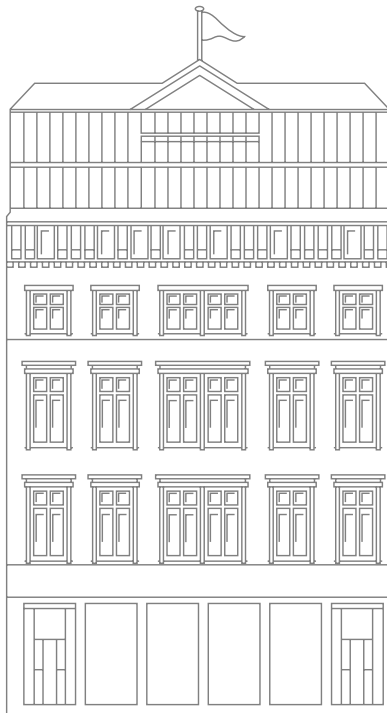

MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Jahresausblick 2025 und Rückblick 2024

**Die politischen und wirtschaftlichen
Dimensionen der Migration**

VORWORT

Politische Themen spielten noch vor wenigen Jahren nur eine untergeordnete Rolle in unserem Jahresausblick. Die größten Sorgen bereiteten uns in diesem Zusammenhang meist die Staatsschulden, die während der Eurokrise 2010 und auch danach die Kapital- und Devisenmärkte im Bann hielten. Den größten politischen Einfluss hatten bis zur Coronapandemie die Zentralbanken, die mit ihren Leitzinsen und später auch mit ihren Ankäufen von Anleihen die Zinsen steuerten. Das hatte zwar auch Auswirkung auf die Aktienmärkte, doch ansonsten spielten dort andere Faktoren eine Rolle. Geschäftsmodelle, die Umsatz- und Gewinnentwicklung sowie die Unternehmensbewertung dominierten unsere Analyse der Aktienmärkte.

Mit dem Beginn des russischen Krieges gegen die Ukraine im Februar 2022 begann auch an den Kapitalmärkten eine Zeitenwende. Die geopolitischen Ereignisse beschäftigten die meisten Anleger, doch einen nachhaltig negativen Einfluss auf die Aktienmärkte hatten sie nicht. Auch Inflation und rasante Leitzinserhöhungen konnten den Aktienmärkten nichts anhaben. Besonders litten jene, die vor allem auf die Bewertung von Aktien schauen. Es entsprach noch den Erkenntnissen der Lehrbücher, dass günstig bewertete Unternehmen in einer Phase fallender Zinsen nicht zu den Gewinnern zählen. Dass aber auch während einer Phase stark steigender Zinsen vor allem die größten und am höchsten bewerteten Unternehmen profitierten, schien die Welt auf den Kopf zu stellen. Und so drängt sich die Frage auf, ob die Kapitalmärkte überhaupt noch nach traditionellen Maßstäben bewertet und verstanden werden können.

Mit der Rückkehr Donald Trumps an die Spitze der US-Regierung werden die alten Gesetze der Kapitalmarktlogik weiter außer Kraft gesetzt. Die großen Unternehmen in den USA haben inzwischen eine derart dominante Rolle, dass sie nicht mehr unabhängig von der Politik verstanden werden können und in vielfältiger Weise mit ihr verflochten sind. Der Kurssprung der Tesla-Aktie um 40 Prozent nach der Trump-Wahl ist vor allem eine Reaktion auf die neue Rolle des Tesla-Chefs Elon Musk, der als Beauftragter für Staatseffizienz nun über die Regulierung seiner eigenen Unternehmen entscheiden kann.

Am deutlichsten zeigt sich die Überpolitisierung der Finanzmärkte bei den Kryptowährungen. Deren praktischer Nutzen ist begrenzt, doch steht hinter ihnen eine mächtige

Lobby, die politisch gut vernetzt ist. Der Kurs der einst als Bitcoin-Parodie kreierte Kryptowährung Dogecoin explodierte nach der US-Wahl, da unter anderem das von dem Trump-Vertrauten Musk geführte Unternehmen Tesla diese Währung als Zahlungsmittel akzeptiert.



Wir sehen solche Entwicklungen mit großer Skepsis, können uns aber dem allgemeinen Trend zur Politisierung der Finanzmärkte nicht gänzlich entziehen. Das zeigt sich auch bei der Wahl unseres Schwerpunktthemas: Migration. Sie spielt einerseits eine entscheidende Rolle als Reizthema bei Wahlen, ist aber auch für das Arbeitskräfteangebot in alternativen Volkswirtschaften von großer Bedeutung. Wenn die politische Lösung der Migrationsfragen gelingt, dominieren auch gesamtwirtschaftlich die positiven Aspekte der Migration.

Unser Ausblick auf die Kapitalmärkte ist ebenfalls von politischen Erwägungen beeinflusst. In den USA werden sinkende Leitzinsen, niedrigere Unternehmenssteuern und die Deregulierung des Unternehmenssektors die Aktienmärkte aller Voraussicht nach weiter nach oben treiben. Daran werden wohl weder die schon sehr hohen Bewertungen noch die Gefahren für die US-Wirtschaft, die sich aus einer starken Beschränkung der Migration und den Folgen eines globalen Handelskriegs ergeben, etwas ändern. Der ungebremste Trend zu stark steigenden Staatsschulden, vor allem, aber nicht nur in den USA, spricht auf der anderen Seite gegen Staatsanleihen mit einer längeren Restlaufzeit.

Positiv ist, dass sich politische Rahmenbedingungen schnell ändern können. So kam das überfällige Ende der Ampel-Koalition in Deutschland nur einen Tag nach den Präsidentschaftswahlen in den USA. Der politische Neuanfang birgt aber auch viele Chancen. Trotz verhaltener Wachstumsaussichten kann 2025 für Deutschland der Beginn einer Wende zum Besseren werden, wenn staatliche Reglementierung reduziert wird und sich wieder mehr marktwirtschaftliche Kräfte entfalten können.

Thomas Fischer

Thomas R. Fischer, Sprecher des Vorstandes
Hamburg, Dezember 2024

INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort	1
Zusammenfassung	5
Prognosen je Vermögensklasse	8
Taktische Allokationsempfehlung	9
Schwerpunktthema Migration	10
Fakten und Definitionen	10
Migration und Integration	12
Anziehen und Abstoßen	13
Die Asylpolitik der EU	14
Zerbricht die EU an der Frage der Asylpolitik?	15
Ist ein EU-Austritt die Lösung?	15
Einige Schlussfolgerungen	16
Jahresausblick 2025: Volkswirtschaft, Geldpolitik und Devisen	19
Weltkonjunktur	19
USA	21
China	22
Europa	23
Japan	25
Devisen	26
Jahresausblick 2025: Renten, Aktien, Rohstoffe und Hedgefonds	28
Renten: Weitere Leitzinssenkungen	28
Aktien: Begünstigt durch die Politik	30
Rohstoffe: Gold bleibt attraktiv	35
Hedgefonds: Wachsende Bedeutung des asiatischen Marktes	38
Jahresausblick 2025: Immobilien	42
Marktentwicklung in Deutschland	42
Migration und Wohnungsmarkt	44
Öffentlich geförderter Wohnungsbau	45
Investition in Datenzentren	48
Investition in Risikokapital	50

Jahresausblick 2025: Beteiligungen	52
Die Bedeutung der Künstlichen Intelligenz nimmt zu	52
Europa bleibt attraktiv	53
Die Vorteile von Co-Investments	54
Größe ist nicht alles	57
Jahresrückblick 2024	62
Volkswirtschaft	62
Devisen	62
Renten	63
Rohstoffe	63
Aktien	64
Immobilien	65
Beteiligungen	66
Impressum	67

ZUSAMMENFASSUNG

Im **Schwerpunkt** unseres Jahresausblicks beschäftigen wir uns mit dem Thema Migration. Die Migrationsdebatte ist in der Öffentlichkeit sehr präsent, leidet aber unter einem Mangel an Faktenwissen. Oft dominieren in dieser Debatte die simplen Extrempositionen „Wir schaffen das“ auf der einen und „Ausländer raus“ auf der anderen Seite. Aber auch eine differenziertere Sichtweise, die zwischen „guter“ und „schlechter“ Migration zu unterscheiden versucht, verkennt meist die Eigendynamik und die Realität der Migration. Weitgehend unbestritten ist dagegen, dass die Migration in der Regel dann vorteilhaft ist, wenn die Integration der Migranten in den Arbeitsmarkt gelingt. Deutschland schneidet in dieser Hinsicht im internationalen Vergleich unterdurchschnittlich ab. Migration ist letztendlich ein politisches Problem, bei dem nationale Alleingänge keine Lösungen sein können. Der Schlüssel zu einer erfolgreichen Migrationspolitik liegt in einer dreifachen Kooperation: zwischen den Zielländern selbst, zwischen den Ziel- und Herkunftsländern, aber auch zwischen den Zielländern und den Migranten.

Das **Wirtschaftswachstum** wird sich 2025 auf globaler Ebene leicht abschwächen. In den USA verlangsamt es sich, bleibt aber auf hohem Niveau. Die chinesische Regierung versucht zwar, die Wirtschaft durch Konjunkturprogramme und geldpolitische Maßnahmen zu stützen. Dies reicht aber nur aus, um einen noch stärkeren Rückgang des Wachstums zu verhindern. Der Euroraum entwickelt eine etwas stärkere Dynamik, wird aber nach wie vor von einer deutschen Wirtschaft belastet, die nicht richtig in Schwung kommt. Die britische Wirtschaft kann an die Dynamik von 2024 anknüpfen und entwickelt ein noch stärkeres Expansionstempo. Japan gelingt nach einem enttäuschenden Jahr eine Trendwende. Über allem schwebt jedoch

die Zoll- und Wirtschaftspolitik von Donald Trump. Eine Eskalation könnte das Wachstum deutlich belasten.

An den **Devisenmärkten** wird sich der Euro-Dollar-Wechselkurs weiter in einem Spannungsfeld bewegen. Starke US-Konjunkturdaten und nachlassende Zinssenkungserwartungen trieben den Dollar in der ersten Hälfte des Jahres 2024 von 1,10 auf 1,06. Im Vorfeld der US-Präsidentenwahlen wertete der Dollar ab, bevor er im Herbst durch die Aussicht auf Donald Trumps Wiederwahl wieder an Stärke gewann. Doch es gibt auch Belastungsfaktoren für den US-Dollar wie die Staatsverschuldung und die an der Kaufkraftparität gemessene fundamentale Überbewertung. Der US-Dollar wird Ende 2025 voraussichtlich bei einem Wechselkurs von 1,05 gegenüber dem Euro liegen, nach temporären Schwankungen zwischen Parität und 1,10. Das Britische Pfund war 2024 ebenfalls stark. Analog zum US-Dollar gibt es auch hier weitere unterstützende Faktoren. Das Britische Pfund wird daher kurzfristig wohl weiter aufwerten. Für Ende 2025 erwarten wir einen Wechselkurs von etwa 0,83 gegenüber dem Euro. Der Schweizer Franken schwächte sich bis Mitte 2024 wie erwartet in Richtung Parität ab. Turbulenzen an den globalen Finanzmärkten im Spätsommer führten jedoch zu einer deutlichen Aufwertung, da der Franken als sicherer Hafen in Europa gefragt war. Insgesamt bleibt

Das Wirtschaftswachstum wird sich 2025 auf globaler Ebene nur leicht abschwächen.

Konjunkturprognosen Marcard, Stein & Co

BIP-Wachstum	2024 Ist-Werte	2025 Konsens	2025 Prognose Marcard
Welt	3,1%	3,0%	2,8%
USA	2,7%	2,0%	2,0%
Euroraum	0,8%	1,2%	0,9%
China	4,8%	4,4%	4,3%

der Franken durch externe Unsicherheiten gestützt, steht jedoch aufgrund interner Risiken unter Druck und sollte sich im Jahresverlauf 2025 wieder in Richtung Parität bewegen. Gegenüber dem Japanischen Yen ist der Euro deutlich überbewertet. Wir rechnen bis zum Jahresende 2025 mit einer Aufwertung auf 155.

Die **Rentenmärkte** werden von den Notenbanken beeinflusst, die ihren Zinssenkungszyklus im Jahr 2025 fortsetzen werden. Der Rückgang der Inflation und das gedämpfte Wirtschaftswachstum im Euroraum bieten der Europäischen Zentralbank eine gute Gelegenheit, die Leitzinsen noch weiter zu senken. Ob sie im Falle einer Eskalation des Handelskonflikts mit Donald Trump die Zinsen noch etwas stärker senken wird, bleibt abzuwarten. In den USA wird mit weiteren Zinssenkungen der Fed gerechnet. Für sie stellt sich die Frage, ob sie reagieren und das Tempo der Zinssenkungen verlangsamen wird, wenn die Regierung Trump handels- und einwanderungspolitische Maßnahmen ergreift, die Inflationsdruck erzeugen. Die unter Trump zu erwartenden höheren staatlichen Defizite dürften die Renditen von US-Staatsanleihen auf einem höheren Niveau halten. In Europa ist Frankreich das Sorgenkind, das zunächst seine politischen Probleme lösen muss, bevor es seine Verschuldungssituation in Angriff nehmen kann. Die Renditen von Unternehmensanleihen sind nach wie vor hoch, wobei sich das Rendite-Risiko-Verhältnis insbesondere bei High-Yield-Anleihen in den letzten Jahren verschlechtert hat.

Die **Aktienmärkte**, angeführt von den US-Aktien, konnten 2024 deutliche Kurssteigerungen verbuchen. Mit Blick auf das kommende Jahr sollten Anleger Aktien gegenüber Anleihen bevorzugen, da das robuste Wirtschaftswachstum in Verbindung mit sinkenden Zinsen relative Vorteile bietet. Trotz potenzieller Belastungsfaktoren wie einem möglichen Wiederanstieg der Inflation und hoher Staatsverschuldung bietet der US-Aktienmarkt aufgrund günstiger Wachstumsaussichten, Investitionen in KI und politischer Impulse durch Steuererleichterungen und Deregulierung ein attraktives Umfeld für Aktienanleger und sollte gegenüber anderen Regionen bevorzugt werden. Nach einer langen Phase der Underperformance könnten Small- und Mid-Caps in den USA von Reshoring-Trends, attraktiven Gewinnaussichten und sinkenden Zinsen profitieren und eine Renaissance erleben. Europäische Aktien sind im Vergleich zu Schwellenländern weniger anfällig für Trumps Zollpolitik, aber im relativen Vergleich

zu US-Aktien aufgrund der schwächeren Konjunkturaussichten und des moderaten Gewinnwachstums weniger attraktiv. Der japanische Aktienmarkt profitiert weiterhin von strukturellen Reformen im Bereich Corporate Governance, dem politischen Unterstützungswillen und einem sich wieder beschleunigenden Wirtschaftswachstums.

Der **Goldpreis** ist in diesem Jahr deutlich gestiegen und hat Aktienindizes wie den S&P 500 und den MSCI World geschlagen. Bemerkenswert ist, dass die klassischen Determinanten des Goldpreises den Preisanstieg kaum erklären können. Geopolitische Spannungen, eine erhöhte Nachfrage der Zentralbanken vor allem aus den Schwellenländern sowie das Streben nach Portfoliodiversifikation vor dem Hintergrund politischer Unsicherheiten trugen zur Aufwertung des Edelmetalls bei. Sinkende Realzinsen, eine steigende Nachfrage der Zentralbanken, eine bislang moderate Positionierung in Gold-ETFs sowie fiskalpolitische Unsicherheiten in den USA dürften den Goldpreis weiter beflügeln. Die **Nachfrage nach Öl** dürfte sich aufgrund der nachlassenden Wirtschaftsdynamik und des Übergangs zu nachhaltigen Energieformen dagegen verlangsamen. Gleichzeitig steigt das Ölangebot aufgrund geringerer Förderkürzungen der OPEC+ und einer höheren Produktion in Nicht-OPEC+-Ländern, insbesondere in den USA. Der Ölpreis könnte daher im Jahr 2025 unter Druck geraten.

Das Jahr 2024 verlief für **Hedgefonds** erfreulich. Der Schlüssel für ein erfolgreiches Portfolio von Hedgefonds liegt in der Diversifikation. Das gilt sowohl für die Streuung über unterschiedliche Stile und Strategien als auch für die regionale Allokation. Der Schwerpunkt vieler Hedgefonds liegt in den entwickelten Märkten Nordamerikas und Europas. Die Region Asien stand dagegen bislang nicht im Fokus, bietet aber derzeit erhebliche Chancen. Die regionalen Unterschiede sind in Asien sehr groß und die Volatilitäten historisch eher hoch. Eine sehr sorgfältige Auswahl der Hedgefonds-Manager ist jedoch entscheidend, um von den Chancen profitieren zu können.

Diversifikation und Managerselektion sind auch bei **Private Equity** der Schlüssel zum Erfolg. Geringere Wachstumsaussichten im Vergleich zu den USA sowie erhöhte geopolitische Risiken in Europa und Asien haben in den letzten Jahren zu einer hohen Konzentration vermeintlich sicherer US-Investments in den Portfolios geführt. Die Bewertungsabschläge europäischer Unternehmen

gegenüber dem US-Markt könnten sich als attraktive Einstiegsmöglichkeiten für europäische Private-Equity-Fonds erweisen. Wir empfehlen daher, im Segment Private Equity weiterhin konsequent und unbeirrt eine regional diversifizierte Anlagestrategie zu verfolgen und Investitionen in vermeintlich unattraktiven Regionen allenfalls unterzuzuwichten, aber nicht gänzlich einzustellen.

Private-Equity-Fonds bieten ihren Investoren zunehmend die Möglichkeit, sich auch direkt an den Portfoliounternehmen zu beteiligen. Allerdings verfügen nicht alle Investoren über die notwendige Expertise bzw. die zeitlichen und finanziellen Ressourcen, um diesen Ansatz unter Risikogesichtspunkten sinnvoll verfolgen zu können. Ein spezialisierter Co-Investmentfonds kann als eine Art „schlüssel-fertige“ Lösung betrachtet werden, bei der Investoren von der Erfahrung und den Fähigkeiten eines spezialisierten Fondsmanagers profitieren. Sie ermöglichen eine breite Diversifizierung und die Anleger profitieren außerdem von niedrigeren Gesamtkosten.

Die in den letzten zehn Jahren deutlich gestiegene Anzahl und Bedeutung von Mega-Fonds im Bereich Private Equity sehen wir vor allem als strukturelles Phänomen und weniger als Indiz für zu erwartende Überrenditen in diesem Segment. Vielmehr können Investoren von der zunehmenden Kapitalkonzentration am oberen Ende des Größenspektrums profitieren, indem sie gezielt in das Mid-Cap-Segment investieren. Dabei profitieren sie nicht nur von den niedrigeren Einstiegsbewertungen, sondern auch von den größeren operativen Verbesserungspotenzialen der Portfoliounternehmen. Aufgrund der geringeren Abhängigkeit von den Kapitalmärkten haben Mid-Cap-Fonds zudem einen höheren Diversifikationseffekt auf das Gesamtportfolio.

Der **Immobilienmarkt** hat seinen Abwärtszyklus beendet und die Talsohle bei den Bewertungen erreicht. Aus Sicht des Markt timings stehen wir damit am Beginn einer neuen Investitionsphase. Die beiden Segmente Mietwohnungen und Logistik, die eine positive Mietentwicklung aufweisen, haben nach der Marktkorrektur im Jahr 2024 erste Wertsteigerungen erfahren, sodass der Zeitpunkt für eine grundlegende Markt- und Preiserholung gekommen sein könnte.

