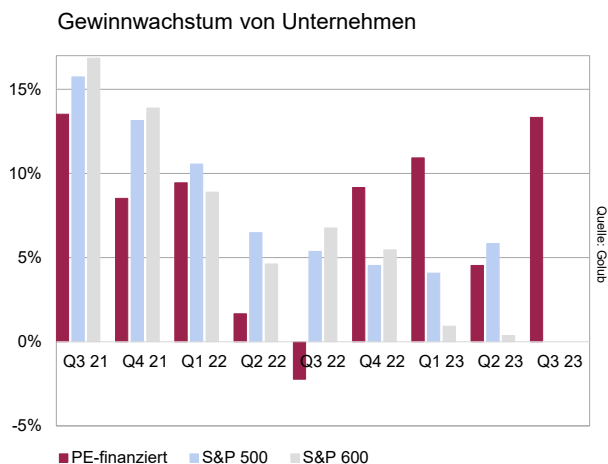
Kurzfristig könnten Private-Equity-Gesellschaften geneigt sein, Spielräume bei den Bewertungen auszunutzen, um nicht die eigene Kapitaleinwerbung zu gefährden. Spätestens auf mittlere Sicht werden sich jedoch sowohl die Qualität der Beteiligungen zeigen als auch die Fähigkeiten der Teams, die Positionierung ihrer Portfoliounternehmen zu verbessern. Unterschiedliche Erfolge hierbei dürften dazu führen, dass sich die historisch ohnehin erheblichen **Renditedifferenzen tendenziell noch ausweiten** werden. Für Anleger bedeutet dies, bei Neuengagements noch selektiver zu agieren.



These 3: Die Belastungen der gestiegenen Zinsen für neue Buyouts sind nicht so gravierend wie viele denken.

Die gestiegenen Zinsen sind vor allem ein Resultat der restriktiveren Geldpolitik seitens der Notenbanken zur Bekämpfung einer deutlich gestiegenen Inflation. Da sich die allgemeine Teuerung auch in den Produkten der Unternehmen niederschlagen sollte, dürfte sie sich auch in deren nominalen Umsatzwachstum widerspiegeln. Entscheidend ist, welcher Teil der **Kostensteigerungen an die eigenen Kunden weitergegeben** werden kann, das heißt, wie sich die Gewinnmargen eines Unternehmens entwickeln. Während schwächere Akteure hier vermutlich zu Abstrichen bereit sein müssen, können führende Unternehmen mit Preissetzungsmacht das Marktumfeld sogar zu ihren Gunsten nutzen.

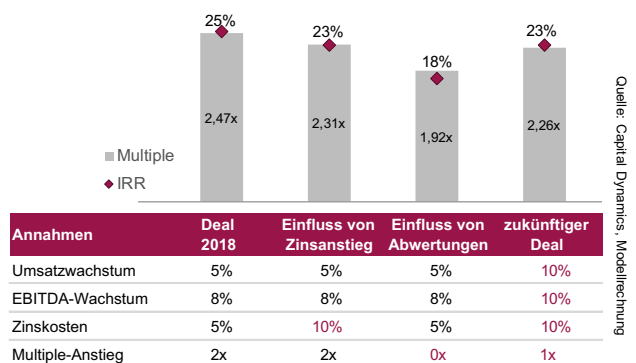
Dabei **verfügen Private-Equity-finanzierte Unternehmen über nennenswerte Vorteile gegenüber dem Wettbewerb**. In Krisenzeiten können sie deutlich einfacher auf die veränderten Umstände ausgerichtet werden als ihre börsennotierten Pendanten, da geeignete Maßnahmen ohne Rücksicht auf kurzfristige Auswirkungen auf Ergebniszahlen und Quartalsberichte umgesetzt werden können. Von den privaten Gesellschaften dürften die wenigsten aus eigener Kraft ähnlich guten Zugang zu Kapital und Know-how haben wie Private-Equity-finanzierte Gesellschaften. Gerade **in Zeiten verknappter Ressourcen dürften Portfoliounternehmen von Finanzinvestoren entsprechend profitieren**, indem die eigenen Marktanteile zulasten kriselnder Wettbewerber ausgeweitet werden bzw. diese zu deutlich ermäßigten Bewertungen gleich ganz übernommen werden.