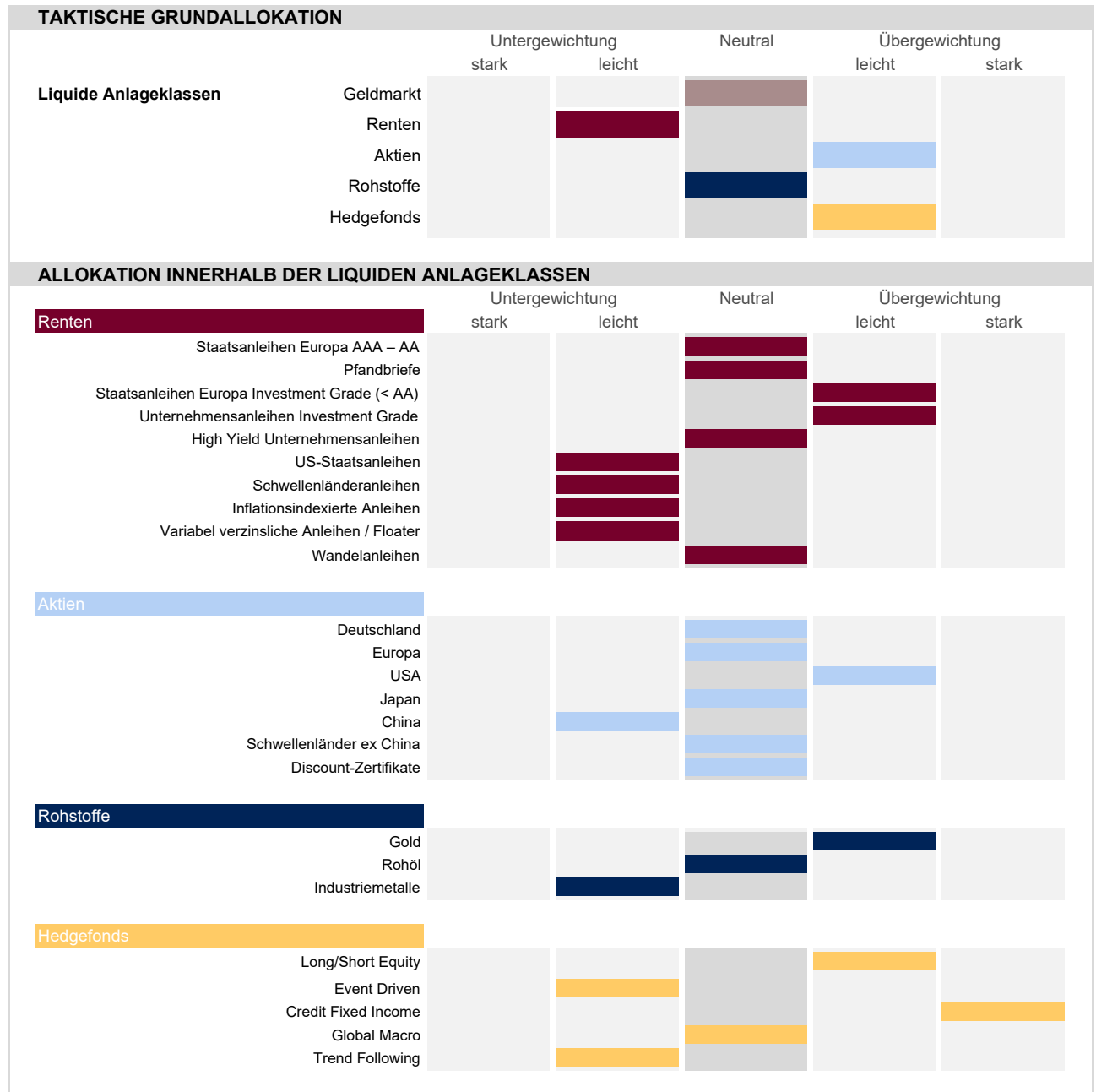
Neben den geopolitischen Unsicherheiten belasten jedoch sowohl strukturell-ökonomische als auch

politisch-regulatorische Risiken das Investitionsklima in Deutschland und damit auch die Markterholung. Es bleibt zu hoffen, dass die Mehrheitsverhältnisse bei der Bundestagswahl Anfang 2025 zumindest die politisch bedingten Unsicherheiten beseitigen und strukturelle Reformen ermöglichen. Insgesamt ist mit einer langsamen Erholung der Immobilienmärkte in Deutschland zu rechnen.

PROGNOSEN JE VERMÖGENSKLASSE

Vermögensklassen	2025 Prognose Marcard	Erläuterung
Liquide		
DAX	21.000 Punkte	Für den DAX sehen wir ein begrenztes Aufwärtspotenzial. Die Wachstumsschwäche in China und Trumps Zollpolitik dürften die strukturellen Probleme in Deutschland verschärfen. Darunter dürfte insbesondere der Industriesektor leiden, der rund ein Viertel des Index ausmacht. Das Rekordniveau der Dividendenzahlungen von EUR 53,8 Milliarden im Jahr 2024 dürfte 2025 nicht wieder erreicht werden.
Bundesanleihen (10 Jahre)	2,25 Prozent	Bundesanleihen profitieren von rückläufiger Inflation, Leitzinssenkungen der EZB und der hohen Staatsverschuldung in Frankreich, was zu höheren Risikoaufschlägen für französische Staatsanleihen führt.
US-Dollar	1,05 EUR/USD	Eine robuste US-Wirtschaft und zusätzliche Impulse aus den angekündigten Maßnahmen der kommenden Trump-Administration sollten den US-Dollar kurzfristig weiter stützen. Am Horizont sind jedoch auch Belastungsfaktoren zu sehen wie die zunehmende Staatsverschuldung oder anhaltende Überbewertung des US-Dollar.
Gold	2.950 US-Dollar je Feinunze	Neben den geld- und fiskalpolitischen Faktoren, die für Gold sprechen, dürfte auch die Nachfrage seitens der Zentralbanken hoch bleiben. Zudem ist die Positionierung der Anleger in Gold-ETFs trotz der starken Rallye immer noch moderat, was für zusätzlichen Nachfragedruck sorgen könnte.
Immobilien		
Wohnimmobilien in Deutschland (Top-Lage und Top-Qualität)	Mögliche Ausschüttungsrendite: 3,5 Prozent	Gesunkene Immobilienwerte haben das Preisrisiko reduziert und bieten einen günstigen Einstieg. Sanierungen stellen vor dem Hintergrund gestiegener Baukosten sowie unsicherer regulatorischer Auflagen und Förderprogramme ein Risiko dar. Neubauten sind bei reduzierten Immobilienwerten selten wirtschaftlich.
Gewerbeimmobilien in Deutschland (Top-Lage und Top-Qualität)	Mögliche Ausschüttungsrendite: 5 Prozent	Zum Teil deutlich gestiegene Renditen in einzelnen gewerblichen Segmenten, abhängig von Immobilienqualität und prognostizierter Mietentwicklung.
Beteiligung an Real Estate Private Equity Investitionen	Mögliche Ausschüttungsrendite: > 12 Prozent	Verbessertes Risikoprofil nach gesunkenen Immobilienwerten. Im gewerblichen Segment verbleiben insbesondere konjunkturelle Risiken. Im wohnwirtschaftlichen Segment bestehen regulatorische Risiken bei insgesamt erschwerter Wirtschaftlichkeit.
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 sowie geografisch diversifiziert investieren.
Private Debt / „Senior Secured“	Durchschnittliche jährliche Rendite von 8 bis 9 Prozent	Nach dem deutlichen Zinsanstieg bleibt die Anlageklasse auch dank gestiegener Margen attraktiv, da sich die Differenz der Bruttoverzinsung gegenüber der erwarteten Eigenkapitalrendite deutlich reduziert hat. Eine breite Diversifizierung ist der Schlüssel zum Erfolg, gerade wenn aufgrund ökonomischer Rahmenbedingungen die Ausfallrisiken steigen.

TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG



SCHWERPUNKTTHEMA MIGRATION

Mit mehr als 6,5 Millionen neuen dauerhaften Einwanderern erreichte die Migration in die OECD-Länder im Jahr 2023 ein Rekordniveau. Auch die befristete Arbeitsmigration, insbesondere die saisonale Migration, hat stark zugenommen. Hinzu kommt der Zustrom von Flüchtlingen aus der Ukraine. Im Juni 2023 hielten sich rund 4,7 Millionen vertriebene Ukrainer in den OECD-Ländern auf. In absoluten Zahlen nehmen Deutschland, Polen und die USA die meisten Flüchtlinge aus der Ukraine auf.

Nachrichten wie diese rufen bei den Einwohnern jener Länder, die das Ziel von Migration sind, unterschiedliche Reaktionen hervor. Ängste werden artikuliert, dass die Aufnahmekapazitäten erschöpft sind („Das Boot ist voll“). Andere dagegen weisen darauf hin, dass Zuwanderung nötig sei, um die demografischen Probleme der entwickelten OECD-Länder lösen zu können.

Die Frage, welchen Aspekt der Migration man betont, spaltet die Öffentlichkeit. Es scheint nur noch zwei Lager zu geben: eines, das für und eines, das gegen Migration ist. Die alte Gegenüberstellung von „rechts“ und „links“ ist inzwischen weitgehend von der Haltung zur Migration abgelöst worden. „Die Forderung nach einer lockeren Einwanderungspolitik und eine generell positive Sicht auf Migration gehören zum Denkkanon der Lifestyle-Linken wie der Glaube an die Auferstehung zum Christentum“ schreibt Sahra Wagenknecht über ihren politischen Gegner. Als Vertreter der extremen Rechten formuliert Björn Höcke von der AfD die These, dass ein „groß angelegtes Remigrationsprojekt notwendig sein“ wird, bei dem man „nicht um eine Politik der wohltemperierten Grausamkeit“ herumkommen werde. In der politischen Mitte wiederum versucht man, das Thema nicht zu groß werden zu lassen. Der CDU-Vorsitzende Friedrich Merz etwa will im Wahlkampf eine Zuspitzung der Migrationsdebatte vermeiden. „Das Thema Migration bleibt ein großes Thema. Ich will allerdings auch noch einmal betonen: Es wäre mein Wunsch, dass es nicht das Hauptthema im Bundestagswahlkampf 2025 wird“.

Oft dominieren beim Thema Migration die simplen Extrempositionen „Wir schaffen das“ auf der einen und „Ausländer raus“ auf der anderen Seite. Eine moderatere und weit verbreitete Position besteht darin, Zuwanderung grundsätzlich zuzulassen, aber zu kontingentieren.

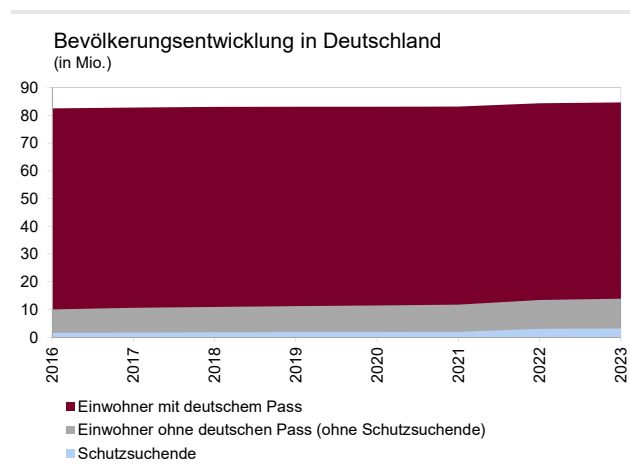
Oberstes Ziel sollte die Integration in den Arbeitsmarkt sein. Länder wie Deutschland müssten gemäß dieser Sichtweise strenge Aufnahmekriterien für Migranten definieren und durchsetzen, während illegale Migration mit allen zulässigen Mitteln verhindert werden sollte. Selbst Donald Trump äußerte sich im Wahlkampf differenziert zur Migration. Einerseits behauptete er, dass er die legale Migration unterstütze, andererseits forderte er die Deportation von elf Millionen illegalen Migranten.

Doch funktioniert Migration wirklich wie ein Wunschkonzert?

Fakten und Definitionen

Grundsätzlich leidet die Migrationsdebatte unter einem Mangel an Faktenwissen. Schon die Diagnose der OECD, die Migration habe Rekordhöhen erreicht, ist hinterfragbar. Da die Weltbevölkerung in den letzten hundert Jahren extrem stark gewachsen ist, ist auch ein absoluter Anstieg der Migration nicht ungewöhnlich. Der Anteil der Migranten an der Weltbevölkerung liegt jedoch seit vielen Jahren relativ stabil bei etwa drei Prozent.

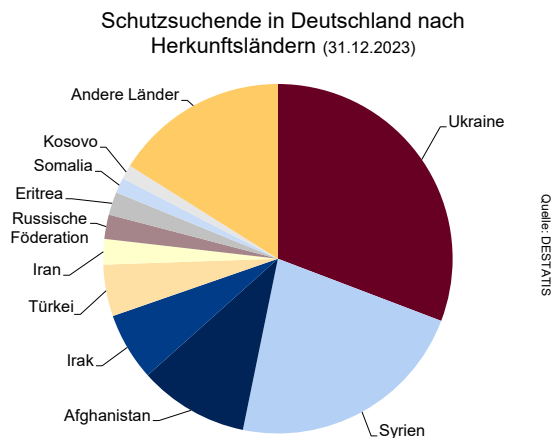
In der Migrationsdebatte wird häufig darauf verwiesen, dass Deutschland das zweitgrößte Einwanderungsland der Welt sei. Mit knapp 14 Millionen in Deutschland lebenden Ausländern trifft dies zwar absolut gesehen zu, der Abstand zu den USA, wo über 50 Millionen Ausländer leben, ist jedoch groß. Der Anteil der Ausländer an der Gesamtbevölkerung ist in den USA und Deutschland etwa gleich hoch und wird in kleineren Staaten teils deutlich übertroffen.



Der Anteil der Schutzsuchenden an der ausländischen Bevölkerung in Deutschland beträgt 22,8 Prozent. Schutzsuchende sind Ausländerinnen und Ausländer, die sich aus humanitären Gründen in Deutschland aufhalten. Grundlage für die Erteilung einer befristeten Aufenthaltserlaubnis aus humanitären Gründen ist die Anerkennung einer von vier Schutzformen im Asylverfahren:

- Asylberechtigte nach Art. 16 Grundgesetz
- Flüchtlinge gemäß Genfer Konvention
- Subsidiärer Schutz
- Nationales Abschiebeverbot

Subsidiär schutzberechtigt sind Personen, die stichhaltige Gründe dafür vorbringen, dass ihnen in ihrem Herkunftsland ein ernsthafter Schaden droht und sie den Schutz ihres Herkunftslandes nicht in Anspruch nehmen können oder wegen dieser Bedrohung nicht in Anspruch nehmen wollen. Wird ein **nationales Abschiebungsverbot** festgestellt, darf keine Rückführung in den Staat erfolgen, für den das Abschiebungsverbot gilt.



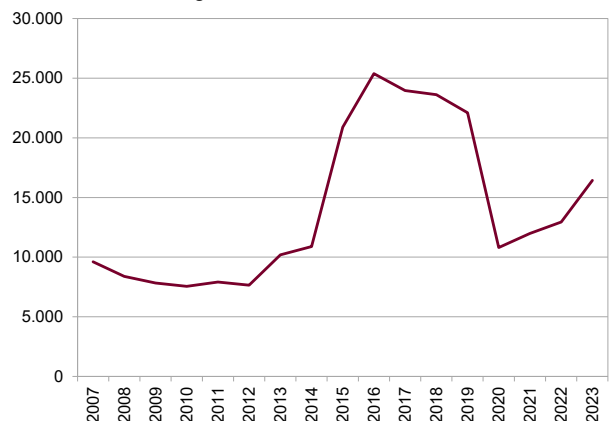
Die Schutzsuchenden fallen in eine der drei folgenden Kategorien:

- Schutzsuchende mit **offenem Schutzstatus** halten sich zur Durchführung eines Asylverfahrens in Deutschland auf, wobei über ihren Schutzstatus noch nicht entschieden wurde.
- Schutzsuchende mit **anerkanntem Schutzstatus** besitzen einen befristeten oder unbefristeten Aufenthaltstitel aus dem humanitären Bereich des Aufenthaltsgesetzes.

- Schutzsuchende mit **abgelehntem Schutzstatus** halten sich nach Ablehnung im Asylverfahren oder nach Verlust ihres humanitären Aufenthaltstitels als Ausreisepflichtige in Deutschland auf.

Die Grundlage des internationalen Flüchtlingsrechts sind die Genfer Konventionen, die 1951 vor dem Hintergrund der Fluchtbewegungen während des Zweiten Weltkriegs beschlossen und von 145 Staaten unterzeichnet wurden. Nach den Genfer Flüchtlingskonventionen haben Menschen das Recht, eine internationale Grenze zu überqueren, um Schutz vor Gewalt und Verfolgung zu suchen. **Bei Asylsuchenden handelt es sich also nicht um illegale Migranten.** Allerdings kann die Ablehnung eines Asylantrags oder der Ablauf einer Aufenthaltserlaubnis dazu führen, dass sich Migranten illegal in einem Land aufhalten. Das gilt genauso für Migranten, die gar keinen Asylantrag stellen und keine Aufenthaltserlaubnis haben. In den USA liegt die Zahl der illegalen Immigranten bei etwa elf Millionen. In Deutschland registrierte das Bundeskriminalamt im vergangenen Jahr 266.224 Menschen wegen unerlaubter Einreise und unerlaubten Aufenthalts. Die Dunkelziffer ist allerdings hoch.

Abschiebungen aus Deutschland



Im Jahr 2023 wurden rund 16.400 Personen aus Deutschland abgeschoben. Damit stieg die Zahl der Abschiebungen im dritten Jahr in Folge und erreichte den höchsten Stand seit 2019. Die meisten Rückführungen gab es im Jahr 2016 mit rund 25.400. Die Ausreisepflicht tritt in Kraft, wenn die rechtlichen Voraussetzungen für einen Aufenthalt nicht mehr gegeben sind. Dies kann aufgrund eines abgelehnten Asylantrags, eines abgelaufenen Aufenthaltstitels oder wegen fehlender Voraussetzungen für dessen

Erteilung der Fall sein. Nach Bekanntgabe der Ausreisepflicht besteht eine Frist zur freiwilligen Ausreise. Erst wenn der Ausreisepflicht nicht nachgekommen wird, kommen Zwangsmaßnahmen wie Abschiebungen zum Einsatz. Im Januar 2024 hat die Bundesregierung ein Rückführungsverbesserungsgesetz verabschiedet. Es soll die Abschiebung von Menschen ohne Bleibeperspektive erleichtern.

Migration ist in der Regel dann vorteilhaft, wenn die Integration in den Arbeitsmarkt gelingt.

Wenn Ausländer in Deutschland Straftaten begehen, kann die Ausländerbehörde den Aufenthaltstitel entziehen. In diesem Fall spricht man von einer Ausweisung. Ausgewiesene sind verpflichtet, Deutschland zu verlassen. Tun sie das nicht, können sie abgeschoben werden. Auf eine Ausweisung folgt nicht immer eine Abschiebung: Wenn dem Ausreisepflichtigen zum Beispiel im Herkunftsland Gefahr für Leib und Leben droht, kann ein sogenanntes Abschiebungsverbot vorliegen. Ausländer, die ihren Aufenthaltstitel verlieren und nicht abgeschoben werden, erhalten eine Duldung. Das bedeutet unter anderem, dass sie nicht frei reisen können, nicht standesamtlich heiraten dürfen und nur eingeschränkte Arbeits- und Ausbildungsmöglichkeiten haben.

Einer der Hauptgründe für die schleppende Abschiebung sind Probleme mit den Herkunftsländern, die ihre Staatsbürger nicht zurücknehmen wollen. In der gesamten Europäischen Union wurde im vergangenen Jahr nur jeder fünfte Ausländer ohne Bleiberecht abgeschoben.

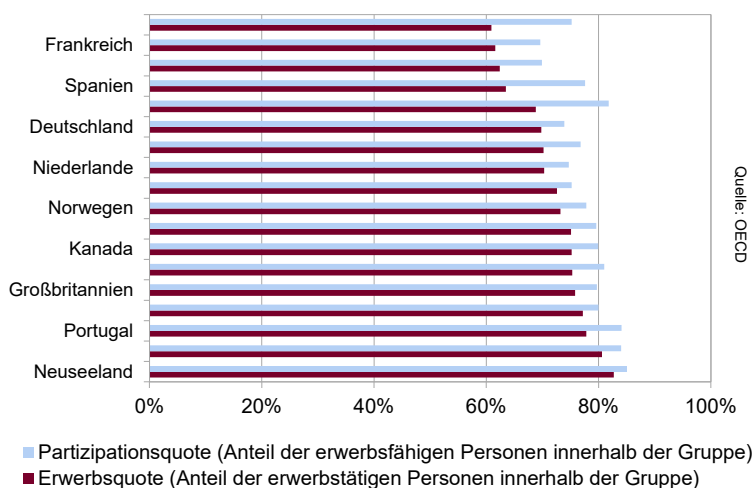
Migration und Integration

Kriminalität von Asylbewerbern und gescheiterte Abschiebungen sorgen immer wieder für Schlagzeilen. Sie sind ein wichtiger Grund, warum Migration inzwischen zu einem der umstrittensten Themen in der Öffentlichkeit geworden ist. Dabei ist die Gefahr groß, dass Differenzierungen verloren gehen und Größenordnungen aus dem Blick geraten. Illegale Migration macht in Europa nur einen Bruchteil der gesamten Migration aus.

Migration ist in der Regel dann vorteilhaft, wenn die Integration in den Arbeitsmarkt gelingt. Dies gilt sowohl für die Einwanderungsländer als auch für die Migranten selbst. Ein wichtiger Indikator für den Erfolg der Migration ist die Erwerbs- und Partizipationsrate von Ausländern. Die Erwerbsquote misst den Anteil der Erwerbstätigen in einer Altersgruppe, die Partizipationsrate den Anteil der Erwerbspersonen, also der Beschäftigten und Arbeitssuchenden. Beide Werte liegen in Neuseeland in der Altersgruppe der 15- bis 64-Jährigen bei über 80 Prozent. Die Erwerbsquote ist sogar deutlich höher als bei den Inländern, wo sie nur 78,2 Prozent beträgt. Auch in den USA ist die Erwerbsquote der Ausländer höher als die der Inländer.

Deutschland schneidet in dieser Statistik in vielerlei Hinsicht schlecht ab. Die Erwerbsquote der Ausländer ist mit 69,8 Prozent im internationalen Vergleich unterdurchschnittlich und liegt deutlich unter den 77,2 Prozent, den die Inländer erreichen. Auch bei der Differenz zwischen

Erwerbs- und Partizipationsquoten von Ausländern (im Alter von 15 bis 64 Jahren)



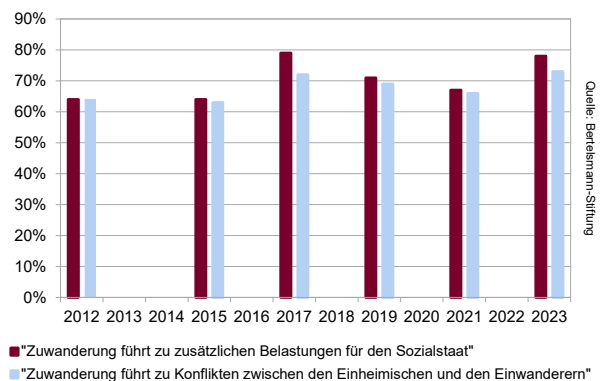
erwerbstätigen und erwerbsfähigen Ausländern liegt Deutschland mit einem Abstand von mehr als vier Prozentpunkten international nur im Mittelfeld. Länder wie Schweden, Spanien und Griechenland tun sich besonders schwer, die erwerbsfähigen Ausländer auch tatsächlich zu beschäftigen.

Trotz dieser aus deutscher Sicht ernüchternden Zahlen bleibt festzuhalten, dass der bei weitem größte Teil der in Deutschland lebenden erwerbsfähigen Ausländer auch einen Job hat. Nur ein kleiner Teil ist dauerhaft auf staatliche Transferleistungen angewiesen. Innerhalb der Transferleistungsempfänger sind Ausländer allerdings deutlich überrepräsentiert. Doch nicht jede Zahl, die diesbezüglich kolportiert wird, hält dem Abgleich mit den Fakten stand. So behauptete die AfD-Vorsitzende Alice Weidel im November 2023 im Bundestag, 62 Prozent der Familien, die Bürgergeld beziehen, hätten keinen deutschen Pass. Richtig ist, dass von den 3,93 Millionen Bürgergeldbeziehern 2,46 Millionen einen Migrationshintergrund haben. Unter den Personen mit Migrationshintergrund sind aber auch viele mit deutschem Pass. Die Zahl der Bürgergeldempfänger ohne deutschen Pass beläuft sich auf 1,62 Millionen, was einem Anteil von 41 Prozent an allen Empfängern entspricht.

Natürlich ist auch diese Zahl immer noch viel zu hoch. Sie zeigt einmal mehr, dass in Deutschland die Integration in den Arbeitsmarkt zu lange dauert und oft gar nicht gelingt. Gründe dafür sind vor allem mangelnde Sprachkenntnisse, fehlende Qualifikationen für den deutschen Arbeitsmarkt, schwache Netzwerke vor Ort oder Arbeitsverbote während des Asylverfahrens.

Je schlechter die Arbeitsmarktintegration von Ausländern gelingt, desto negativer ist die Einstellung zur Migration im Einwanderungsland. Die im internationalen Vergleich schwache Arbeitsmarktintegration in Deutschland schlägt sich demnach in negativen Einschätzungen der Migration nieder. Laut Bertelsmann-Stiftung stimmten im vergangenen Jahr 78 Prozent der Befragten der Aussage zu, dass Zuwanderung zu einer zusätzlichen Belastung des Sozialstaates führt. 73 Prozent waren der Meinung, dass Zuwanderung zu Konflikten zwischen Einheimischen und Zuwanderern führt. Die Zustimmung zu diesen Aussagen hat in den letzten Jahren tendenziell zugenommen.

Negative Einschätzungen zur Zuwanderung nach Deutschland



Anziehen und Abstoßen

Die politische und wirtschaftliche Bedeutung der Migration ist enorm. Zum einen sorgt die Zuwanderung in alternden Gesellschaften für eine wichtige Erhöhung des Angebots an Arbeitskräften. Wenn die wirtschaftliche Integration jedoch misslingt, führt Migration zu einer Belastung der Sozialsysteme und löst gesellschaftliche Spannungen aus.

Um Migrationsströme politisch steuern zu können, ist eine genaue Kenntnis der Migrationsgründe notwendig.

Zu diesem Zweck hat der US-amerikanische Soziologe Everett Lee in den 1960er Jahren ein Modell entwickelt, das Faktoren identifiziert, die Migration auslösen. Lee unterschied zwei Kategorien: Push-Faktoren und Pull-Faktoren. Push-Faktoren beschreiben negative Umstände im Herkunftsland, die Menschen aus ihrer Heimat „herausdrängen“. Dazu zählte Lee beispielsweise Kriege, Umweltkatastrophen oder Armut. Pull-Faktoren hingegen sind positive Umstände im Zielland, die Menschen „anziehen“, wie zum Beispiel ein hoher Lebensstandard oder der Bedarf an Arbeitskräften.

Das Push-Pull-Modell ist das wohl bekannteste und populärste Migrationsmodell.

In der politischen Debatte ist es weit verbreitet, wobei die Konservativen vor allem bei den Pull-Faktoren ansetzen wollen. Mit Blick auf die deutschen Sozialleistungen für Migranten behauptet die CDU in ihrem Wahlprogramm: „Die im EU-Vergleich hohen Bargeldzahlungen gelten als starker ‚Pull-Faktor‘ für Wirtschaftsmigranten.“ Die Migrationszahlen könnten daher durch eine Umstellung auf Sachleistungen reduziert werden. Auf der linken Seite des politischen Spektrums will man

dagegen eher bei den Push-Faktoren ansetzen. Der Ausbau der Entwicklungshilfe zur Verbesserung der Lebensbedingungen in den Herkunftsländern ist aus dieser Sicht ein wirksames Mittel zur Begrenzung der Migration.

In der Migrationsforschung gilt das Push-Pull-Modell seit langem als überholt.

In der Migrationsforschung gilt das Push-Pull-Modell seit langem als überholt. Es nimmt lediglich eine Auflistung und Kategorisierung von Einflussfaktoren auf die Migrationsentscheidung vor. Eine Gewichtung der einzelnen Faktoren fehlt jedoch ebenso wie eine Modellierung der Interdependenzen zwischen den Migrationsmotiven. Ob und inwieweit die Umstellung von Geld- auf Sachleistungen einen messbaren Einfluss auf die Migrationsentscheidung hat, ist völlig unklar. Denkbar wäre beispielsweise, dass lediglich die Schwarzarbeit zunimmt. Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass vor allem Arbeitsmarktperspektiven und bestehende Netzwerke wichtige Pull-Faktoren für Migranten sind. Die Höhe der Sozialleistungen spielt eine eher untergeordnete Rolle und ist empirisch oft nicht nachweisbar.

Aber auch die Vorstellung, dass eine Regulierung der Push-Faktoren die Migration

einfach steuern könnte, ist meist falsch.

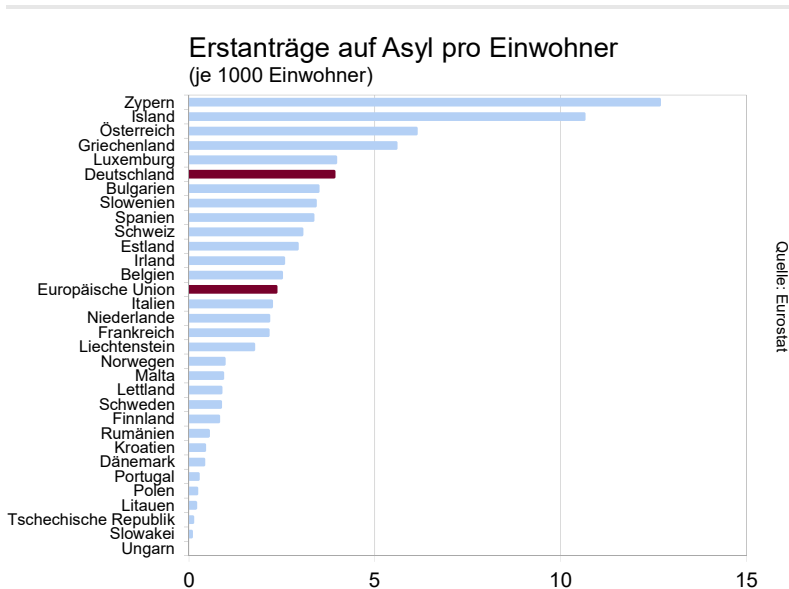
Dies liegt vor allem daran, dass der Zusammenhang zwischen Wohlstand und Migration falsch interpretiert wird. Viele glauben, Migration sei die verzweifelte Flucht aus der Armut, weshalb Armutsbekämpfung in den Herkunftsländern Migration verhindern könne. Die Menschen, die auswandern, gehören aber nicht zu den Ärmsten, im Gegenteil. Menschen mit geringem Einkommen migrieren nur über kurze Distanzen, weil ihnen das Geld für lange Reisen fehlt. Wirtschaftlicher Fortschritt und bessere Verdienstmöglichkeiten hingegen machen Migration überhaupt erst möglich. Wirtschaftlicher Fortschritt in unterentwickelten Ländern bedeutet also nicht weniger, sondern mehr Migration.

Die Asylpolitik der EU

Innerhalb der EU gibt es weitreichende europäische Vorgaben für die nationale Migrationspolitik.

Nur ein Bruchteil der Asylbewerber in Deutschland erhält Asyl nach Artikel 16a des Grundgesetzes. Der überwiegende Teil erhält Schutz aufgrund verschiedener internationaler Normen, angefangen von der Genfer Flüchtlingskonvention über die Europäische Menschenrechtskonvention bis hin zur Charta der Grundrechte der Europäischen Union. Alle diese europäischen Regelungen werden letztinstanzlich vom Europäischen Gerichtshof für Menschenrechte in Straßburg (EGMR) und vom Europäischen Gerichtshof (EuGH) überwacht. Die Urteile aus Straßburg und Luxemburg fließen in die Rechtsprechung der deutschen Gerichte ein, werden vom Bundesverfassungsgericht fortentwickelt und von den Verwaltungsgerichten in die Praxis umgesetzt.

Das Verfahren zur Beantragung des Flüchtlingsstatus in der EU war bis vor kurzem durch die Dublin-Verordnung geregelt. Danach war das EU-Land, das ein Migrant zuerst betrat, für die Bearbeitung des



Asylantrags zuständig. Als die Zahl der Asylsuchenden, die nach Europa kamen, 2015 massiv anstieg, hatten Länder wie Griechenland und Italien Schwierigkeiten, alle Antragsteller aufzunehmen. Die Europäische Kommission schlug daher im September 2020 ein neues Migrations- und Asylpaket vor.

Im Frühjahr 2024 hat die EU neue Regeln zur Steuerung der Asyl- und Migrationsströme verabschiedet. Teil des neuen Regelwerks ist die Verordnung über das Asyl- und Migrationsmanagement, die die Dublin-Verordnung ersetzt und den Grundsatz der Solidarität zwischen den EU-Ländern in den Mittelpunkt stellt. Die EU-Länder haben nun zwei Jahre Zeit, das neue System in nationales Recht umzusetzen.

Zerbricht die EU an der Frage der Asylpolitik?

Immer mehr EU-Mitgliedstaaten scheren aus der einheitlichen europäischen Asylpolitik aus, obwohl sie sich erst im Frühjahr 2024 auf eine neue EU-Asylpolitik geeinigt hatten. Das Gemeinsame Europäische Asylsystem (GEAS) sieht im Kern vor, dass Asylsuchende mit geringer Bleibeperspektive an den Außengrenzen innerhalb von drei Monaten eine Antwort auf ihren Antrag erhalten. Während dieser Zeit müssen sie in Lagern an den EU-Außengrenzen leben. Asylsuchende mit höherer Bleibeperspektive sollen auf die Mitgliedsstaaten verteilt werden. Dabei gilt das Prinzip der sogenannten verpflichtenden Solidarität: Wer keine Asylbewerber aufnimmt, muss dies finanziell kompensieren und in einen EU-Fonds einzahlen, aus dem wiederum ärmere Herkunftsländer unterstützt werden sollen. So sollen weniger Menschen illegal in die EU kommen und gleichzeitig die Menschenrechte gewahrt werden.

Der Solidaritätsmechanismus soll die Länder entlasten, in denen derzeit die meisten Migrantinnen und Migranten ankommen, zum Beispiel Italien. Doch immer mehr EU-Staaten fühlen sich an diesen Kompromiss nicht mehr gebunden. **Polen** gehört zu den Staaten, über die derzeit sehr viele Migranten in die EU einreisen wollen. Das liegt vor allem an Wladimir Putin, der nicht nur einen Angriffskrieg gegen die Ukraine führt, sondern parallel dazu versucht, den Westen politisch und gesellschaftlich zu destabilisieren. Polens Regierungschef Donald Tusk will deshalb das neue Asylrecht für illegal eingereiste Migranten teilweise aussetzen. Die **Niederlande** haben ebenso wie **Ungarn** eine Ausnahme von der neuen EU-Asylregelung beantragt.

Zypern erhält – gemessen an seiner Bevölkerungsgröße – so viele Asylanträge wie kein anderes EU-Land. Die meisten Asylsuchenden kommen aus Syrien und reisen über den Libanon ein. Zypern hat im Frühjahr 2024 beschlossen, die Bearbeitung von Asylanträgen von Syrern bis auf weiteres auszusetzen. Im Juli 2024 verabschiedete Finnland das sogenannte Konversionsgesetz, wonach Asylsuchende an der Grenze zu Russland kategorisch abgewiesen werden können - notfalls mit Gewalt. Das verstößt gegen europäisches und internationales Recht.

Nationale Alleingänge lösen das Problem nicht, sondern verlagern es nur auf die Nachbarländer innerhalb der EU. Der Europäische Gerichtshof hat Ungarn zur Zahlung eines Pauschalbetrags von 200 Mio. Euro verurteilt, weil das Land das Asylrecht seit langem einschränkt. Zusätzlich muss Ungarn eine Million Euro für jeden Tag der Verzögerung zahlen. Das Geld wird automatisch von Ungarns Anteil am EU-Haushalt abgezogen. Die Nichterfüllung der Verpflichtungen stelle eine „beispiellose und außergewöhnlich schwere Verletzung des EU-Rechts“ dar, erklärte der EuGH. Der Streit geht auf Dezember 2020 zurück, als der Gerichtshof zum ersten Mal entschied, dass Ungarn unter Premierminister Viktor Orbán den Zugang zu Asylverfahren für Menschen, die in dem Land internationalen Schutz suchen, eingeschränkt hatte, was es praktisch unmöglich machte, Anträge zu stellen.

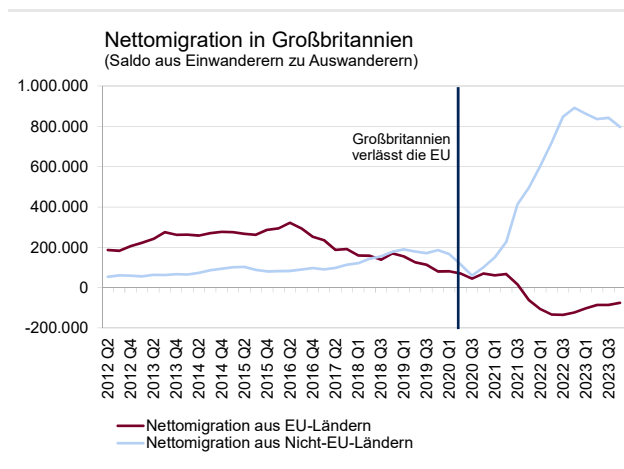
Ist ein EU-Austritt die Lösung?

Einer der Hauptgründe für den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU war die gemeinsame Migrationspolitik. Mit dem Brexit endete die Freizügigkeit, die es EU-Bürgern ermöglichte, sich im Vereinigten Königreich niederzulassen. Nach dem Brexit wurde ein neues System der Arbeitsmigration eingeführt. Es räumt qualifizierten Arbeitskräften Vorrang ein, mit wenigen Ausnahmen im Bereich der Sozial- und Saisonarbeit. Dieses auf Punkten basierende Einwanderungssystem sieht vor, dass EU-Bürgerinnen und -Bürger nun genauso wie Menschen aus anderen Teilen der Welt ein Visum beantragen müssen. Die Einwanderungspolitik für Studierende wurde nach dem Brexit dagegen liberalisiert.

Seit dem Brexit ist die Nettozuwanderung ins Vereinigte Königreich nicht gesunken, sondern gestiegen. Das hat vor allem drei Gründe, von denen der erste nichts mit dem Brexit zu tun hat. Als Reaktion auf die geopolitischen

Entwicklungen führte die britische Regierung spezielle Visaregelungen für Menschen aus Hongkong und der Ukraine ein. Zusammen machten diese humanitären Visaregelungen im Jahr 2022 etwa ein Fünftel der langfristigen Einwanderung aus Nicht-EU-Ländern aus. Die zweite Ursache ist die hohe Nachfrage nach Arbeitskräften, insbesondere im Gesundheits- und Pflegesektor. 2022 machte die Arbeitsmigration 25 Prozent der langfristigen Einwanderung aus Nicht-EU-Ländern aus. Die dritte Ursache schließlich ist die steigende Zahl internationaler Studierender.

Seit dem Brexit hat sich nicht nur der Umfang der Migration verändert, sondern auch ihre Zusammensetzung. In den drei Jahren vor dem Brexit-Votum im Sommer 2016 war die Zuwanderung aus der EU nach Großbritannien größer als die Zuwanderung aus Nicht-EU-Ländern. Seit der Entscheidung, die EU zu verlassen, hat sich dieses Muster umgekehrt: Die Zuwanderung aus Nicht-EU-Ländern hat deutlich zugenommen, während die Nettozuwanderung aus der EU zunächst zurückging, 2020 negativ wurde und 2021/2022 negativ blieb.



Das Ende der Freizügigkeit führte zunächst zu einem Rückgang der Arbeitsmigration in Sektoren, die zuvor auf relativ gering qualifizierte und schlecht bezahlte Arbeitskräfte aus der EU angewiesen waren, wodurch sich der Arbeitskräftemangel verschärfte. Der bei weitem stärkste Anstieg der Arbeitsmigration war im Gesundheits- und Pflegesektor zu verzeichnen, wo liberalere Regelungen und Ausnahmeregelungen gelten, die es Migrantinnen und Migranten ermöglichen, in niedrig bezahlten Berufen in der Sozialfürsorge zu arbeiten.

Im Jahr 2022 war die Nettozuwanderung etwa doppelt so hoch wie vor dem Brexit. Die britische Regierung hat zwar mehr Kontrolle über die Zuwanderung aus EU-Ländern gewonnen, aber der Preis dafür ist hoch. Das Vereinigte Königreich hat den Zugang zu nützlichen EU-Instrumenten verloren, mit denen die steigende Zuwanderung aus Drittstaaten kontrolliert werden kann. Im Februar hat sich Großbritannien daher mit der Europäischen Union auf eine engere Zusammenarbeit bei der Bekämpfung der illegalen Einwanderung geeinigt. Die britischen Grenzbehörden und Frontex, die EU-Agentur für die Grenz- und Küstenwache, können nun gegenseitig auf Informationen zugreifen, um die Grenzen zu sichern und die organisierte Migrationskriminalität zu bekämpfen. Vorgesehen sind auch gemeinsame Fortbildungen, die Entsendung von Personal und die Zusammenarbeit bei der Forschung und Entwicklung neuer Technologien. Das Abkommen enthält jedoch kein bilaterales Rückübernahmeabkommen. Weder die EU noch Großbritannien sind verpflichtet, im Rahmen der zwischen den EU-Mitgliedstaaten vereinbarten Lastenteilung Asylbewerber aufzunehmen.

Das britische Beispiel zeigt, dass der Austritt aus der EU keineswegs die Nettozuwanderung verringert hat, sondern lediglich die Zuwanderung aus EU-Staaten. Für die Bekämpfung der illegalen Migration war der Brexit sogar ein Rückschlag.

Einige Schlussfolgerungen

Aus den bisherigen Überlegungen, die das Themenfeld der Migration keineswegs erschöpfend behandelt haben, lassen sich einige wichtige Schlussfolgerungen ziehen.

Fakten versus Mythen

Beim Thema Migration ist es wichtig, die Fakten zu kennen und die Größenverhältnisse zu verstehen. Illegale Migration macht nur einen kleinen Teil der gesamten Migrationsströme aus, ist aber in den Medien sehr präsent. Migration ist in der Regel auch keine verzweifelte Flucht vor Armut. Tatsächlich nimmt die Auswanderung mit steigendem Wohlstand in den Entwicklungsländern zu. Auswanderung bedeutet für die Herkunftsländer in der Regel keinen spürbaren Verlust an Talenten, sondern ist durch die Rücküberweisungen der Migranten eine wichtige Einnahmequelle. Der niederländische Migrationsforscher Hein de Haas hat in seinem jüngsten Buch 22 populäre

Mythen über Migration untersucht und mit den Fakten konfrontiert. Seine Thesen sind nicht unumstritten, aber sie bilden eine Grundlage, auf der eine faktenbasierte Diskussion über Migration möglich wird.