Dass dies in der Praxis gelingt und Finanzinvestoren helfen, die Anpassungsfähigkeit ihrer Portfoliounternehmen zu erhöhen, zeigt sich in der Entwicklung der Wachstumsraten von Unternehmen. Private-Equity-finanzierte Gesellschaften zeigten sich gerade in einem herausfordernden Umfeld zuletzt **deutlich widerstandsfähiger als die börsennotierte Vergleichsgruppe**. Im dritten Quartal 2023 erreichte das Gewinnwachstum den höchsten Stand seit zwei Jahren.

Zwar steigt aufgrund der gestiegenen Zinsen für Unternehmen die Belastung aus dem Kapitaldienst. Für neue Beteiligungen allerdings wird dies zum nicht unerheblichen Teil kompensiert durch einen geringeren Kaufpreis. Denn steigende Zinsen gehen typischerweise mit sinkenden Unternehmensbewertungen einher, da sie als Diskontierungsfaktor für künftige Cashflows zu jedem Zeitpunkt eine wesentliche Größe für das jeweils allgemeine Bewertungsniveau darstellen. **Bei unverändertem Eigenkapitaleinsatz sinkt mit der Bewertung auch das zur Finanzierung einer Beteiligung notwendige Fremdkapital** und damit wiederum die Belastung aus dem Kapitaldienst. Für den allgemeinen Markteffekt auf die Performance einer Beteiligung ist ohnehin weniger das zum Einstiegszeitpunkt aktuelle Zinsniveau ausschlaggebend als vielmehr dessen Entwicklung über die Haltezeit bis zum Exit. Denn die Renditeerwartung ist deutlich sensibler gegenüber einer Änderung des allgemeinen Bewertungsniveaus als gegenüber der Höhe des Zinsniveaus zum Investitionszeitpunkt.

Renditeerwartung von Private-Equity-Transaktionen
Sensitivität gegenüber verschiedenen Faktoren



Davon abgesehen hat sich das **Geschäftsmodell von Private Equity in den letzten 20 Jahren nachhaltig verändert**. Die Flut an neuen Akteuren hat die Effizienz des Segments deutlich erhöht, sodass kaum noch „Schnäppchen“ zu machen sind, die sich nach relativ kurzer Zeit zu einer höheren Bewertung wieder veräußern lassen

(Multiple Arbitrage). Heute spielen operative Veränderungen der Portfoliounternehmen, die durch Beschleunigung des Umsatzwachstums und Verbesserung der Gewinnmargen die Wettbewerbsfähigkeit sowie die Profitabilität der Unternehmen erhöhen, eine größere Rolle für die Wertschöpfung. Die **Abhängigkeit von preiswertem Fremdkapital hat sich im Zuge dieser Entwicklung verringert**. Insbesondere bei kleineren Buyouts, die deutlich mehr Möglichkeiten für operative Optimierung bieten als Large-Caps.

Die Abhängigkeit von preiswertem Fremdkapital hat sich verringert.

Nicht zuletzt aufgrund der flexiblen Anpassungsfähigkeit von Private Equity an veränderte Marktbedingungen ist die **Überperformance von Buyouts in der Regel in volatilen Marktphasen überdurchschnittlich hoch**. Niedrigere Renditeerwartungen für Aktien sowie allgemein anhaltend hohe Unsicherheiten könnten die Attraktivität von Private-Equity-Investments derzeit entsprechend erhöhen.

These 4: Es gibt gute Argumente dafür, etwas defensiver zu investieren, ohne dabei große Abstriche bei der erwarteten Rendite in Kauf nehmen zu müssen.

Nicht nur die steigenden Zinskosten aus den Verbindlichkeiten und die erhöhten Energiekosten insbesondere in Europa, sondern auch die Zurückhaltung beim privaten Konsum vor dem Hintergrund politischer Krisen und makroökonomischer Unsicherheit haben die **Wachstumsaussichten der meisten Unternehmen eingetrübt**. Entsprechend geringer fallen die Renditeerwartungen für Eigenkapitalinvestments aus. Gleichzeitig hat sich das Risiko aufgrund der gestiegenen Volatilität – sowohl bei den Ergebnissen als in der Folge auch bei den Bewertungen und Aktienkursen – tendenziell erhöht.

Auf der anderen Seite haben **Fremdkapital-Investments infolge der gestiegenen Zinsen deutlich an Attraktivität gewonnen**. Dabei ist nicht nur der Basiszins angestiegen, sondern auch die Kreditmarge hat sich aufgrund der gestiegenen Unsicherheiten sowie des reduzierten Kapitalangebots vergleichsweise deutlich erhöht. Infolgedessen hat sich die Bruttorendite vorrangig besicherter Kredite (First Lien Private Debt) innerhalb von nur zwei Jahren auf rund 12 Prozent p.a. mehr als verdoppelt.

Gleichzeitig hat sich die **Kreditqualität eines durchschnittlichen Neuengagements deutlich erhöht**. Das zur Finanzierung eines Buyouts durchschnittlich aufgenommene Fremdkapital hat sich vom bis zu Fünffachen des EBITDA vor noch zwei Jahren auf heute teilweise weniger als das Vierfache reduziert. Da sich der Einsatz von Eigenmitteln über den gleichen Zeitraum nicht nennenswert geändert hat, ist deren Verhältnis zum Fremdkapital deutlich konservativer geworden. Damit hat sich der „Sicherheitspuffer“, nach dessen Ausschöpfung es für den Kreditgeber zu einem Verlust des Engagements kommt, signifikant erhöht.

Zu bedenken ist allerdings, dass infolge der veränderten Marktbedingungen auch die

Konditionen einer Finanzierung zur Finanzierung eines Buyouts

2021		heute
4.25x – 5.00x	Leverage	3.75x – 4.50x
40% – 50%	Loan-to-Value	30% – 45%
oftmals Covenant-Lite	Dokumentation	strenge Kreditaufgaben
moderat	Sicherheitspuffer	komfortabel
0,1% – 0,2% p.a.	Basiszins	5,5% – 5,7% p.a.
4,5% – 5,0% p.a.	Kreditmarge	5,75% – 6,25% p.a.
1,0% – 2,0%	Disagio	2,5% – 3,0%
geringer Schutz	Vorfälligkeitschutz	101%
5,0% – 6,0%	Bruttorendite	11,0% – 13,0%

Quelle: Golub Capital

Ausfallrisiken gestiegen sind. Historisch waren diese zwar auch im rezessiven Umfeld moderat im Verhältnis zu den vereinbarten Zinsen. Anders als bei Aktien oder Private Equity lassen sich vereinzelte Ausfälle allerdings nicht durch überdurchschnittliche Gewinne anderer Beteiligungen kompensieren. Denn die Rückzahlung ist in der Regel auf den Nominalbetrag beschränkt, sodass mögliche Verluste durch den Kupon gedeckt werden müssen. Der **Schlüssel zum Erfolg liegt daher in einer möglichst breiten Diversifizierung** sowie in der Auswahl von Managern, die in der Vergangenheit erfolgreich Ausfälle vermeiden konnten.

Maßnahmen Beteiligungen

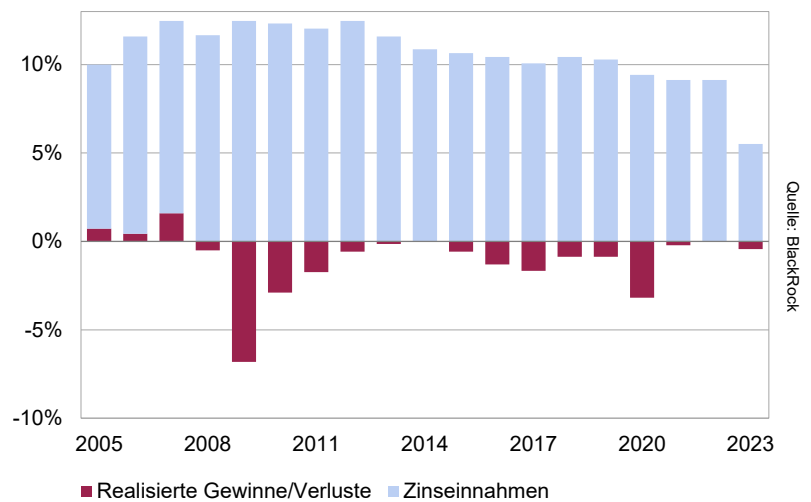
Maßnahme 1: Sehr bedachtes Agieren im Impact-Segment