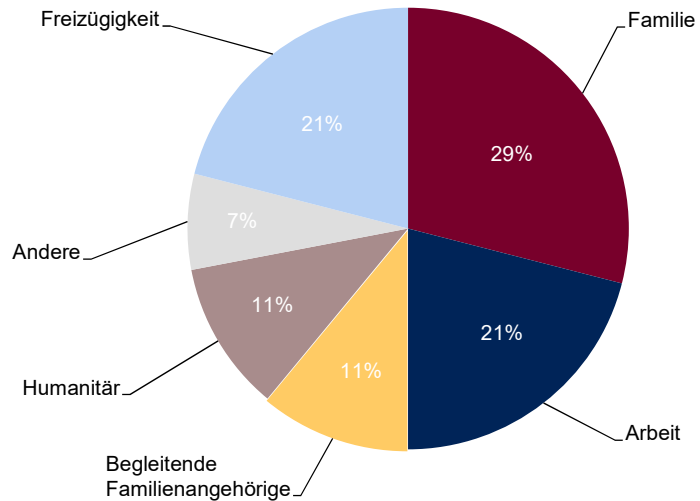
Migration hat meist ökonomische Motive, lässt sich darauf aber nicht reduzieren

Der wohl am häufigsten zitierte Satz im Zusammenhang mit Migration stammt von dem Schweizer Schriftsteller Max Frisch: „Wir riefen Arbeitskräfte, es kamen Menschen“. Migranten bringen nicht nur ihre Arbeitskraft mit, sondern auch ihre Kultur und im Laufe der Zeit oft auch ihre Familien. Allein der Familiennachzug zeigt, dass Migration nicht auf den Arbeitsaspekt reduziert werden kann.

Wer Migranten auf reine Arbeitskräfte reduziert, nährt die falsche Vorstellung, man könne sie je nach Bedarf einstellen und wieder entlassen – wie es der Begriff „Gastarbeiter“ suggeriert. **Migranten entscheiden aber selbst, wo sie leben und arbeiten wollen.** Auch die Auswanderung in andere Länder und die Rückkehr in das Herkunftsland sind Entscheidungen, die Migranten rational und im Rahmen ihrer Möglichkeiten autonom treffen. Hochqualifizierte Migranten haben viele Optionen und werden von vielen umworben. Deutschland steht hier im Wettbewerb mit Ländern, die ein deutlich dynamischeres Wirtschaftswachstum aufweisen und eine wesentlich professionellere Zuwanderungspolitik betreiben.

Aber auch der umgekehrte Weg, die ökonomischen Motive zu vernachlässigen und Migranten vor allem als kulturelle Bereicherung zu sehen, führt in die Sackgasse. Ein dominierendes Migrationsmotiv ist und bleibt die wirtschaftliche Verbesserung. Dies gilt sowohl für die Migranten als auch für die Aufnahmeländer.

Motive der Zuwanderer in OECD-Länder (2022)



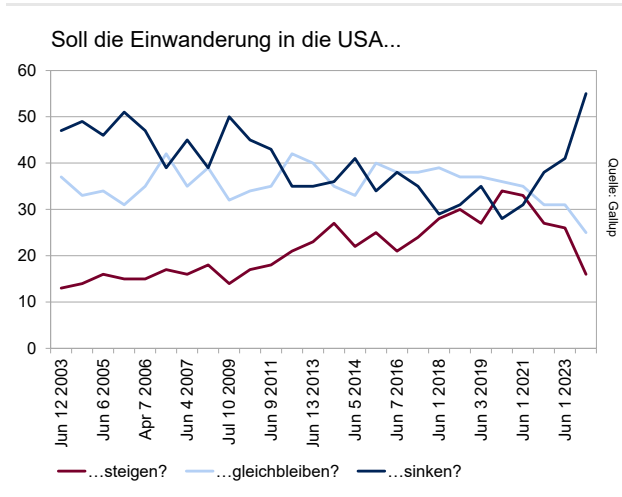
Die Migrationskrise lässt sich nicht allein über Grenzkontrollen lösen

In vielen Zuwanderungsländern ist die Stimmung beim Thema Migration gekippt. Die illegale Einwanderung wird dort von einer großen Mehrheit abgelehnt. Im nationalistischen politischen Spektrum geht die Kritik an der Migration noch wesentlich weiter. Der Ruf nach schärferen Grenzkontrollen ist deutlich zu vernehmen.

Die Einwanderungsländer sind jedoch in der Regel demokratische Gesellschaften, die sich dem Schutz der Menschenrechte verpflichtet fühlen und offene Volkswirtschaften begrüßen. **Auch die Geografie spricht gegen eine Steuerung der Migration durch eine strikte Kontrolle der Landesgrenzen.** Die Landgrenzen der USA haben eine Gesamtlänge von 12.221 Kilometern, die der EU sogar von 13.770 Kilometern. Die Länge der gesamten Seegrenze des Schengen-Raums beträgt stolze 42.673 Kilometer und ist damit länger als der Erdumfang. Diese Dimensionen lassen erahnen, dass Migration nicht durch eine permanente und strenge Kontrolle aller Außengrenzen in den Zielländern begrenzt werden kann. Um Migrationsströme

Die Migrationskrise lässt sich nicht allein über Grenzkontrollen lösen.

beeinflussen zu können, führt daher kein Weg an politischen Lösungen vorbei.



Die Migration lässt sich nicht ohne Kooperation mit den Herkunfts- und Transitländern steuern

Herkunfts- und Transitländer können sehr unterschiedliche Interessen in Bezug auf Migration haben. Für einige Entwicklungsländer sind die Rücküberweisungen der Migranten eine wichtige Einnahmequelle. Andere nutzen Migration als Drohkulisse oder gar zur hybriden Kriegsführung, um die Zielländer zu destabilisieren.

Die Zusammenarbeit mit Drittstaaten in Migrationsfragen gewinnt daher an Bedeutung. Bilaterale Abkommen mit Herkunfts-, Aufnahme- und Transitstaaten werden zunehmend als wichtiges Instrument zur Bewältigung der mit der Zuwanderung verbundenen Herausforderungen angesehen. Mit dem Sonderbeauftragten für Migrationsabkommen hat die Bundesregierung eine Stelle geschaffen, die die politischen Ziele in den Bereichen Rückführung und Anwerbung in einem umfassenden Ansatz zusammenführen soll. Die Ziele dieser Abkommen sind der Interessenausgleich zwischen den jeweiligen Partnerländern und Deutschland, der Ausbau der Anwerbestrukturen und die Erhöhung der Kohärenz der auswärtigen Migrationspolitik.

Die Migrationspolitik leidet unter einem Zielkonflikt

Die Migrationspolitik in den entwickelten westlichen Ländern steht vor der Herausforderung, vier Ziele miteinander in Einklang zu bringen:

1. Migration zuzulassen, um die Probleme abzumildern, die sich aus einer alternden Bevölkerung ergeben.
2. Den Missbrauch von Aufenthaltsrechten zu sanktionieren.
3. Das Asylrecht und die Menschenrechte einzuhalten.
4. Die Grenzen für den Waren- und Dienstleistungsverkehr offen zu lassen.

Zwischen diesen Zielen bestehen zum Teil erhebliche Zielkonflikte. Wir können nicht gleichzeitig die Frühverrentung fördern, das Wirtschaftswachstum maximieren, günstige Dienstleistungen anbieten und dazu noch die Migration drastisch begrenzen.

Auch bei den Akteuren der Migration gibt es unterschiedliche Ziele, die nicht immer miteinander vereinbar sind:

- Die **Zielländer** möchten am liebsten nur jene Migranten aufnehmen, die sich leicht in den Arbeitsmarkt integrieren lassen. Bei der Anwerbung von qualifizierten Migranten stehen sie in Konkurrenz zueinander.
- Für die **Herkunftsländer** ist die Abwanderung eines Teils der eigenen Erwerbsbevölkerung eine unvermeidliche Begleiterscheinung der wirtschaftlichen Entwicklung. Rücküberweisungen von Migranten sind für Schwellenländer oft eine wichtige Einnahmequelle.
- **Migranten** sind eine sehr heterogene Gruppe von Menschen mit unterschiedlichen Motiven, Fähigkeiten und Plänen. Bei der Migrationsentscheidung spielt die Verbesserung der eigenen wirtschaftlichen Situation eine wichtige, aber nicht die allein entscheidende Rolle.

Vor dem Hintergrund dieser komplexen Konstellationen ist es nicht verwunderlich, dass die Migrationspolitik der Zielländer ihren eigenen Ansprüchen oft nicht gerecht werden kann und manchmal sogar kontraproduktiv ist. **Der Schlüssel zu einer erfolgreichen Migrationspolitik liegt in einer dreifachen Kooperation: zwischen den Zielländern selbst, zwischen den Ziel- und Herkunftsländern, aber auch zwischen den Zielländern und den Migranten.**

JAHRESAUSBLICK 2025: VOLKSWIRTSCHAFT, GELDPOLITIK UND DEVISEN

Weltkonjunktur

These 1: Politische Unsicherheiten werden das Wachstum im nächsten Jahr bestimmen.

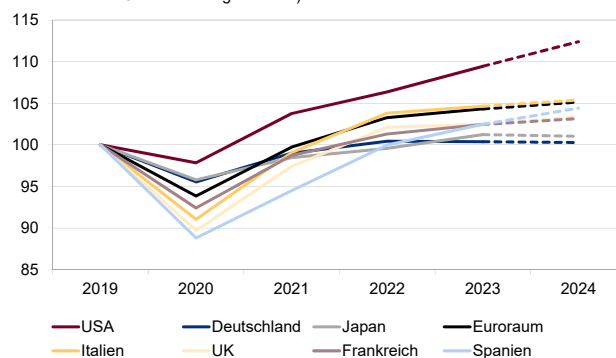
Das Wachstum der Weltwirtschaft im Jahr 2024 hat positiv überrascht. Vor allem das US-Wachstum hat sich nur leicht abgeschwächt und konnte so erneut die Erwartungen übertreffen. Gleichzeitig fiel das Wachstum in China für dortige Verhältnisse erneut moderat aus und verlangsamte sich im Vergleich zum Vorjahr. Im Euroraum hat sich das Wachstum zwar beschleunigt, dürfte aber hinter den Erwartungen zu Jahresbeginn zurückgeblieben sein. Die Wachstumsdynamik innerhalb des Euroraums ist zudem sehr unterschiedlich.

Das Jahr 2024 war ein Superwahljahr, da in vielen Ländern neue Parlamente oder Staatsoberhäupter gewählt wurden. Insbesondere die US-Wahlen, aus denen Donald Trump und die Republikaner als Sieger hervorgingen, werden das Wachstum im kommenden Jahr und darüber hinaus bestimmen. In Europa führten die Wahlen zum Europaparlament und in Großbritannien zu klaren Regierungsmehrheiten, während vor allem die Wahl in Frankreich ein Patt zwischen den großen Blöcken und eine Minderheitsregierung brachte. In Deutschland zerbrach die Ampelkoalition, sodass zu Beginn des Jahres 2025 Neuwahlen anstehen. Auch in Japan trat die Regierung zurück und Neuwahlen wurden ausgerufen. Das Ergebnis ist eine stark geschwächte Regierungspartei, die eine Minderheitsregierung bildet. **Für die Welt ergibt sich damit eine Gemengelage, die geprägt ist von einer Trump-Administration, die vor allem im internationalen Handel auf Konfrontationskurs gehen wird, und der Reaktion der anderen Wirtschaftsräume – insbesondere der EU und Chinas – auf diese Politik.** Verschärft wird diese Situation durch die Schwäche der Regierungen, wie sie in einigen EU-Staaten oder auch in Japan zu beobachten ist.

Hinsichtlich der wirtschaftlichen Dynamik in den einzelnen Regionen überraschte erneut die US-Wirtschaft, deren deutliche Verlangsamung noch auf sich warten lässt. Damit setzt sich der kräftige Aufschwung seit der Coronapandemie mit einem jährlichen Wachstum von mindestens 2,5 Prozent fort. Entscheidend für das kommende Jahr

wird sein, wie die Agenda des neu gewählten Präsidenten Trump aussehen wird. Da die Republikaner sowohl im Repräsentantenhaus als auch im Senat die Mehrheit der Sitze gewonnen haben, dürfte Trump durchregieren können. Für die US-Binnenwirtschaft ist zu erwarten, dass Steuersenkungen und Deregulierung das Wachstum ankurbeln werden, während international die große Frage ist, wie stark die Strafzölle ausfallen werden, die Trump im Wahlkampf vor allem China, aber auch anderen Staaten angedroht hat. **Die US-Wirtschaft dürfte von den Maßnahmen profitieren, während die Zölle – je nach Höhe – das globale Wirtschaftswachstum belasten werden.**

Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts
(2019 = 100, real, in lokaler Währung, saison- und kalenderbereinigt;
Wert für 2024 Schätzung des IWF)



Während sich die USA bisher wirtschaftlich in einer guten Verfassung zeigen, schwächelte die chinesische Wirtschaft nach 2023 auch im Jahr 2024. Das Wiederaufflammen der Immobilienkrise im Jahr 2023 hat Verbraucher und Unternehmen verunsichert, und diese Verunsicherung hält bis heute an. Der neue geopolitische Wind, in dem Reshoring populär ist, und Handelsstreitigkeiten belasten das chinesische Modell zusätzlich. Vor allem die USA fahren gegenüber China einen harten Kurs, der sich unter Donald Trump noch verschärfen dürfte. Aber auch Europa hat eine härtere Gangart eingeschlagen, was sich unter anderem in den angestrebten Zöllen auf chinesische Autoexporte zeigt. Hinzu kommen die nach wie vor ungelösten strukturellen Probleme der chinesischen Wirtschaft. Die Bevölkerung Chinas schrumpft seit 2022 und die Gesellschaft altert aufgrund der niedrigen Geburtenrate sehr schnell. Zudem wurde in der Vergangenheit der Umbau der Wirtschaft vom Verarbeitenden Gewerbe hin zum Konsum

vernachlässigt und auch aktuell zielen viele Maßnahmen der Regierung darauf ab, das Verarbeitende Gewerbe zu stärken. Darüber hinaus konzentrieren sich die Maßnahmenpakete darauf, die Verschuldung der durch die Immobilienkrise in Bedrängnis geratenen Lokalregierungen zu reduzieren. Dies ist durchaus sinnvoll, sorgt aber kurzfristig nicht für Wachstumsimpulse. **Mit den bisherigen Maßnahmen ist daher nicht zu erwarten, dass die chinesische Wirtschaft im Jahr 2025 dynamischer wächst als bisher.**

Auch die Wirtschaft im Euroraum tut sich weiterhin schwer. Dies liegt vor allem an Deutschland, für das auch 2023 wieder eine negative Jahreswachstumsrate erwartet wird. Seit Beginn der Corona-Pandemie ist die deutsche Wirtschaft kumuliert um weniger als 0,5 Prozent gewachsen und bildet damit das Schlusslicht unter den großen Volkswirtschaften. Eine Mischung aus strukturellen Problemen und konjunktureller Schwäche hat zu dieser Situation geführt, aus der in den letzten Jahren kein Ausweg gefunden wurde. Für die deutsche Exportwirtschaft wiegen zudem mögliche Handelskonflikte mit den USA schwerer als für die meisten Nachbarländer. Mit Frankreich ist noch ein neues Sorgenkind hinzugekommen, das zwar bislang robuste Wachstumswahlen aufweist, aber seit den Parlamentswahlen mit politischer Unsicherheit in Form einer Minderheitsregierung zu kämpfen hat. **Hinzu kommt, dass sich die Märkte zunehmend Sorgen über die Schuldenlast in Frankreich machen, sodass Haushaltsdefizite wie in den vergangenen Jahren nicht mehr möglich sein werden.**

Nachdem die japanische Wirtschaft bereits das Jahr 2023 schwach abgeschlossen hatte, entwickelte sie sich im ersten Quartal 2024 erneut sehr schwach. Von dieser Schwäche konnte sich die Wirtschaft im weiteren Jahresverlauf nicht erholen. Nach dem Rücktritt von Premierminister Kishida und Neuwahlen, aus denen die Regierungspartei LDP stark geschwächt hervorging, ist seit November eine Minderheitsregierung im Amt. **Schon vorher herrschte Unsicherheit unter den Verbrauchern, die sich an ein Umfeld mit Inflation und stark steigenden Löhnen gewöhnen müssen.** Eine solche Situation hatte es in den letzten Jahrzehnten nicht gegeben. Da sich die Inflationsraten knapp über der Zielmarke der Bank of Japan von zwei Prozent eingependelt haben, wird die Notenbank ihre Geldpolitik bis 2025 weiter normalisieren, spätestens nach den Marktverwerfungen im August 2024 aber sehr vorsichtig vorgehen.

These 2: Die Weltwirtschaft wird mit einer Rate von 2,8 Prozent wachsen.

Vor allem aufgrund des weiterhin robusten Wachstums in den USA erwarten wir für 2025 ein globales Wirtschaftswachstum von 2,8 Prozent. Durch die Verschiebung der Wachstumsdynamik zwischen den Regionen dürfte sich das globale Wachstum nur leicht abschwächen. Kurzfristig bieten die erwarteten Steuersenkungen und Deregulierungen ein gutes Umfeld für private Investitionen, und auch der Konsum wird positive Impulse erhalten. China wird trotz der großen Schwierigkeiten weiterhin einen wichtigen Wachstumsbeitrag leisten, allerdings mit einer

Wachstumsprognosen im Überblick (in Prozent)

		IWF	OECD	Sachverst. rat	EU Kommission	Goldman Sachs	UBS	Durchschnitt	Marcard, Stein & Co
	2024	2025							
Welt	3,1	3,2	3,2	2,6	3,1	2,7	3,0	3,0	2,8
USA	2,7	1,9	1,6	2,1	2,1	2,5	1,9	2,0	2,0
Japan	-0,2	1,0	1,4	1,1	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1
Euroraum	0,8	1,5	1,3	1,3	1,3	0,8	0,9	1,2	0,9
Deutschland	-0,1	1,3	1,0	0,4	0,7	0,3	0,6	0,7	0,3
Großbritannien	0,9	1,5	1,2	1,5	1,4	1,2	1,5	1,4	1,5
Russland	3,5	1,8	1,1	1,7	1,8	1,2	1,6	1,5	1,7
China	4,8	4,1	4,5	4,6	4,6	4,5	4,0	4,4	4,3
Indien	7,0	6,5	6,8	6,6	6,9	6,3	6,8	6,7	6,8
Brasilien	3,0	2,1	2,6	2,6	2,3	2,0	1,5	2,2	1,9

deutlich geringeren Dynamik als in den USA. Die bisher angekündigten staatlichen Konjunkturprogramme konnten die Wirtschaft noch nicht stabilisieren, sodass die Wachstumsraten weiterhin rückläufig sein dürften.

Günstiger ist das Umfeld im Euroraum, wo die Notenbankzinsen weiter sinken und die Sparquoten der Verbraucher noch hoch sind, aber allmählich sinken werden.

Der Beitrag des Euroraums zum Wachstum der Weltwirtschaft dürfte 2025 etwas höher ausfallen als 2024, wobei die Wachstumsschwäche Deutschlands eine stärkere positive Dynamik verhindert. In Großbritannien, das sich in einer ähnlich schwachen Verfassung wie Deutschland befand, hat sich die Stimmung bereits merklich aufgehellt, und es wird mit einem deutlichen Aufschwung gerechnet. Für Japan wird nach der Wachstumsschwäche 2024 eine deutliche Gegenbewegung erwartet. Die höchste Wachstumsdynamik unter den großen Volkswirtschaften wird wie in den vergangenen Jahren für Indien erwartet. Trotz einer Schwächung Premierminister Modis in den Wahlen gibt es nach wie vor eine starke inländische Nachfrage, die unter anderem vom Bevölkerungswachstum unterstützt wird.

USA

These 3: Die US-Wirtschaft wächst im nächsten Jahr um 2,0 Prozent.

Auch im Jahr 2024 setzte die US-Wirtschaft ihr starkes Wachstum fort und überraschte damit die meisten Marktbeobachter. Trotz hoher Notenbankzinsen kam es nicht zu einer deutlichen, sondern nur zu einer leichten Abschwächung. Lediglich der überhitzte Arbeitsmarkt zeigte Anzeichen einer Entspannung. Die Arbeitslosenquote stieg im Jahresverlauf von 3,7 Prozent auf 4,1 Prozent. Dies und die im Vergleich zu 2023 deutlich gesunkene Zahl der neu geschaffenen Stellen sind aber eher als Normalisierung denn als Vorboten einer Rezession zu interpretieren.