Aufgrund des deutlich gestiegenen Anlegerinteresses an Investitionsmöglichkeiten mit nachhaltigen Zielen ist das Segment in den letzten Jahren stark gewachsen. Durch die Vielzahl an Angeboten besteht grundsätzlich die Gefahr einer deutlichen Verringerung der mittleren Qualität der Produkte.

Maßnahme 2: Nicht durch „unruhige See“ vom Kurs abbringen lassen

Anleger sollten sich durch die derzeit zahlreichen makroökonomischen und politischen Herausforderungen nicht verunsichern lassen und ein kontinuierliches Investitionstempo beibehalten. Durch mehrjährige Investitionsphasen erfolgt der Einstieg in Beteiligungen zu unterschiedlichen Marktphasen. Dabei bilden in der Regel gerade die vermeintlich schwierigsten Zeiten den Nährboden für Überrenditen im Bereich Private Equity, weshalb gerade diese im Portfolio nicht unterrepräsentiert sein sollten.

Private Debt – Zinseinnahmen vs. Verluste
auf Basis des Cliffwater Direct Lending Index (CDLI)



Maßnahme 3: Erwägung eines Engagements im Private Debt

Vor dem Hintergrund deutlich gestiegener Zinsen haben sich die erwarteten Bruttorenditen von erstrangig besicherten Krediten in den letzten zwei Jahren auf ein deutlich zweistelliges Niveau in etwa verdoppelt. Damit hat sich der Renditeabstand zu Eigenkapitalinvestments, die unter einem gesunkenen Gewinnwachstum leiden, deutlich reduziert. Dies könnte für eine Beimischung von Private-Debt-Fonds genutzt werden.

Das Interesse an Investitionen mit nachhaltigen Zielen ist stark gewachsen.

Strategiebeitrag Beteiligungen in 2024

Für ein diversifiziertes Portfolio liefern Beteiligungen weiterhin einen zuverlässigen Performancebeitrag. Durch die Langfristigkeit der Engagements ist die Konstanz der Investitionstätigkeit ein Schlüsselement dieser Strategie.

JAHRESRÜCKBLICK

Volkswirtschaft

Thesen für 2023	Beurteilung
1. Das Wachstum der Weltwirtschaft schwächt sich auf 2,0 Prozent ab.	✘
2. Der Gegenwind für den Welthandel nimmt zu.	✓
3. Die US-Wirtschaft wird nächstes Jahr um 1,1 Prozent wachsen.	✘
4. Das chinesische Wirtschaftswachstum gewinnt wieder an Fahrt und wird 4,5 Prozent betragen.	✘
5. Die Wirtschaft der Eurozone wird infolge der Energiekrise 0,3 Prozent wachsen.	(✓)

Fazit

Die Weltwirtschaft ist 2023 deutlich stärker gewachsen als noch Ende letzten Jahres erwartet. Dies ist vor allem auf die überraschend starke Entwicklung der US-Wirtschaft zurückzuführen. Selbst die optimistischsten Prognosen gingen zumeist von einem Wachstum von rund einem Prozent aus, während das tatsächliche Wachstum wohl mehr als doppelt so hoch ausfallen wird. Hinzu kam, dass man Ende letzten Jahres noch davon ausgehen musste, dass die chinesische Wirtschaft durch Corona-Lockdowns immer wieder unterbrochen werden würde.

Gemessen an diesem Szenario hat sich China gut entwickelt. Gemessen an den Erwartungen nach dem Ende der Lock-downs war die Entwicklung dagegen eher schwach.

Das Wachstum in der Eurozone entsprach den Erwartungen. Es war geprägt von schwachen Quartalszahlen, die um ein Nullwachstum schwankten. Haupteinflussfaktor war Deutschland, das deutlich unter der aktuellen Situation litt.

Der Welthandel hatte 2023 einen schweren Stand. Vor allem geopolitische Unstimmigkeiten führten dazu, dass viele Staaten bestrebt waren, ihre Lieferketten wieder näher an ihre Heimatregionen zu verlagern. Während das starke Wachstum in den USA und die Wiedereröffnung Chinas positive Impulse setzten, sorgte vor allem der Konflikt zwischen den beiden Wirtschaftsmächten für Unsicherheit.

Devisenmarkt

Thesen für 2023	Beurteilung
1. Der Euro wertet bis Ende 2023 auf 1,10 gegenüber dem US-Dollar auf.	✓
2. Das Britische Pfund wertet bis Ende 2023 weiter ab und steht per Jahresende bei 0,93 EUR/GBP.	✗
3. Der Schweizer Franken wertet zum Euro ab und erreicht per Jahresende 2023 1,00 EUR/CHF.	✗
Fazit	

Der Euro konnte gegenüber dem US-Dollar wie erwartet aufwerten. Nachdem die EZB im Vorjahr lange mit Zinserhöhungen gezögert hatte, sah sie sich 2023 gezwungen, die Inflationsbekämpfung zu intensivieren. Dies führte im Jahresverlauf zu einer Verringerung der Zinsdifferenz zwischen der EU und den USA. Zusätzlich schwächte die Haushaltsdebatte in den USA den US-Dollar. Demgegenüber konnten das Britische Pfund und der Schweizer Franken gegenüber dem Euro aufwerten, obwohl aus fundamentaler Sicht vieles für eine Abwertung gesprochen hätte. Sowohl in Großbritannien als auch in der Schweiz konnte jedoch das im Vergleich zur EU stärkere Wirtschaftswachstum die Währungen stützen. Zudem blieb die befürchtete Finanzkrise in Großbritannien aus, was sich in einer Anhebung des Ratingausblicks durch S&P niederschlug und für mehr Vertrauen sorgte. Dazu profitierte der Schweizer Franken von seiner Funktion als sicherer Hafen.

Liquide Vermögensklassen: Geld- und Rentenmarkt

Thesen für 2023	Beurteilung
1. Die Staatsanleiherenditen sinken im Verlauf des nächsten Jahres.	✗
2. Die Rendite von zehnjährigen Bundesanleihen wird zum Ende des Jahres 2023 bei 1,7 Prozent liegen.	✗
3. Zehnjährige US-Staatsanleihen werden zum Jahresende 2023 eine Rendite von 2,9 Prozent haben.	✗
4. Unternehmensanleihen sind attraktiv wie seit Jahren nicht mehr. Es wird im Jahr 2023 allerdings sehr stark auf die Selektion ankommen.	(✓)
Fazit	

Im Laufe des Jahres 2023 erwiesen sich die Inflationsraten als hartnäckiger als erwartet. Die Robustheit der US-Wirtschaft sorgte dafür, dass die Inflation weniger stark zurückging als erhofft. Die Leitzinsen erreichten daher höhere Niveaus, um restriktiver zu wirken. Auch im Euroraum stiegen die Zinsen stärker als erwartet. Die Folge waren deutlich höhere Renditeniveaus. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen erreichte in der Spitze ein Niveau von rund fünf Prozent, zehnjährige Bundesanleihen stiegen auf knapp drei Prozent. Unternehmensanleihen waren 2023 attraktiv und gefragt. Aufgrund der stärkeren Konjunkturentwicklung standen aber auch Hochzinsanleihen weniger unter Druck als erwartet.