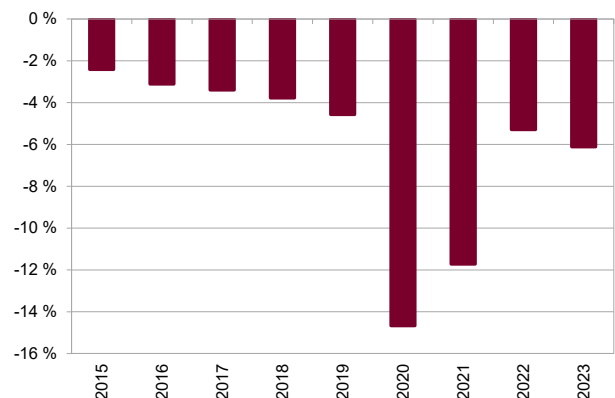
Für 2025 stellt sich vor allem die Frage, wie sich die Präsidentschaft Trumps und ein Kongress in republikanischer Hand auf die Entwicklung auswirken werden. **Trumps Pläne mit den größten Auswirkungen auf die Wirtschaft sind umfassende Steuerensenkungen, seine Handelspolitik und die Beschränkung der Einwanderung sowie seine Abschiebepäne.** Bei den Steuerplänen ist zum einen eine Verlängerung seines Tax Cuts and Jobs Act von 2017 zu erwarten, der die Steuern für Unternehmen und Privatpersonen

gesenkt hat und Ende 2025 ausgelaufen wäre. Ob es darüber hinaus zu den im Wahlkampf angekündigten Steuerensenkungen kommen wird, bleibt abzuwarten. Bereits eine Verlängerung der bisherigen Maßnahmen dürfte Investitionen und Konsum stützen. Neue starke Impulse sind durch diese allein jedoch nicht zu erwarten. Aufgrund der hierdurch entstehenden geringeren Einnahmen ist jedoch damit zu rechnen, dass das Haushaltsdefizit in den nächsten Jahren wieder höher ausfallen wird.

Auch in der Handelspolitik ist noch offen, in welchem Ausmaß es eine Konfrontation geben wird. Donald Trump hatte im Wahlkampf angekündigt, chinesische Produkte mit Zöllen von bis zu 60 Prozent zu belegen. Zuletzt hat er diese Zölle auf chinesische Produkte bestätigt. Auf Importe aus Mexiko und Kanada wurden Zölle in Höhe von 25 Prozent angedroht, die als Gegenmaßnahme gegen die Durchlässigkeit für illegale Migranten und den Fentanyl-Schmuggel gerechtfertigt wurden. **Häufig werden die Zahlen als Ausgangspunkt für Verhandlungen interpretiert. Es wird mit hohen Zöllen gedroht, um in der Folge einen besseren Deal zu erzielen.** Inwieweit sich die betroffenen Staaten auf einen Deal einlassen, bleibt abzuwarten.

Sollten sich die Szenarien mit den höchsten Zöllen bewahrheiten, wird es in den USA zu einem deutlichen Inflationsdruck und auch zu einem negativen Effekt auf das BIP kommen. In den moderateren Szenarien fallen diese Effekte geringer aus. Ein realistisches Szenario wäre, dass die Zölle aufgrund der üblichen Prozeduren, wie zum Beispiel Einspruchsfristen, ab Herbst 2025 gelten und somit das Wachstum im Jahr 2025 weniger stark beeinflussen.

Haushaltsdefizite der US-Regierung
(in Prozent des BIP)



Ähnliches gilt für die Zuwanderung: Wenn sie tatsächlich so rigoros begrenzt wird und Menschen im angekündigten Umfang abgeschoben werden, wird es zu einer deutlichen Verknappung des Arbeitskräfteangebots kommen. Diese wird einige Branchen akut treffen. **Noch größere Auswirkungen wären jedoch mittel- bis langfristig zu erwarten und würden sich wiederum inflations- und wachstumsdämpfend auswirken.**

Vor allem aufgrund der möglichen inflationären Effekte der Handelsstreitigkeiten und eines angespannteren Arbeitsmarktes ist davon auszugehen, dass die Fed ihre Zinsen weniger stark senken wird, als in den letzten Monaten erwartet. **Dies bedeutet, dass es im Vergleich zu 2024 zwar noch einmal zu einer zusätzlichen Unterstützung der Wirtschaft durch Zinssenkungen kommen wird, diese aber geringer ausfallen wird als erwartet.**

Die Mischung aus unterstützenden Effekten der Steuer-senkungen und dem Gegenwind durch Handelskonflikte, einem engeren Arbeitsmarkt und weniger Unterstützung durch Zinssenkungen bedeutet, dass die US-Wirtschaft weiterhin robust wachsen wird.

China

These 4: Chinas Wachstumstempo schwächt sich erneut ab und wird auf 4,3 Prozent fallen.

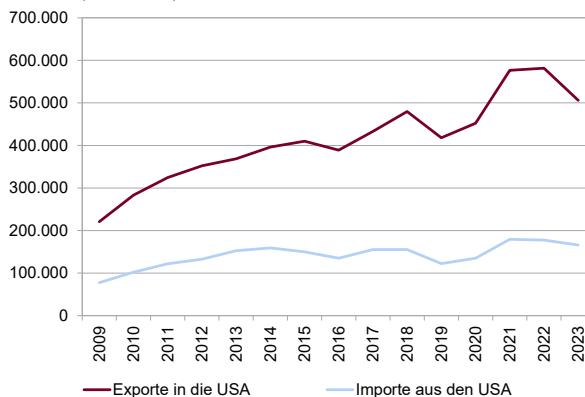
Trotz der angekündigten Konjunkturprogramme und einiger Zinssenkungen durch die People's Bank of China (PBoC) hat sich die Lage der chinesischen Wirtschaft nicht wesentlich verbessert. **Das Wachstum wird 2024 zwar über vier Prozent liegen, aber die Dynamik zeigt deutlich nach unten.** Die wirtschaftliche Lethargie lässt sich am besten an der Inflationsrate ablesen, die in diesem Jahr zwischen -0,8 und 0,7 Prozent schwankte und damit weit vom Inflationsziel der PBoC von drei Prozent entfernt ist. Nach den strengen Corona-Lockdowns, die die chinesische Wirtschaft gedämpft haben, und seit dem Wiederaufflammen der Immobilienkrise im Jahr 2023 ist es der Regierung nicht gelungen, die Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern zu verbessern. Ein weltweit schwaches Umfeld für das Verarbeitende Gewerbe hat das Wachstum zusätzlich belastet.

Gleichzeitig leidet die chinesische Wirtschaft unter den Handelsstreitigkeiten mit den USA, die während der ersten Präsidentschaft von Donald Trump begannen und unter

seinem Nachfolger Joe Biden fortgesetzt wurden. **Die Entwicklung bis 2025 wird stark davon abhängen, wie Donald Trump in seiner zweiten Amtszeit agiert und welche seiner Drohungen gegenüber China er in die Tat umsetzen wird.**

Trump hat im Präsidentschaftswahlkampf immer wieder von der Einführung von Zöllen in Höhe von 60 Prozent auf chinesische Waren gesprochen. Unklar ist jedoch, ob er tatsächlich alle Waren mit Zöllen belegen will oder ob er sich damit begnügt, nur einen Teil der chinesischen Exporte mit Zöllen zu belegen. Denkbar ist auch, dass ein Teil der Waren mit dem vollen Zollsatz und ein anderer Teil mit einem moderateren Zollsatz belegt wird. Auch der Zeitpunkt der Einführung der Zölle spielt eine Rolle für das Wachstum im Jahr 2025. Wenn die Zölle ab Herbst eingeführt werden, was die wahrscheinlichere Variante ist, werden die Auswirkungen geringer sein, als wenn sie früher eingeführt würden. **In jedem Fall dürften sich die drohenden Zölle negativ auf das chinesische Wachstum auswirken. Sie verunsichern Unternehmen und Konsumenten und dämpfen damit Investitionen und privaten Konsum.**

Chinas Handel mit den USA
(in Mio. USD)



Ein wichtiger Gegenpol zu den Handelsbeschränkungen der USA wird die Reaktion der chinesischen Regierung sein. Die von der Regierung angekündigten Konjunkturmaßnahmen haben bisher nicht zu einer Trendwende in der Stimmung der Wirtschaft geführt. Es wird vermutet, dass die chinesische Regierung noch zurückhaltend agiert, um die Maßnahmen der US-Regierung abzuwarten und dann entschiedener reagieren und einzelne Wirtschaftszweige gezielter unterstützen zu können. **Wie sie in diesem unsicheren Umfeld mehr als eine Stabilisierung der Lage erreichen will und**

woher die neuen Wachstumsperspektiven kommen sollen, ist derzeit allerdings schwer abzuschätzen.

Eine wichtige Stütze des Wachstums der letzten Jahre, der Immobilienmarkt, wurde durch Maßnahmen der Regierung und der Zentralbank zwar stabilisiert. Eine Trendwende auf diesem Markt ist jedoch kaum zu erkennen und auch nicht zu erwarten. Da das Hauptaugenmerk der Regierung auf der Stabilisierung lag, aber wenig für die Erschließung neuer Wachstumsmöglichkeiten getan wurde, fehlen dynamische Impulse. **Die Regierung versäumt es nach wie vor, die strukturellen Probleme anzugehen und die Wirtschaft umzustrukturieren, was einen Ausweg aus der gegenwärtigen Situation darstellen würde.** Eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im kommenden Jahr ist daher sehr wahrscheinlich. Je nach Entwicklung des Handelskonflikts mit den USA kann es zu zusätzlichen Belastungen kommen. Kurzfristig positive Impulse durch neue Maßnahmen der Regierung sind möglich.

Europa

These 5: Das Wirtschaftswachstum im Euroraum wird 0,9 Prozent betragen.

Die Dynamik des Wirtschaftswachstums in den Ländern der Eurozone war im Jahr 2024 sehr heterogen. Während sie in Deutschland erneut sehr schwach ausfiel und Länder wie Italien und Frankreich ein durchaus robustes Wachstum verzeichneten, wächst Spanien aktuell sogar schneller als die USA. **Damit zeigt sich, dass es im Euroraum abseits von Deutschland durchaus ein dynamisches Wirtschaftswachstum gibt.** Eine ähnliche Situation ist auch für das Jahr 2025 zu erwarten.

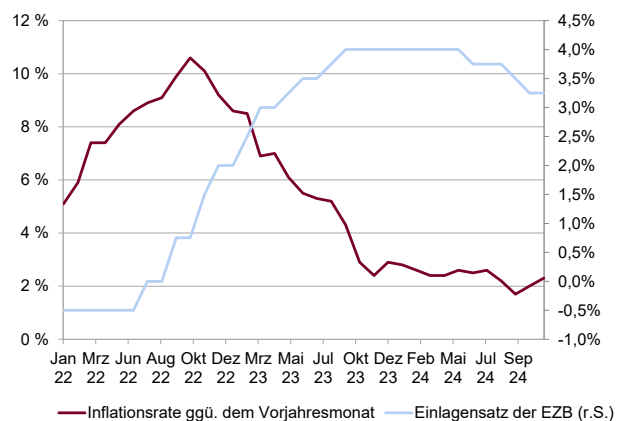
Obwohl die **französische Wirtschaft** einen guten Start in das Jahr 2024 erwischt hat und im Juli mit den Olympischen Spielen einen weiteren Schub bekam, endete das Jahr mit großer Unsicherheit. Nach den Wahlen im Juni, bei denen das Bündnis von Emmanuel Macron seine Mehrheit in der Nationalversammlung verlor und ein Patt zwischen den drei größten Blöcken entstand, wurde eine Minderheitsregierung gebildet. Seitdem besteht die ständige Gefahr, dass die Regierung durch ein Misstrauensvotum zu Fall gebracht wird, beispielsweise aufgrund von Streitigkeiten über den Haushalt. Inwieweit dies die Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern belastet, wird sich zeigen, sobald die positiven Effekte der Olympischen

Spiele verpufft sind. Da der Markt die Tragfähigkeit der französischen Staatsverschuldung zunehmend in Frage stellt, sind Spielräume für außerordentliche schuldenfinanzierte Staatsausgaben in den kommenden Jahren unwahrscheinlich.

Das starke Wachstum **Spaniens** wurde von einem boomenden Dienstleistungssektor, insbesondere dem Tourismus, und Investitionen aus dem EU-Wiederaufbaufonds getragen. Unterstützt durch die Zinssenkungen der EZB hat sich trotz der fragilen politischen Lage ein attraktives Investitionsumfeld entwickelt. Nach wie vor gibt es eine Minderheitsregierung unter Ministerpräsident Sanchez, die von einigen Regionalparteien toleriert wird. Größere Strukturreformen sind daher nicht zu erwarten, was aber bei der derzeitigen Dynamik zu verschmerzen ist.

Auch **Italien** profitiert von starken Tourismuszahlen. Im Gegensatz zu Spanien wurden in Italien jedoch die Mittel aus dem EU-Wiederaufbaufonds vorgezogen, sodass die größten Effekte bereits in den Vorjahren zu verzeichnen waren. Ein dämpfender Effekt auf das italienische Wachstum ist der Rückgang der Staatsausgaben zur Reduzierung des Haushaltsdefizits. Aus diesem Grund ist mit einem robusten Wachstum zu rechnen, aber nicht mit höheren Wachstumsraten.

Inflation und Zinsniveau im Euroraum



Die EZB wird auch 2025 die Konjunktur durch weitere Zinssenkungen unterstützen. **Je nach Ausmaß einer Eskalation im Handelskonflikt mit den USA könnte die EZB auch hier die Konjunktur durch Zinssenkungen unterstützen.** Ein wachsames Auge wird die EZB hingegen auf die Lohnentwicklung im Euroraum haben. Der historisch starke

Arbeitsmarkt birgt die Gefahr eines stärkeren Lohnwachstums. Bislang hat sich die EZB in dieser Hinsicht gelassen gezeigt, da die Zuwächse als Nachholeffekte interpretiert wurden. Sollte sich der Arbeitsmarkt in Deutschland tatsächlich abschwächen, dürfte dies zusätzlichen Druck vom Arbeitsmarkt nehmen.

Außerhalb des Euroraums hat sich die Lage im **Vereinigten Königreich** nach einem sehr schwachen Wirtschaftswachstum im Jahr 2023 deutlich aufgehellt. Bereits in der ersten Jahreshälfte 2024 war das Wachstum dynamisch, was jedoch nicht verhindern konnte, dass die regierende konservative Partei bei den Parlamentswahlen im Juli abgestraft wurde und Labour eine absolute Mehrheit erringen konnte. Die anfängliche Euphorie über die neue Regierung ist zwar mittlerweile verfliegen, insbesondere nachdem sie Steuererhöhungen angekündigt hat. Dennoch dürfte sich das Wachstum im kommenden Jahr dank kräftiger Lohnzuwächse und weiter langsam sinkender Inflationsraten wieder beschleunigen. Wir erwarten hier einen BIP-Zuwachs von 1,5 Prozent.

These 6: Das Wirtschaftswachstum wird sich in Deutschland leicht auf 0,3 Prozent verbessern.

Das Jahr 2024 war für die deutsche Wirtschaft ein weiteres verlorenes Jahr. Zu Beginn des Jahres war die Stimmung noch gut und man ging davon aus, dass es in diesem Jahr zu einer Trendwende bei Unternehmen und Konsumenten kommen würde. Die Zinssenkungen der EZB sollten die Investitionen begünstigen und die deutlich gestiegenen verfügbaren Einkommen den Konsum stützen. **Entgegen den Erwartungen hat sich die Stimmung jedoch nicht nachhaltig verbessert und das Wachstum bleibt schwach.**

Die gute Nachricht ist, dass die Grundlagen für eine Trendwende dennoch geschaffen wurden. Die EZB hat die Leitzinsen deutlich gesenkt, die Reallöhne und damit die verfügbaren Einkommen der Konsumenten sind gestiegen. Was fehlt, ist der Stimmungsumschwung, damit die Unternehmen mehr investieren und die Konsumenten ausgabefreudiger werden. **Eine Chance bietet die Neuwahl des Bundestages im Februar 2025.** Der Eindruck der Handlungsunfähigkeit, den die Ampel-Koalition zuletzt bei vielen Menschen hinterlassen hatte, trug zur Verunsicherung bei. Insofern kann eine neue Regierung, die aller Voraussicht nach aus der CDU und mindestens einem

Juniorpartner bestehen wird, neues Vertrauen schaffen und sich allein durch die Verbesserung der Stimmung positiv auf die realwirtschaftliche Entwicklung auswirken.

Wie schnell dies möglich sein wird, bleibt abzuwarten. **Bis eine neue Koalition steht, können einige Monate vergehen.** Zugleich würde dies nur die konjunkturelle Seite der deutschen Wachstumsschwäche betreffen. Die strukturellen Probleme des Landes anzugehen, dürfte länger dauern. So würde im Laufe des nächsten Jahres nur ein Teil der Ursachen der deutschen Wachstumsschwäche beseitigt, während sich die nächste Regierung auf einige grundlegendere Lösungen verständigen muss.

Gegenwind für den Aufschwung könnte vom Arbeitsmarkt kommen. Zwar sank die Arbeitslosenquote im Jahresverlauf von 6,1 auf 5,9 Prozent. Die Zahl der offenen Stellen ging im gleichen Zeitraum jedoch deutlich zurück. Die konjunkturelle Schwäche hat hier also bereits Spuren hinterlassen. Sollte das Wachstum wieder anziehen, dürfte der Arbeitsmarkt nicht zusätzlich belastet werden. **Sollte die Erholung jedoch länger auf sich warten lassen, könnte ein sich abkühlender Arbeitsmarkt allerdings auf die Stimmung drücken.**

Für Unsicherheit sorgt in jedem Fall die Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten. Da er immer wieder Zölle für den Handel mit Ländern mit Handelsüberschüssen gegenüber den USA in Aussicht gestellt und auch Deutschland explizit als Ziel seiner Zollpolitik genannt hat, stellt sich die große Frage, inwieweit Deutschland von Strafzöllen betroffen sein wird. Im Wahlkampf hat er häufig die europäische Autoindustrie ins Visier genommen, was vor allem der deutschen Industrie schaden würde. **Für die deutsche Politik wird es darauf ankommen, Trump einen aus ihrer Sicht guten Deal vorzuschlagen, um den Verzicht auf Zölle als Sieg verkaufen zu können.** Als Verhandlungsmasse könnten Rüstungskäufe in den USA dienen, die aufgrund der Zeitenwende ohnehin anstehen dürften, oder LNG-Importe, die ohnehin benötigt werden. Bei einer schnellen Einigung könnten die negativen Auswirkungen geringer ausfallen. Bei einer Eskalation wäre entsprechend mit einem schwächeren Wachstum zu rechnen.

Japan

These 7: Japans Wirtschaftswachstum wird dynamischer und steigt auf 1,1 Prozent.

Ende 2023 waren die Aussichten für die japanische Wirtschaft sehr gut. Die Inflation war endlich auf über zwei Prozent gestiegen und das Wirtschaftswachstum zeigte sich zunächst sehr dynamisch. **Doch ein schwaches Jahresende 2023 und ein schwacher Jahresbeginn 2024 ließen die Euphorie verfliegen.**

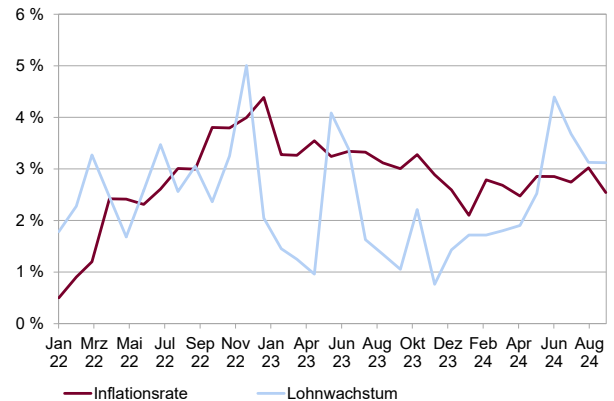
Zu der nachlassenden wirtschaftlichen Dynamik kamen im weiteren Jahresverlauf politische Unsicherheiten hinzu. Aufgrund schlechter Umfragewerte und der bevorstehenden Wahlen im Jahr 2025 kündigte Premierminister Kishida an, im September 2024 nicht mehr für den Vorsitz seiner Partei zu kandidieren. Dies kam einem Rücktritt gleich und führte dazu, dass Shigeru Ishiba sein Nachfolger als Parteivorsitzender und schließlich als Premierminister wurde. Dieser setzte schließlich Neuwahlen an, bei denen seine regierende Liberal Democratic Party (LDP) und ihr Koalitionspartner ihre absolute Mehrheit verloren. **In der Folge wurde eine Minderheitsregierung unter Führung der LDP gebildet.** Wie handlungsfähig diese sein wird, wird sich 2025 zeigen.

Der politische Einfluss auf das Wirtschaftswachstum war in jüngster Zeit ohnehin begrenzt. **Es wurden bereits Investitionsanreize geschaffen, um Industrien in Japan anzusiedeln, die eine Diversifizierung gegenüber ihren chinesischen Standorten anstreben.** Hier wurde vor allem versucht, die Chipindustrie nach Japan zu bringen. Im Konsumbereich wurden die Stützungsmaßnahmen nach den Enttäuschungen der letzten Jahre zuletzt zurückgefahren. Aufgrund der hohen Staatsverschuldung wurden Steuersenkungen von den Verbrauchern häufig als zukünftige Steuererhöhungen interpretiert, da sie irgendwann gegenfinanziert werden müssen. Dennoch gibt es immer wieder Vorschläge, die Einkommensteuer zu senken, um den Konsum zu stützen. Sie würden daher zwar einen Wachstumsimpuls auslösen, aber wahrscheinlich nur in geringem Umfang.

Da Japan gegenüber den USA einen deutlichen Handelsüberschuss aufweist, besteht auch hier die Gefahr von Strafzöllen. Gleichzeitig könnte es zu dem von Trump häufiger geäußerten Vorwurf kommen, das Land halte seine Währung künstlich schwach, um seine Exporte zu stärken. **Aus diesen beiden Gründen könnte auch Japan**

schnell wieder zur Zielscheibe von Trumps Zöllen werden, nachdem es in den letzten Monaten vergleichsweise wenige verbale Angriffe gab.

Inflationsrate und Lohnwachstum in Japan
(Veränderung im Vergleich zum Vorjahresmonat)



Nach den Marktverwerfungen im August, als die überraschend starke Zinserhöhung der Bank of Japan (BoJ) die Märkte in Aufruhr versetzte, ist die Geldpolitik wieder deutlich vorsichtiger geworden. Dies dürfte auch 2025 so bleiben. Die Inflation hat sich 2024 zwischen 2,2 und drei Prozent eingependelt und in den letzten Monaten wieder in Richtung der Zielmarke von zwei Prozent bewegt, sodass kein unmittelbarer Handlungsbedarf für die Notenbank besteht, zumal sich der Yen in den letzten Wochen wieder robuster gezeigt hat. **Aufgrund dieser für die BoJ komfortablen Situation erwarten die Märkte derzeit ein Leitzinsniveau von rund 0,75 Prozent, was zwei Zinserhöhungen vom aktuellen Niveau aus bedeuten würde.** Für die konjunkturelle Entwicklung wird daher kein stärkerer Gegenwind erwartet.

Entscheidend für das Wirtschaftswachstum im nächsten Jahr wird aber sein, wie sich die Wachstumsraten bei Inflation und Löhnen einpendeln. Betrachtet man das branchenübergreifende jährliche Lohnwachstum, so lag es seit 2022 häufiger unter der Inflationsrate als umgekehrt, was einem Kaufkraftverlust entspricht. Zuletzt kam es zu Aufhol-effekten, bei denen das Lohnwachstum die Inflation teils deutlich übertreffen konnte. Dies ist auch zukünftig nötig, um die Kaufkraft der Konsumenten erneut zu stärken und deren Stimmung nachhaltig zu heben. **Im Augenblick ist davon auszugehen, dass die Konsumenten mit deutlichen Kaufkraftgewinnen in das Jahr 2025 gehen und es somit eine deutlichere Gegenbewegung zu dem schwachen Wachstum in 2024 geben wird.**

Devisen

Dollar und Pfund dürften vorerst stark bleiben

These 1: Der US-Dollar zeigt sich am Jahresende 2025 wenig verändert und liegt bei 1,05. Vorübergehend sehen wir Schwankungen zwischen Parität und 1,10.

Das Jahr 2024 war von einer wellenförmigen Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro geprägt. Ausgehend von einem Wechselkurs von 1,10 wertete der Dollar in der ersten Jahreshälfte aufgrund starker Konjunkturdaten und nachlassender Zinssenkungserwartungen bis zur Marke von 1,06 auf. Im Vorfeld der US-Präsidentenwahlen folgte die von uns prognostizierte Abwertung des US-Dollar. Der Wechselkurs stieg bis auf 1,12. Seit sich im Herbst 2024 die Wiederwahl Donald Trumps abzeichnete, befindet sich der US-Dollar wieder im Aufwind.

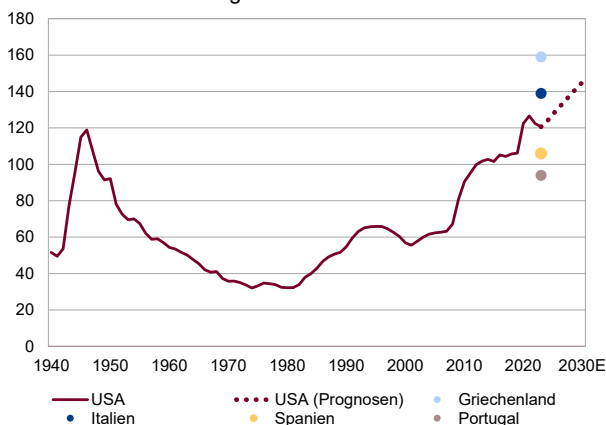
Der US-Dollar profitiert vor allem von zwei Faktoren. **Die US-Wirtschaft zeigt sich deutlich robuster als die europäische und steuert auf eine weiche Landung zu.** Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA ist im Durchschnitt von 65 Prozent vor rund einem Jahr auf nur noch 25 Prozent gesunken. Die Fed scheint derzeit den richtigen Mittelweg zwischen Inflationsbekämpfung und Rezessionsvermeidung gefunden zu haben.

Das vom designierten US-Präsidenten angekündigte Maßnahmenpaket in der Handels-, Arbeitsmarkt- und Steuerpolitik ist umfangreich. Die geplanten Zölle auf alle Importgüter, insbesondere auf chinesische Waren, dürften die Nachfrage nach US-Gütern erhöhen. Die Abschiebung einer großen Zahl von Immigranten, die auf dem US-Arbeitsmarkt beschäftigt sind, dürfte den Lohndruck wieder erhöhen. Und die geplanten Steuererleichterungen dürften die ohnehin starke inländische Konsumnachfrage zusätzlich stimulieren. Die Kombination aus einer bereits robusten Konjunktur und den zu erwartenden zukünftigen Impulsen könnte die **Inflation in den USA** wieder anheizen und die US-Notenbank dazu veranlassen, die Zinsen noch langsamer zu senken als ohnehin erwartet.

Auf der anderen Seite gibt es zwei Faktoren, die den US-Dollar zumindest mittel- bis langfristig belasten dürften. Die Staatsverschuldung der USA nimmt immer problematischere Ausmaße an. Sieht man von den großen Krisen der letzten 25 Jahre wie dem Lehman-Kollaps

oder der Covid-Pandemie ab, hat das öffentliche Defizit den höchsten Stand in diesem Zeitraum erreicht. Damit liegt die Staatsverschuldung heute höher als zur Zeit des Zweiten Weltkriegs und könnte Prognosen zufolge im Jahr 2030 das Niveau von Ländern wie Griechenland und Italien übertreffen. Bei einer derart hohen Verschuldung könnte das Vertrauen in die US-Währung zunehmend schwinden.

Staatsverschuldung in Prozent des BIP



Das wichtigste Argument gegen eine weitere Dollarstärke ist jedoch die **fundamentale Bewertung** des US-Dollar. Gemessen an der Kaufkraftparität ist der Greenback nicht nur gegenüber dem Euro deutlich überbewertet. Allerdings können fundamentale Fehlbewertungen lange anhalten, sodass das kurzfristige Momentum eher für eine anhaltende Dollarstärke spricht.

These 2: Kurzfristig erwarten wir eine weitere Aufwertung des Britischen Pfund. Ende 2025 dürfte der Wechselkurs jedoch kaum verändert bei 0,83 liegen.

Ähnlich wie der US-Dollar hat auch das Britische Pfund im Jahr 2024 positiv überrascht und aufgewertet. Auch hier spielte die im Vergleich zur Eurozone stärkere Konjunktur Großbritanniens eine entscheidende Rolle. Die beobachtete Wachstumsdifferenz dürfte sich auch 2025 fortsetzen und das Pfund Sterling kurzfristig weiter stützen.

Neben der stärkeren Konjunktur spricht auch die derzeit noch höhere Kerninflation in Großbritannien für eine Fortsetzung der Pfund-Stärke. Auch, wenn die Bank of England jüngst ebenfalls den Zinssenkungspfad eingeschlagen

hat, dürfte das Zinsniveau in jedem Fall höher bleiben als im Euroraum und auch vergleichsweise langsamer sinken.

Mittelfristig gibt es aber auch Belastungsfaktoren für das Britische Pfund. So dürfte das relativ hohe Haushaltsdefizit das Pfund Sterling eher belasten, zumal der Abbau des Defizits nach der Vorlage des jüngsten Regierungshaushalts Ende Oktober langsamer als bisher geplant verlaufen dürfte.

Ergänzend zum Haushaltsdefizit spricht auch die fundamentale Bewertung weiterhin für eine perspektivische Abwertung des Britischen Pfund. Analog zum US-Dollar ist der Euro auch gegenüber dem Pfund kaufkraftbereinigt deutlich unterbewertet.

Die Argumente gegen den Franken nehmen zu

These 3: Der Schweizer Franken wertet gegenüber dem Euro ab und notiert Ende 2025 bei 1,00.

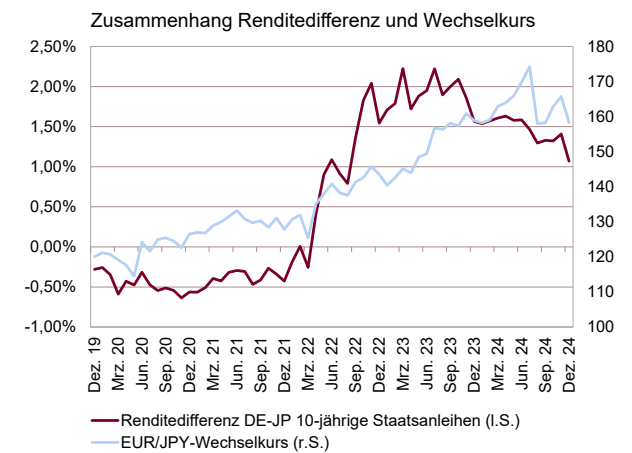
Bis Mitte 2024 war die von uns erwartete Abwertung des Schweizer Franken in Richtung Parität zu beobachten. Die Turbulenzen an den globalen Finanzmärkten im Spätsommer führten jedoch zu einer deutlichen Aufwertung des Franken in seiner Funktion als sicherer Hafen innerhalb Europas. Unterstützt wurde diese Entwicklung durch die einhellige Marktmeinung, dass die Schweizer Notenbank im Gegensatz zu EZB und Fed mit ihren Zinssenkungen bereits am Ende sei. Allerdings ist die **Inflation in der Schweiz** inzwischen so niedrig, dass das Deflationsgespenst umgeht und weitere Zinssenkungen notwendig machen könnte. Zudem hat die Frankenstärke wieder ein Niveau erreicht, das den global tätigen Schweizer Unternehmen schadet und weitere Devisenmarktinterventionen der Schweizer Notenbank wieder wahrscheinlicher macht.

Die Aufwertung des Yen hat endlich begonnen

These 4: Der japanische Yen wertet gegenüber dem Euro weiter auf und schließt 2025 bei 150.

Mit einiger Verzögerung hat die von uns prognostizierte Aufwertung des Yen gegenüber dem Euro in der zweiten Jahreshälfte 2024 Fahrt aufgenommen. Zuvor hatten die schwache japanische Konjunktur sowie die sehr zögerliche Haltung der Bank of Japan den Yen weiter geschwächt.

Unabhängig davon, ob die Bank of Japan im neuen Jahr den Zinserhöhungskurs forciert oder nicht, dürfte sich die Zinsdifferenz aufgrund der zu erwartenden Zinssenkungen der EZB weiter verringern und den Japanischen Yen relativ attraktiver machen. Auch die fundamentale Überbewertung des Euro gegenüber dem Yen sollte den aktuellen Trend unterstützen.



Devisen Maßnahmen

Maßnahme 1: Neutrale Gewichtung beim US-Dollar und Britischen Pfund

Kurzfristig spricht das Momentum bei beiden Währungen für eine Fortsetzung der aktuellen Stärke, mittel- bis langfristig gibt es für beide Währungen größere Herausforderungen zu bewältigen.

Maßnahme 2: Untergewichtung im Schweizer Franken beibehalten

Eine Fortsetzung der Franken-Stärke erscheint zunehmend unwahrscheinlich.

Maßnahme 3: Übergewichtung im Japanischen Yen beibehalten

Die im zweiten Halbjahr 2024 begonnene Aufwertung des Yen sollte sich weiter fortsetzen.

Strategiebeitrag Devisen in 2025

Die Risikodiversifikation steht im neuen Jahr im Vordergrund. Gerade auf kurze Sicht bieten sich aber auch weiterhin Renditechancen am Devisenmarkt.

JAHRESAUSBLICK 2025: RENTEN, AKTIEN, ROHSTOFFE UND HEDGEFONDS

Renten: Weitere Leitzinssenkungen

These 1: Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen wird zum Jahresende 2025 2,25 Prozent betragen.

Nachdem die EZB in den vergangenen Jahren meist der Nachzügler der Fed war, konnte sie 2024 den ersten Zinsschritt machen. Während die Fed noch zögerte, senkte sie bereits Anfang Juni die Leitzinsen. Zu diesem Zeitpunkt war die Inflationsrate auf 2,6 Prozent gesunken und es zeichnete sich ab, dass Deutschland auch in diesem Jahr keine konjunkturelle Wende erleben würde. Diese Kombination aus Inflationsraten, die sich dem Zwei-Prozent-Ziel der Fed annäherten, und einer schwächeren Konjunktur gab der EZB die Zuversicht für eine erste Lockerung. Zwei weitere Zinssenkungen folgten bis November.

Auch für das Jahr 2025 ist davon auszugehen, dass der Zinssenkungszyklus der EZB noch nicht beendet ist. Nachdem die Inflationsrate zwischenzeitlich unter zwei Prozent gefallen war, lag sie zuletzt bei 2,3 Prozent. Die EZB zeigt sich aber zuversichtlich, dass die Inflationsrate im Jahr 2025 in Richtung zwei Prozent tendieren wird, auch wenn die Kerninflation zuletzt einige Monate bei 2,7 Prozent verharrte. Gleichzeitig bietet die verhaltene Wirtschaftslage im Euroraum Spielraum für weitere Zinssenkungen. **Es bleibt abzuwarten, ob die EZB im Falle einer Eskalation des Handelskonflikts zwischen der Trump-Administration und der EU die Konjunktur zusätzlich stützen wird.** Die Unsicherheit über diesen Konflikt wird die Nachfrage nach sicheren Staatsanleihen hochhalten, sodass Bundesanleihen beliebt bleiben. Für Ende 2025 erwarten wir eine Rendite von 2,25 Prozent für zehnjährige Bundesanleihen.

In Sachen Staatsverschuldung gibt es ohnehin ein neues Sorgenkind. Die Verschuldungsdynamik Frankreichs stand bereits in den letzten Jahren besonders im Fokus. Nach den Neuwahlen im Juli 2024, die zu einem Patt zwischen den Parteien und einer Minderheitsregierung geführt haben, stellt sich umso dringender die Frage, inwieweit Frankreich in der Lage ist, einen überparteilichen Plan zum Umgang mit der Staatsverschuldung zu entwickeln. Die letzte Regierung des Parteienbündnisses von Präsident Macron unter Michel Barnier versuchte, vor allem mit den Stimmen des Rassemblement National zu regieren. **Nachdem sie in**

einem Misstrauensvotum scheiterte, muss Macron eine neue Regierung finden, die in der Lage ist, sich Mehrheiten parteiübergreifend zu suchen. Neuwahlen sind bis Sommer 2025 ausgeschlossen. Die Schuldenproblematik vor dem Hintergrund einer schwachen Regierung dürfte die Märkte jedoch das Jahr über beschäftigen.

These 2: Zum Jahresende 2025 wird die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen 4,75 Prozent betragen.

Die Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten hat die Rentenmärkte bereits im Vorfeld beschäftigt. Nachdem die Renditen zehnjähriger Anleihen im September mit rund 3,6 Prozent ihren Jahrestiefststand erreicht hatten, stiegen sie in der Folge deutlich an, da der Markt eine Präsidentschaft Trumps zunehmend einpreiste. Vor allem zwei Effekte lassen höhere Renditen für längerlaufende Anleihen unter Trump erwarten. Zum einen ist mit höheren Haushaltsdefiziten zu rechnen, wodurch mehr Anleihen vom Markt aufgenommen werden und sich der Markt zunehmend fragt, wie nachhaltig diese Haushaltspolitik ist. Zum anderen hat Trump inflationstreibende Maßnahmen wie seine Zoll- und Einwanderungspolitik angekündigt. Es ist möglich, dass die Fed auf diesen Inflationsdruck reagieren muss und die Leitzinssenkungen stoppen wird. **Für 2025 rechnen wir mit einem moderat höheren Zinsniveau und einem Anstieg der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen auf 4,75 Prozent.**

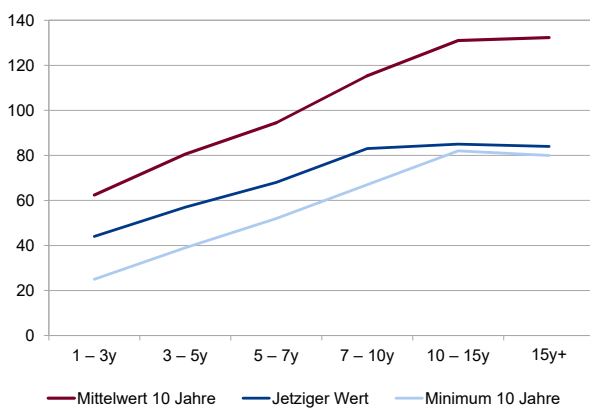
These 3: Die Spreads bei Unternehmensanleihen bleiben auch im Jahr 2025 eng.

Die Märkte für Unternehmensanleihen waren von einer weiteren Spread-Einengung geprägt. Dies gilt sowohl für Investment-Grade- als auch für High-Yield-Anleihen und zwar sowohl in den USA als auch in Europa. Trotz dieser ähnlichen Entwicklung gibt es auch deutliche Unterschiede. Bei den in US-Dollar denominierten Investment-Grade-Anleihen fällt auf, dass insbesondere die Spreads in den längeren Laufzeiten auf einem sehr niedrigen Niveau liegen. **Im Bereich der 10- bis 15-jährigen und 15+-jährigen Anleihen liegen sie in der Nähe der niedrigsten Niveaus, die in den letzten zehn Jahren beobachtet**

werden konnten. Die kürzeren Laufzeiten liegen deutlich näher an den entsprechenden 10-Jahres-Durchschnitten.

Bei Euro-Anleihen ist diese Besonderheit nicht erkennbar. Aufgrund der schwächeren konjunkturellen Entwicklung sind die Ausfallraten bei High-Yield-Anleihen zwar etwas höher als bei USD-Anleihen, die Spreads liegen aber letztlich in beiden Regionen auf einem sehr ähnlichen Niveau. Im historischen Vergleich sind die Fundamentaldaten aber nach wie vor robust, sodass ein Anstieg der Ausfallraten eingepreist ist und moderat ausfallen sollte.

Spreads von USD Corporates
(in Basispunkten, Indizes von ICE f. Anleihen mit einem Rating von A)



Aufgrund des historisch hohen Renditeniveaus war die Nachfrage nach **Unternehmensanleihen mit Investment Grade-Rating**, insbesondere seitens institutioneller Investoren, sehr hoch. Dies hat insbesondere in den USA dazu geführt, dass sich die Spreads derart eingengt haben und Unternehmensanleihen im historischen Vergleich teuer geworden sind. Es wird also eine vergleichsweise geringe Risikoprämie gezahlt. Die hohe Bewertung spiegelt sich somit neben dem Aktienmarkt auch im Rentenmarkt wider. Auch für 2025 wird keine signifikante Spread-Ausweitung erwartet, sofern es nicht zu einem überraschenden Abschwung in den USA und in Europa kommt. Insofern ergibt sich das Bild, dass Unternehmensanleihen derzeit vergleichsweise teuer sind, aber dennoch eine attraktive Rendite innerhalb des Anleihe-segments bieten.

Renten Maßnahmen

Maßnahme 1: Anleihen leicht untergewichtet.

Die Wahl von Donald Trump birgt das Risiko, dass das Zinsniveau in den USA höher bleibt.

Maßnahme 2: Europäische Staatsanleihen AAA-AA sollten neutral gewichtet werden.

Europäische Staatsanleihen mit einem Rating zwischen AAA und AA sollten neutral gewichtet werden. Dies ist vor allem auf französische Staatsanleihen zurückzuführen, die für Unsicherheit sorgen. Deutsche Staatsanleihen sind hingegen weiterhin attraktiv.

Maßnahme 3: Europäische Staatsanleihen <AA sollten leicht übergewichtet werden.

Das Umfeld für Staatsanleihen aus der Peripherie hat sich in den letzten Jahren deutlich verbessert.

Maßnahme 4: US-Staatsanleihen sollten leicht untergewichtet werden.

Die Politik von Donald Trump dürfte zu einem Anstieg der Renditen von US-Staatsanleihen führen. Gleichzeitig dürfte seine Wankelmütigkeit die Marktvolatilität erhöhen.

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

Unternehmensanleihen sind aufgrund der robusten Unternehmensgewinne und der nach wie vor attraktiven Renditen empfehlenswert. In den USA sorgt die konjunkturelle Lage für Rückenwind, in Europa sind es die stärkeren Zinssenkungen der EZB.

Maßnahme 6: High-Yield-Unternehmensanleihen sollten neutral gewichtet werden.

Die Renditeniveaus sind zwar immer noch attraktiv. Die Spreads sind jedoch sehr eng, was eine geringere Risikoprämie bedeutet. Die Ausfallraten sind leicht gestiegen, aber immer noch auf niedrigem Niveau.

Maßnahme 7: Schwellenländeranleihen sollten leicht untergewichtet werden.