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

Liquide Vermögensklassen: Aktienmarkt

Thesen für 2023	Beurteilung
1. Die Margen geraten unter Druck.	(✓)
2. Die Aktienmärkte sind nicht in jeder Hinsicht günstig bewertet.	(✓)
3. Die Dividendenrendite verändert sich kaum.	✗
4. Das Umfeld spricht für Qualitätsaktien	(✓)
5. Small- und Mid Cap-Aktien werden im Laufe des nächsten Jahres attraktiv.	✗
6. Der US-amerikanische Aktienmarkt outpermt den europäischen, aber ein schwacher US-Dollar schmälert die Rendite für europäische Investoren	✓
7. Der chinesische Aktienmarkt ist in Teilbereichen attraktiv, aber für viele westliche Investoren ein Tabu geworden.	(✓)
8. Bis zum Jahresende 2023 wird der DAX auf 14.800 Punkte steigen.	✗
9. Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende bei 4.200 Punkten	✗

Fazit

Die befürchtete Winterrezession in Europa konnte vermieden werden und führte zu Jahresbeginn zu einer vorübergehenden Outperformance europäischer gegenüber amerikanischen Aktien. Im weiteren Jahresverlauf trübten sich die Konjunkturaussichten in Europa ein, während sie sich in den USA zunehmend aufhellten. Dies führte dazu, dass die Performance der US-Aktien, getrieben durch die Performance einiger weniger Titel, über das gesamte Jahr gesehen besser war als die der europäischen Aktien, die jedoch in absoluten Zahlen ebenfalls ein positives Wachstum aufwiesen. Unsere Jahresendziele wurden somit deutlich übertroffen. Die Rendite des US-Aktienmarktes wurde für Euro-Anleger durch den stärkeren Euro geschmälert. Weltweit und in den USA entwickelten sich Qualitätsaktien besser als der breite Markt. In Europa war dies nicht der Fall. Im Zuge des anhaltenden Zinserhöhungszyklus litten insbesondere Small und Mid Caps, die sich sowohl in den USA als auch in Europa schlechter entwickelten als Large Caps. Die Ausschüttungen im DAX erreichten für das Geschäftsjahr 2022 einen neuen Rekordwert, was zu einem Anstieg der Dividendenrendite führte. Der chinesische Aktienmarkt gehörte weltweit zu den größten Underperformern, sowohl in lokaler Währung als auch in Euro.

Liquide Vermögensklassen: Rohstoffmarkt

Thesen für 2023	Beurteilung
1. Gold steigt bis Jahresende auf 1.900 US-Dollar je Unze.	(✓)
2. Zum Jahresende 2023 liegt der Öl-Preis (WTI) pro Barrell bei 85 US-Dollar.	✗
3. Industriemetalle leiden unter Wirtschaftssorgen.	✓

Fazit

Der Goldpreis litt in diesem Jahr unter den gestiegenen Realzinsen und dem starken US-Dollar, konnte sich aber zum Jahresende erholen. Der Ölpreis profitierte nur temporär von den geopolitischen Verwerfungen und ging in der zweiten Jahreshälfte aufgrund der deutlichen Wachstumsabschwächung wieder zurück. Ähnliches gilt für Industriemetalle, deren Preisanstieg nicht von Dauer war.

Vermögensklasse Immobilien

Thesen für 2023	Beurteilung
1. Die Preise für Anlageimmobilien in Deutschland und Europa werden im Jahr 2023 weiter sinken.	✓
2. Das Transaktionsvolumen wird in Deutschland hinter dem Vorjahresergebnis zurückbleiben.	✓
3. Der Preisabschwung wird in den USA weniger stark ausgeprägt sein als der in Deutschland.	✓
4. Projektrisiken nehmen weiter zu. Die Zahl der Insolvenzen von Bauunternehmen und Projektentwicklern steigt 2023 weiter an.	✓
5. In Europa bietet die Nutzungsart Logistik kurz- und mittelfristig die besten Aussichten für eine überdurchschnittliche Rentabilität.	✓
6. Die hohe Belastung der Wohnungsmieter durch steigende Energiekosten macht weitere regulative Eingriffe des Staates in den Wohnungsmarkt wahrscheinlich.	(✓)
7. Die Klimaziele der Bundesregierung zwingen Immobilieneigentümer zu privater Initiative, um dem Wertverfall ihres Immobilienvermögens entgegenzuwirken.	✓
8. Viele börsennotierte Immobilienkonzerne in Deutschland sehen sich erheblichen Herausforderungen gegenüber. Eine Outperformance des Sektors gegenüber dem breiten Markt ist nicht zu erwarten.	✓
9. Am Immobilienmarkt bleibt die Disruption durch PropTechs aus.	✓
10. Der Absturz der Kryptowährungen dürfte den Handel mit virtuellen Immobilien auf Jahre hinweg belasten.	✓
Fazit	

Die deutliche Preiskorrektur gerade in Deutschland in Verbindung mit einem in 2023 dramatisch eingebrochenem Transaktionsvolumen bedeuten tiefe Einschnitte für die lange Zeit erfolgsverwöhnte Immobilienbranche. In vielen Fällen stehen Refinanzierungen, Kapitalmaßnahmen und die Sicherung des Geschäfts im Vordergrund, Investitionen in Innovationen stehen hinten an.

Die fundamentalen Angebots- und Nachfragedaten bleiben für die Nutzungsarten Logistik und Mietwohnen intakt und attraktiv. Eine verstärkte Regulierung der Wohnungsmieten ist bislang ausgeblieben, das Thema bleibt aber auf der politischen Agenda. Der Fokus der Gesetzgebung war dagegen auch im Immobilienbereich auf den Klimaschutz gerichtet. Mit dem Gebäudeenergiegesetz steht die Zielrichtung, angesichts der verfassungswidrigen Bundeshaushalte bleibt die Finanzierung der in Aussicht gestellten Fördermaßnahmen jedoch ungewiss.

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

Vermögensklasse Beteiligungen

Thesen für 2023	Beurteilung
1. Kapitaleinwerbung könnte sich für Private-Equity-Manager zukünftig schwieriger gestalten.	✓
2. Cross-Fund-Sales und Continuation Vehicles werden als Exit-Kanäle auch 2023 eine wichtige Rolle spielen.	✓
3. Die Valuation Bridge ist ein hilfreiches Instrument zur EBITDA-orientierten Performance-messung von Private-Equity-Managern. Für die umfassende Beurteilung einer Investmentstrategie müssen aber weitere Aspekte analysiert werden.	✓
4. Bei der Bewertung der Leistungsbilanz eines Fondsmanagers sollten sich Investoren der Grenzen eines Benchmark-Vergleichs bewusst sein.	✓
Fazit	

Infolge des deutlich gestiegenen Zinsniveaus sahen sich Buyout-Gesellschaften 2023 mit verschiedenen Herausforderungen konfrontiert: Höhere Kapitaldienste belasteten Unternehmen und verstärkten die Notwendigkeit von Portfolioarbeit der Investment-Teams. Dies verlangsamte tendenziell die Investitionsaktivität auf ein im historischen Vergleich wieder normaleres Niveau. Gleichzeitig erschwerten rückläufige Bewertungen die Realisierung reifer Beteiligungen. Da dies letztlich auch die Investorennachfrage nach neuen Fonds dämpfte, nutzten GPs verstärkt Continuation Vehicles, um Liquidität für ihre Anleger zu generieren. Dennoch blieb das neu eingeworbene Kapital rund ein Viertel hinter dem Vorjahr zurück.

Mit einer deutlich höheren Nachfrage konnte Private Debt vom höheren Zinsniveau profitieren. Während Investoren die deutlich höheren Bruttorenditen locken, werden Unternehmen vor allem durch die restriktivere Kreditvergabe durch Banken ins Segment getrieben.

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

IMPRESSUM

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren

Nils Breckling, Christian Bußmann, Yannick Düring, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Dr. Christoph Kind, Malte Knigge, Thomas Kühl, Ralph Groß, Immo Siemers, Christian Sternberg, Maximilian Völpel

Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Elina Kilimnik

Redaktionsschluss

15. Dezember 2023

Urheberrechtshinweis

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

Haftungsausschluss

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

Datenquellen

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

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

www.marcard.de

Ein Unternehmen der


M.M. WARBURG & CO
GRUPPE