Die Wahl von Donald Trump drückt auch auf die Stimmung für Schwellenländeranleihen. Ein weniger expansiver Kurs der Fed und Reshoring unter Trump sorgen für Gegenwind.

Strategiebeitrag Renten in 2025

Aus Diversifikationsgesichtspunkten spielen Anleihen eine wichtige Rolle im Portfolio. Die Renditeniveaus sind weiterhin attraktiv. Bei Unternehmensanleihen und vor allem bei High-Yield-Anleihen sind die Spreads auf sehr niedrigen Niveaus.

Aktien: Begünstigt durch die Politik

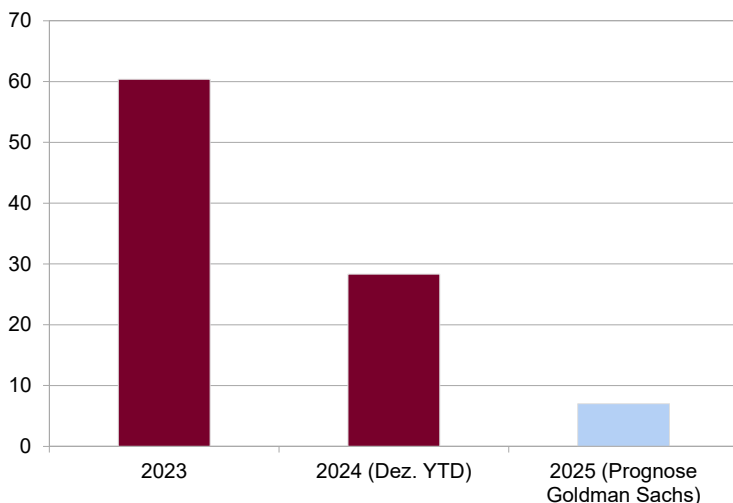
Leitzinssenkungen sowie niedrigere Steuern und Deregulierung in den USA begünstigen Aktien.

Die Performance der Aktienmärkte war 2024 erneut bemerkenswert. Der Anstieg des S&P 500 war einer der stärksten seit 1928. Die aktuelle Hausse begann bereits im Oktober 2023, getrieben von dem Optimismus, dass die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat, und von der Aussicht auf Leitzinssenkungen. Seitdem hat der globale Aktienindex MSCI World um fast 35 Prozent zugelegt, die Aktie des Index-Schwergewichts Nvidia sogar um 226 Prozent. Diese Entwicklungen sind zum Teil auf Gewinnwachstum, aber auch auf höhere Bewertungen zurückzuführen. **Mit Blick auf das kommende Jahr bleiben Aktien vor allem aufgrund des politischen Umfelds attraktiv.** Die Zentralbanken werden ihren Zinssenkungszyklus fortsetzen. US-Aktien profitieren zudem von der Aussicht auf Steuersenkungen und Deregulierung. Risiken gehen von einer unerwartet starken Verlangsamung des Wirtschaftswachstums und den möglichen inflationären Folgen von Handelskriegen und Migrationsbeschränkungen aus.

These 1: Aktien gegenüber Renten übergewichtet und US-Aktien bevorzugen

Dank der republikanischen Mehrheit in beiden Häusern des US-Kongresses („Red Sweep“) wird Donald Trump in den kommenden zwei Jahren einen Großteil seiner politischen Agenda durchsetzen können. **Trumps zweite Amtszeit dürfte sich jedoch in vielerlei Hinsicht von seiner ersten unterscheiden.** Die US-Wirtschaft befindet sich heute deutlich später im Konjunkturzyklus als bei Trumps erster Wahl im Jahr 2016. Die US-Staatsverschuldung ist gemessen am BIP um fast 25 Prozentpunkte höher als unter Trump 1.0, was wahrscheinlich bedeutet, dass die langfristigen Zinsen nach den Zinssenkungen der Fed nicht so schnell sinken werden. Die hohen Kapitalkosten könnten die Gewinnmargen entsprechend belasten. Das globale Wachstum von Produktion und Handel ist heute deutlich schwächer als vor und während Trumps erster Amtszeit. Auch die Steuersenkungen kommen diesmal weniger überraschend. Bereits vor der Wahl implizierten die Markterwartungen für die Gewinne vor und nach Steuern eine Senkung des Unternehmenssteuersatzes von 21 Prozent auf 19 Prozent.

Outperformance der M7-Aktien (gegenüber den anderen Aktien im S&P 500 in Prozentpunkten)



Eine mögliche Verschlechterung der Wachstums- und Inflationsdynamik aufgrund geringerer Zuwanderung und höherer Zölle stellt ein Risiko für den Aktienmarkt dar. Eine Verlangsamung des Wachstums der verfügbaren Realeinkommen würde das Wachstum der Konsumausgaben bis 2025 beeinträchtigen. Auch wenn die Zölle erst Ende 2025 eingeführt werden, dürfte der Markt bereits auf ihre Ankündigung reagieren, möglicherweise schon zu Beginn des Jahres.

Für die nächsten zwei Jahre liegen die durchschnittlichen Erwartungen für Umsatz und Gewinn pro Aktie für den S&P 500 bei 6,1 Prozent bzw. 11,7 Prozent. Diese

Entwicklung wird nicht nur von den Aktien der „Magnificent 7“ (M7) getrieben. Auch für die verbleibenden 493 Unternehmen im S&P 500 erwartet der Markt für die Jahre 2025 und 2026 ein Gewinnwachstum von 11 bis 14 Prozent, was laut UBS einem nominalen BIP-Wachstum von gut fünf Prozent entspricht. Der Markt erwartet also, dass sich das Wachstum der letzten zwei Jahre in den nächsten beiden Jahren wiederholt. Betrachtet man die relative Outperformance des M7 gegenüber den anderen Aktien im S&P 500 in den Jahren 2023 und 2024, so fällt der deutliche Rückgang auf, der wiederum auf die nachlassende KI-Euphorie zurückzuführen ist, die sich in den kommenden Jahren durchaus fortsetzen könnte.

Während die Bewertungen vor allem in den USA weiter gestiegen sind, werden die Umsatz- und Gewinnerwartungen langsam nach unten korrigiert. **Dennoch sind die Aussichten für US-Aktien im globalen Vergleich attraktiv.** Das prognostizierte US-Wirtschaftswachstum liegt deutlich über dem anderer Industrienationen. Durch den „Red Sweep“ sind Steuersenkungen für Unternehmen und Verbraucher ebenso durchsetzbar wie die Deregulierung einiger Wirtschaftsbereiche, zum Beispiel im Finanzsektor. Insgesamt dürften diese Faktoren möglichen Korrekturfaktoren entgegenwirken und die USA im kommenden Jahr zur attraktivsten Aktienregion machen.

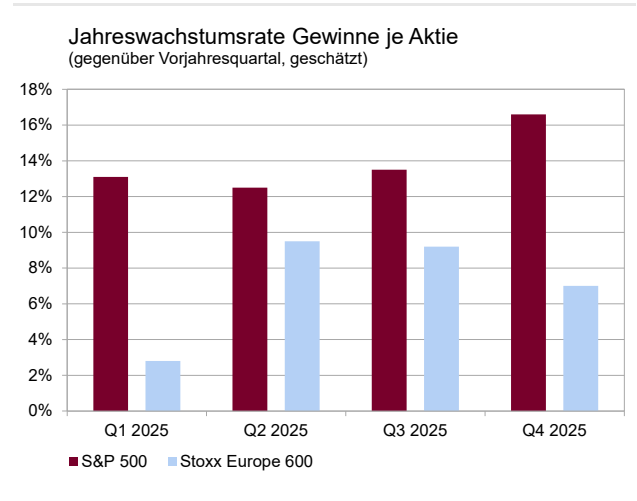
These 2: Europäische Aktien sind attraktiver als Schwellenländeraktien, dürften aber gegenüber US-Aktien erneut underperformen.

Die Einführung von Zöllen auf US-Importe wird Export-Unternehmen außerhalb der USA stärker treffen als US-Unternehmen selbst. Dies ist einer der wichtigsten Gründe, warum sich die **relative Outperformance von US-Aktien** auch im Jahr 2025 fortsetzen dürfte.

Besonders problematisch könnte die US-Zollpolitik für **China** werden. Laut den Ökonomen der UBS würde ein Zollsatz von 60 Prozent das chinesische BIP-Wachstum um 2,5 Prozent reduzieren. Auch Mexiko, Korea und Taiwan könnten stärker betroffen sein als Europa, da diese Länder hohe bilaterale Handelsüberschüsse mit den USA aufweisen und die US-Politik auf eine Rückverlagerung der Automobil- und Halbleiterproduktion abzielt.

Die Ankündigung Trumps, Zölle in Höhe von 25 Prozent auf Waren aus Kanada, Mexiko und China zu erheben, zeigt, welche Länder im Fokus des Protektionismus stehen. **Europa hätte hier einen gewissen Vorteil gegenüber China und den direkten Anrainerstaaten.** Zudem dürfte Trump daran gelegen sein, einen Anstieg des Ölpreises zu verhindern und damit die US-Verbraucher zu entlasten. Dies wäre für Europa vorteilhafter als für die Schwellenländer. Auch von einer Lösung des Ukraine-Konflikts könnte Europa überproportional profitieren.

Insgesamt erwarten wir für den europäischen Aktienmarkt positive, aber niedrige Renditen für den STOXX Europe 600. Dies ist eine Folge der anhaltend schwachen Wirtschaftsentwicklung, des moderaten Wachstums der Gewinne je Aktie und einer Ausgangsbewertung, die mit einem 12-Monats-Forward-KGV von 13,1 nahe am langfristigen 20-Jahres-Durchschnitt liegt.



Phasenweise könnten europäische Aktien im kommenden Jahr aber durchaus eine Outperformance erzielen. Ein Ende des Krieges in der Ukraine oder eine Entspannung im Handelskrieg mit den USA würden die Aussichten für Europa verbessern. Vor allem in Deutschland ist die Stimmung bei Unternehmen und Konsumenten so schlecht, dass positive Überraschungen wahrscheinlicher werden. Sollte eine neue Regierung in Deutschland die Schuldenbremse reformieren, würde dies den Aktienmarkt ebenfalls beflügeln. Gleiches gilt für deutlichere Zinssenkungen der EZB und eine weitere Abwertung des Euro.

These 3: In den USA setzen Small- und Mid-Caps ihre Aufholjagd fort.

Die Aussichten für US-Aktien mit geringer Marktkapitalisierung sind derzeit besser als in den vergangenen Jahren. Die Hauptgründe dafür sind der Zinssenkungszyklus in den USA, die positiven Gewinnaussichten – insbesondere dank des „Red Sweep“, die anhaltenden Trends in den Bereichen Reshoring sowie Fusionen und Übernahmen (M&A).

US Small- und Mid-Caps sind attraktiv.

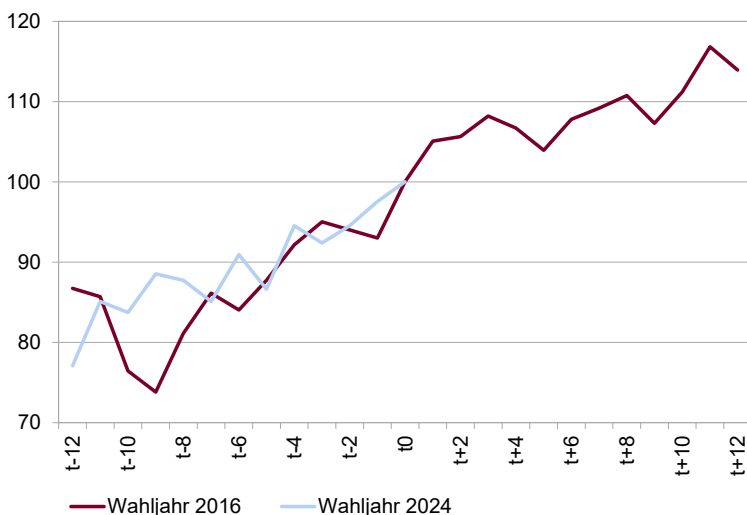
Die US-Notenbank leitete im September 2024 die Wende zu einer lockeren Geldpolitik ein und setzte diese im November fort. Die Performance von Small Caps an den Aktienmärkten korrelierte in den letzten 12 Monaten mit den Veränderungen der Zinserwartungen. Als die Märkte stärkere Zinssenkungen einpreisten, schnitten Small Caps besser ab als andere Marktsegmente. Dies hängt damit zusammen, dass die Finanzierungskosten für Small Caps stärker sinken, da sie typischerweise einen höheren Anteil an variabel verzinslichen Schulden haben als Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung. Sinkende Leitzinsen dürften zudem die Zuversicht der Manager stärken, die Kapitalkosten

zu senken und auch die M&A-Aktivitäten unterstützen. **Darüber hinaus sind die Aussichten für das Gewinnwachstum je Aktie bei Small Caps im Vergleich zu Large Caps sehr positiv.** Gemessen am Russell 2000 könnten sie laut Analystenkonsens in den nächsten zwei Jahren um durchschnittlich 30 Prozent zulegen und damit deutlich stärker als der S&P 500 mit 12 Prozent. Anleger sollten jedoch beachten, dass dieser Anstieg nicht immer auf die Zunahme profitabler Unternehmen im Index zurückzuführen ist. Der Anteil der unprofitablen Unternehmen im Russell 2000 ist zuletzt wieder gestiegen und liegt mit rund 44 Prozent knapp unter dem höchsten Wert seit 30 Jahren. Aktienrückkäufe, Indexanpassungen, temporäre Sondereffekte wie Steuererhöhungen oder die Tatsache, dass unprofitable Unternehmen weniger Verluste machen, können dazu führen, dass der erwartete Gewinn je Aktie steigt, ohne dass der Anteil der profitablen Unternehmen im Index zunimmt.

In den Jahrzehnten nach dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation (WTO) im Jahr 2001 haben sich US-Unternehmen darauf konzentriert, ihre Produktion in Niedriglohnländer zu verlagern, um ihre Gewinne zu steigern. Während die Industrieproduktion in den USA stagnierte, stieg sie in China stark an. Mit dem „Red Sweep“ spricht vieles dafür, dass sich der begonnene **Trend zur Rückverlagerung von Produktionsstätten in die USA** fortsetzen wird. Davon sollten auch US Small- und Mid-Caps profitieren.

Ein weiterer möglicher Rückenwind für Small Caps könnte von M&A-Aktivitäten ausgehen. Sinkende Zinsen, eine abnehmende Unsicherheit über die Konjunkturaussichten und eine geringere politische Unsicherheit nach den US-Wahlen dürften die Zahl der Transaktionen erhöhen. Strategische Käufer evaluieren ständig

Performance Russell 2000
(t₀=Wahlmonat, Total Return in US-Dollar)



Innovations- und Disruptionschancen und könnten nun besser in der Lage sein, ihre Pläne umzusetzen.

Die Aussichten für US-Small Caps werden durch ein attraktives erwartetes Gewinnwachstum, sinkende Zinsen und strukturelle Veränderungen wie Reshoring gestützt. **Obwohl Risiken bestehen, scheint das aktuelle Umfeld gut geeignet zu sein, eine mehrjährige Erholung von US Small- und Mid-Caps zu unterstützen.** Allerdings ist zu berücksichtigen, dass das Marktsegment seit den US-Wahlen bereits viel Positives eingepreist hat.

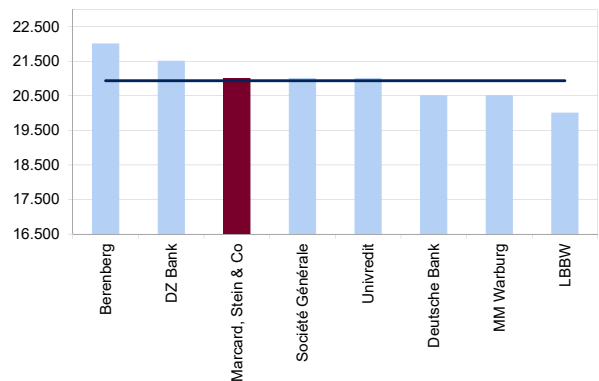
These 4: Japan bleibt ein attraktiver Aktienmarkt.

Wir erwarten, dass der japanische Aktienmarkt 2025 das dritte Jahr in Folge eine positive Rendite erzielen wird. Die Begeisterung der internationalen Anleger für Japan wurde in den letzten Monaten allerdings aus mehreren Gründen gedämpft. Im August 2024 kam es kurzzeitig zu hohen Verlusten am Aktienmarkt, danach verunsicherte die politische Entwicklung. Hinzu kam die erneute Schwäche des Yen, die zu einer unterdurchschnittlichen Performance in US-Dollar führte. Wir gehen jedoch davon aus, dass diese negativen Faktoren bis 2025 durch solide makroökonomische Impulse und fortgesetzte Strukturreformen weitgehend ausgeglichen werden. Für 2025 erwarten wir für Japan ein BIP-Wachstum von 1,1 Prozent, was über dem europäischen Wachstum liegt. Darüber hinaus dürfte die anhaltende **Corporate-Governance-Reform** zu weiteren Nettokapitalzuflüssen von Ausländern, Privatanlegern und Unternehmen führen. Allerdings gibt es nach wie vor einige Unsicherheitsfaktoren, die das Wachstum im Jahr 2025 stützen oder belasten könnten. Die Neuwahlen im Oktober haben zwar die politischen Verhältnisse geklärt. Aus den Wahlen ging jedoch eine Minderheitsregierung unter Premierminister Ishiba hervor, die für ihre Agenda erst noch Mehrheiten finden muss. Für Themen wie regionale Revitalisierung, Steigerung des Reallohnwachstums und Verteidigungsausgaben dürfte dies leicht fallen. Bei anderen Themen ist dies schwer abzuschätzen. Gleichzeitig muss sich auch im Zuge der weiteren Normalisierung der Geldpolitik zeigen, dass die Wirtschaft ihren Weg zu einem normaleren Wachstum fortsetzen kann, den sie bislang eingeschlagen hat.

These 5: Am Jahresende 2025 wird der DAX bei 21.000 Punkten stehen.

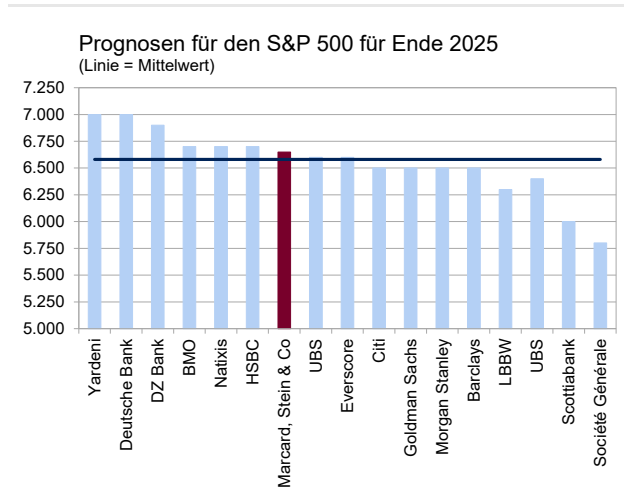
Für das Jahr 2025 sehen wir für den DAX ein begrenztes Aufwärtspotenzial. Die Wachstumsschwäche in China und Trumps Zollpolitik dürften die strukturellen Probleme in Deutschland verschärfen. Darunter dürfte insbesondere der Industriesektor leiden, der rund ein Viertel des Index ausmacht. Das Rekordniveau der Dividendenzahlungen von EUR 53,8 Milliarden im Jahr 2024 dürfte im kommenden Jahr nicht wieder erreicht werden. Insgesamt rechnen wir daher mit einem begrenzten Wertzuwachs von rund acht Prozent auf Basis des aktuellen Indexstands.

DAX-Prognosen für Ende 2025 (Linie = Mittelwert)



These 6: Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende 2025 bei 6.650 Punkten.

Für das Jahr 2025 sehen wir im globalen Vergleich deutliche relative Vorteile für den US-Aktienmarkt. Die Gewinnentwicklung der Unternehmen und die konjunkturelle Dynamik sollten für die USA unterstützend wirken. Zudem sollten insbesondere US-Unternehmen von der Politik Trump 2.0 durch Steuersenkungen und Deregulierung profitieren. Die größten Risiken stellen die weiter steigende Staatsverschuldung, eine mögliche Rückkehr der Inflation oder negative Auswirkungen der Migrationspolitik auf den Arbeitsmarkt dar. Auf Basis des aktuellen Indexniveaus sehen wir ein Aufwertungspotenzial von rund elfeinhalb Prozent.



Maßnahme 5: Japanischen Aktien nicht untergewichten
Solide makroökonomische Impulse, mehr politische Klarheit und fortgesetzte Strukturreformen sprechen für eine weitere positive Wertentwicklung japanischer Aktien.

Strategiebeitrag Aktien in 2025

Der Aktienmarkt hat im Vergleich zum Geld- und Rentenmarkt an relativer Attraktivität gewonnen. Anleger können 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 Inflation.

Aktien Maßnahmen

Maßnahme 1: Aktien übergewichten

Ein robustes konjunkturelles Umfeld, verbunden mit der Aussicht auf weiter sinkende Zinsen und Inflationsdaten, spricht für eine Übergewichtung von Aktien gegenüber Anleihen, insbesondere vor dem Hintergrund der zu erwartenden globalen Entwicklung der Staatsverschuldung.

Maßnahme 2: Übergewichtung von US-Aktien

Trotz der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums bleibt das BIP-Wachstum überdurchschnittlich, insbesondere im Vergleich zu anderen Industrieländern. Zudem dürfte der „Red Sweep“ für Steuererleichterungen und Deregulierung sorgen.

Maßnahme 3: Anteil an US-Small-Midcaps im US-Exposure erhöhen

Die Aussichten für US-Small Caps werden durch attraktive Bewertungen, das erwartete Gewinnwachstum, sinkende Zinsen und strukturelle Veränderungen wie Reshoring und Investitionen in KI gestützt. Obwohl Risiken bestehen, scheint das aktuelle Umfeld gut geeignet, um eine mehrjährige Erholung dieses Marktsegments zu unterstützen.

Maßnahme 4: Europäische Aktien gegenüber Schwellenländeraktien bevorzugen, aber gegenüber US-Aktien untergewichten

Neben den geopolitischen, geldpolitischen, konjunkturellen und fiskalischen Impulsen profitieren europäische Aktien im Vergleich zu Schwellenländeraktien davon, dass sie von der neuen Trump-Administration weniger negativ betroffen sein dürften.

Rohstoffe: Gold bleibt attraktiv

Der Goldpreis dürfte weiter steigen

These 1: Gold steigt bis Jahresende 2025 auf 2.950 US-Dollar je Feinunze.

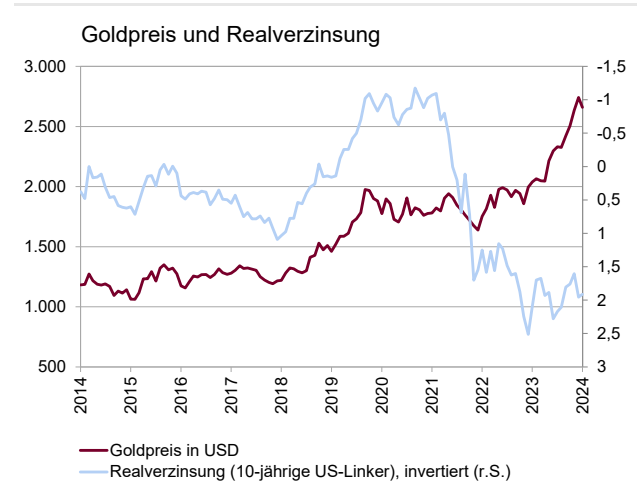
Der Goldpreis verzeichnete 2024 einen rasanten Anstieg. Der US-Dollar-Preis für eine Unze Gold stieg seit Ende letzten Jahres bis Ende November 2024 um rund 29 Prozent und markierte dabei bei 2.790 US-Dollar ein neues Allzeithoch. Damit lag Gold auf dem Niveau des S&P 500 (+28 Prozent) und konnte den MSCI World (+22 Prozent) schlagen. Diese starke Performance von Gold ist bemerkenswert, da das Edelmetall von den klassischen Determinanten des Goldpreises, dem US-Dollar und den Realzinsen, deutlichen Gegenwind erhielt.

Zu Beginn des Jahres wurden schnelle und kräftige Zinssenkungen in den USA ausgepreist. In Verbindung mit einer robusten Konjunktur stärkte dies den US-Dollar, was eigentlich negativ für den Goldpreis ist. Die Realzinsen in den USA sind zwar seit April rückläufig, verharrten aber auf hohem Niveau und stiegen zuletzt wieder leicht an. Dieses schwierige makroökonomische Umfeld konnte den Preis des Edelmetalls aber nicht belasten.

Die Gründe für die Goldpreis-Rallye liegen unter anderem in der anhaltend hohen Nachfrage der Zentralbanken, insbesondere aus den Schwellenländern. Nach Angaben des World Gold Council entfielen rund 70 Prozent der Nachfrage innerhalb der Zentralbanken auf die Schwellenländer. Angeführt wird die Liste der größten Käufer von der Türkei, gefolgt von Indien, Polen und China. Für die Zentralbanken stellt die Allokation in Gold eine Diversifizierung ihrer Reserven dar und verbessert so das Rendite-Risiko-Profil. In den Schwellenländern wollen sich die dortigen Zentralbanken zudem unabhängiger vom US-Dollar machen. Auf dem letzten Treffen der BRICS-Staaten Ende Oktober im russischen Kazan wurde angekündigt, dass man verstärkt auf nationale Währungen setzen wolle, um die Bedeutung des Dollars zu reduzieren. Da aber nur wenige Währungen uneingeschränkt handelbar sind, bleibt oft nur die Anlage in Gold.

Gold diente 2024 aber auch der Risikoabsicherung und der Portfoliodiversifikation. Politische und geopolitische Unsicherheiten führten zu einer verstärkten Nachfrage.

Im Superwahljahr mit über 70 Wahlen weltweit und dem Höhepunkt der US-Wahlen Anfang November sowie den anhaltenden Konflikten in der Ukraine und im Nahen Osten war die Nachfrage nach Gold als sicherer Hafen hoch. Nach Angaben des World Gold Council lag die Investorenachfrage in den ersten drei Quartalen mit 834 Tonnen rund 20 Prozent über dem Niveau des Vorjahreszeitraums.



Trotz des Rücksetzers nach den US-Wahlen bleiben die Aussichten für den Goldpreis positiv. Neben geld- und fiskalpolitischen Faktoren dürfte auch die Nachfrage seitens der Zentralbanken hoch bleiben. Zudem ist die Positionierung der Anleger in Gold-ETFs trotz der starken Rallye immer noch moderat, was für zusätzlichen Nachfragedruck sorgen könnte.

Aus geldpolitischer Sicht sprechen die kommenden Zinssenkungen für den Goldpreis. Die Fed hat im September mit Zinssenkungen begonnen und den Leitzins seitdem um insgesamt 75 Basispunkte gesenkt. Auch im Dezember ist eine weitere Senkung um 25 Basispunkte möglich und im kommenden Jahr sollten weitere Zinsschritte folgen. Der Markt geht derzeit von einer Zinssenkung im Dezember und zwei weiteren in 2025 aus. Im Zuge weiterer Leitzinssenkungen dürften die Realzinsen sinken und den Goldpreis stimulieren.

Die Nachfrage der Zentralbanken hat sich zuletzt etwas abgeschwächt, liegt aber immer noch über dem historischen Durchschnitt. Bestrebungen, die eigenen Reserven zu diversifizieren und unabhängiger vom US-Dollar zu machen, dürften die Nachfrage weiter stützen. Zudem dürfte die Unsicherheit über mögliche Sanktionen und Zölle seitens

Die Nachfrage der Zentralbanken stützt den Goldpreis.

der USA zu einer erhöhten Nachfrage beitragen.

Unterstützung dürfte der Goldpreis auch von den Investitionen in Gold-ETFs erhalten. Seit den Spitzenwerten in den Jahren 2020 und 2022 sind die gehaltenen Bestände kontinuierlich zurückgegangen. Im laufenden Jahr sind sie zwar leicht angestiegen, liegen aber immer noch deutlich unter ihren historischen Höchstständen. Sinkende Realzinsen sowie fiskalische und geopolitische Unsicherheiten könnten die Nachfrage nach Gold-ETFs wieder stärker steigen lassen.

Zudem dürfte die **Unsicherheit über die Staatsverschuldung in den USA** dem Edelmetall in die Karten spielen. Laut dem Fiscal Monitor des Internationalen Währungsfonds dürfte die Staatsverschuldung in den USA auch in 2025 kräftig steigen. Die Trump-Administration plant umfangreiche Steuersenkungen, was die Staatsverschuldung erhöht. Deutlich höhere Einfuhrzölle würden dagegen die Inflationsgefahren erhöhen.

Neben den unterstützenden Faktoren gibt es aber auch Belastungsfaktoren. Die

Steuer- und Zollpläne der Trump-Administration könnten die FED zu einer Neuausrichtung ihrer Geldpolitik veranlassen. Höhere Kapitalmarktzinsen könnten den Goldpreis belasten. Ebenso könnte Donald Trump insbesondere mit China Deals abschließen, was die Nachfrage nach US-Dollar wieder ankurbeln würde. Ein stärkerer Dollar und eine zeitweilig geringere Nachfrage der Zentralbanken dürften den Preis des Edelmetalls ebenfalls belasten. Auch Diskussionen über die Nutzung von Krypto-Assets als Zentralbankreserven könnten Gold schaden.

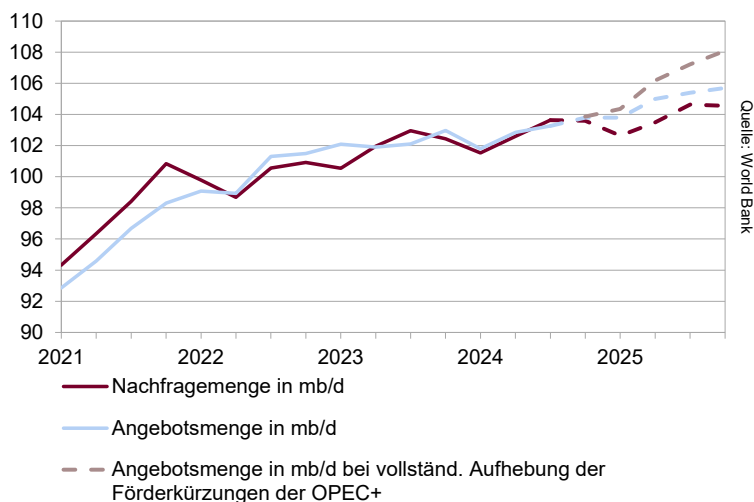
Gegenwind für den Ölpreis

These 2: Zum Jahresende 2025 liegt der Ölpreis (WTI) bei 65 US-Dollar pro Barrel.

Die Volatilität am Ölmarkt war auch in diesem Jahr sehr hoch. Geopolitische Krisen, insbesondere der Nahostkonflikt und die Förderkürzungen der OPEC+ sorgten zunächst für positiven Preisdruck. Der Ölpreis stieg bis Anfang April um rund 20 Prozent auf rund 88 US-Dollar pro Barrel. Nachlassende Angebotsrisiken und Wachstumssorgen in China sorgten dann für Gegenwind. Der Ölpreis fiel bis Ende November um rund 22 Prozent. Auf Jahressicht liegt die Performance der Ölsorte WTI bei rund -5 Prozent. Für das Jahr 2025 erwarten wir eine Abschwächung der Nachfragedynamik, eine Ausweitung des Angebots und damit einen leichten Rückgang des Ölpreises.

Die Konjunktur zeigte 2024 ein geteiltes Bild. Während die Wirtschaft in den USA weiterwachsen konnte, nahm das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum nur moderat zu. In China hingegen schwächte sich das Wirtschaftswachstum leicht ab. Für das Jahr 2025 gehen wir davon aus, dass sich die konjunkturelle Dynamik in den USA abschwächen und im Euroraum nur moderat

Ölmarkt: Angebot und Nachfrage
(mb/d = Mio. Barrel pro Tag)



Quelle: World Bank

zunehmen wird. In China dürfte die Wachstumsschwäche anhalten. Da voraussichtlich nachhaltigere Energieformen an Bedeutung gewinnen, dürfte das Nachfragewachstum 2025 geringer ausfallen als in den Vorjahren.

Auf der Angebotsseite gibt es einige Faktoren, die das Angebot erhöhen könnten. Zum einen könnten die Förderkürzungen der OPEC+-Mitglieder reduziert werden. Zwar wurde der ursprünglich für September 2024 geplante Ausstieg aus den Förderkürzungen erneut verschoben und vorerst auf Ende März datiert. Dennoch dürfte das Förderdefizit zur Verteidigung der Marktanteile der OPEC+ sukzessive abgebaut werden. Auch von Seiten der Nicht-OPEC+-Staaten ist mit einem steigenden Angebot zu rechnen. Insbesondere die USA könnten unter der neuen Administration ihre Ölförderung ausweiten und damit das Angebot erhöhen.

Rohstoffe Maßnahmen

Maßnahme 1: Gold sollte leicht übergewichtet werden.

Die anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten, weiterhin stabile Nachfrage und sinkende Realzinsen dürften Gold stützen.

Maßnahme 2: Rohöl sollte neutral gewichtet werden.

Das Rohölangebot dürfte steigen und die Nachfrage übertreffen.

Strategiebeitrag Rohstoffe in 2025

Neben dem Schutz vor Krisen bietet vor allem Gold vor dem Hintergrund fallender Zinsen und einer hohen Nachfrage eine attraktive Ergänzung des Portfolios.

Hedgefonds: Wachsende Bedeutung des asiatischen Marktes

Auf Basis der bis Oktober 2024 verfügbaren Zahlen lässt sich sagen, dass das Jahr 2024 für Hedgefonds erfolgreich war. Alle wichtigen Strategien konnten zulegen. Fundamentale Equity Long-Short-Manager verzeichneten bisher eines der besten Jahre seit zwei Jahrzehnten. Da dieser Stil rund 30 Prozent des Index ausmacht, wirkt sich dies entsprechend positiv auf die Performance des Gesamtmarktes aus.

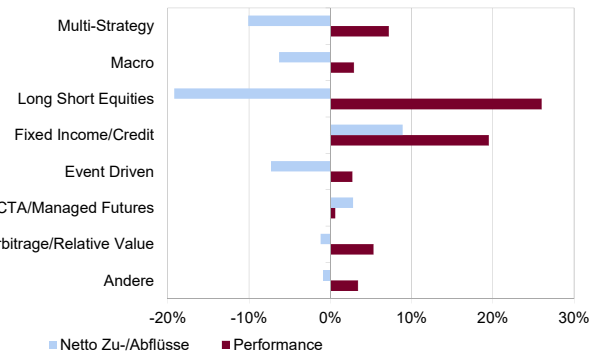
Hedgefonds zeigten sich im April (MSCI World -3,7 Prozent, Hedgefonds -0,8 Prozent) und im Oktober (MSCI World -2,0 Prozent, Hedgefonds -0,5 Prozent) widerstandsfähig. Bemerkenswert war der August. Die abrupte Auflösung des Yen-Carry-Trades löste einen kurzen Schock an den Kapitalmärkten aus. Der Nikkei-Index brach innerhalb von drei Tagen um 20 Prozent ein, der S&P 500 verlor sechs Prozent und der Volatilitätsindex VIX stieg intraday auf über 65 – ein Niveau, das seit der Corona-Krise nicht mehr erreicht worden war. Doch bereits acht Tage später erreichten die meisten Indizes wieder neue Höchststände. Die Hedgefonds meisterten diese komplexe Situation souverän und schlossen den August positiv ab.

Die Hedgefonds-Industrie wuchs nach zwei negativen Jahren erstmals wieder um ein Prozent und verwaltete rund vier Billionen US-Dollar. Zwar gab es Nettoabflüsse von insgesamt 34 Milliarden US-Dollar, die positive Performance führte jedoch zu einem leichten Anstieg der verwalteten Vermögen. Die durch den Zinsanstieg gestiegene Attraktivität von Fixed Income-Managern spiegelt sich auch in den Mittelzuflüssen wider. Die anhaltenden Abflüsse aus dem Equity Long-Short-Bereich lassen sich dadurch erklären, dass nicht wenige Anleger in einem stark steigenden Markt eine stärker direktionale Aktienpositionierung bevorzugten.

Auffällig ist die Konzentration der Hedgefonds-Investitionen auf immer größere Manager. Eine Analyse der Bank of America zeigt, dass Manager mit einem verwalteten Vermögen von weniger als fünf Milliarden US-Dollar im Jahr 2018 einen Anteil von 65 Prozent aller Gelder hielten, dieser aber inzwischen auf 73 Prozent gestiegen ist. Diese Konsolidierung geht nicht auf Kosten kleinerer Manager, sondern auf Kosten mittelgroßer Häuser mit einem

verwalteten Vermögen zwischen einer und fünf Milliarden US-Dollar.

Performance und Flows nach Strategien
(Januar bis Oktober 2024)



Opportunitäten in Asien

Beim Thema Hedgefonds steht die Region Asien in der Regel nicht im Fokus, bietet aber derzeit erhebliche Chancen. Da in dieser Region eine strukturell höhere Volatilität und Streuung vorherrscht, sind gerade Hedgefonds prädestiniert, eine attraktive risikoadjustierte Performance zu generieren.

Auf regionaler Ebene werden in Asien rund 468 Milliarden US-Dollar an Hedgefonds-Vermögen verwaltet, was einem weltweiten Anteil von rund 12 Prozent entspricht (Daten per Ende 2023 von EurekaHedge). Mit einem Anteil von 66 Prozent sind die USA der dominierende Markt für Hedgefonds, in Europa liegt der Anteil bei rund 20 Prozent.

Hongkong und Singapur sind die wichtigsten Hedgefonds-Hubs. Es ist zu beobachten, dass Singapur an Bedeutung gewinnt, was auch mit der regulatorischen Unsicherheit in Hongkong zusammenhängt. In Hongkong sind historisch eher Equity Long Short Manager angesiedelt, vor allem mit Fokus auf den chinesischen Markt. In Singapur wiederum finden sich viele Global Macro-Manager.

Zwei Drittel aller Hedgefondsgelder in Asien sind in Equity-Long-Short-Strategien investiert. Mit einem Minus von rund 25 Prozent verzeichneten sie den stärksten Rückgang seit 2021. Anhaltende Abflüsse und Performanceverluste, insbesondere bei auf China fokussierten Fonds, forderten ihren Tribut.

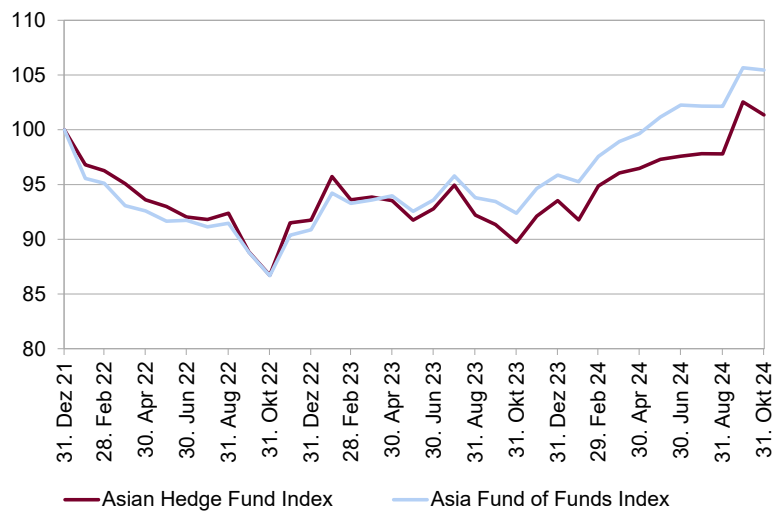
Trotz der negativen Nachrichten glauben wir, dass sich in Asien ein großes Fenster der Möglichkeiten öffnet. Es gibt große regionale Unterschiede, jedes Land hat seine eigenen Besonderheiten, befindet sich in seinem eigenen Zyklus und ist unterschiedlich stark von China oder von Exporten in die westliche Welt abhängig.

Manager, die sich auf China konzentrieren, haben es schwer, Alpha zu generieren. Die Nachwirkungen der chinesischen Nullzins-Politik und die strenge Regulierung in Bereichen wie dem Technologiesektor bilden ein schwieriges Umfeld. Einige Sektoren, insbesondere staatseigene Unternehmen, sind so unbeliebt, dass sich dies in extrem niedrigen Bewertungen widerspiegelt. Die Ankündigung der chinesischen Regierung, die Wirtschaft mit einer Vielzahl von Maßnahmen zu stützen, hat die Ausgangslage nun völlig verändert. Aktive und agile Hedgefonds-Manager haben schnell reagiert. Neue Opportunitäten eröffnen sich in den Bereichen Equity Long-Short-Strategien, Convertible Bond Arbitrage, Relative Value Onshore/Offshore und im Bereich Stressed Credit.

Auf regionaler Ebene performten über die letzten drei Jahre indische Equity Long-Short-Manager am besten (8,6 Prozent annualisiert). Der Markt ist weitgehend unabhängig von chinesischen oder japanischen Einflüssen. Die Manager profitieren von den Besonderheiten des Landes und dem Aufholpotenzial gegenüber dem großen Rivalen China. Abseits des mittlerweile teuer bewerteten Marktes bieten sich Chancen für Event Driven Manager (lebhafter IPO-Markt), Fixed Income und Relative Value Manager. Darüber hinaus ist der Optionshandel – man würde es nicht vermuten – weit verbreitet und nach den USA der zweitgrößte Optionsmarkt der Welt.

In Japan liegt das Potenzial vor allem in Nischen wie dem Event-Driven-Bereich.

Dach-Hedgefonds in Asien schlagen den Index
(31.12.2021 = 100, Total Return in USD)



Auf Druck der Regierung werden viele Konglomerate zerschlagen, um die Corporate Governance zu verbessern und den Shareholder Value zu steigern. Dies hat in den letzten Jahren zu beachtlichen Erfolgen geführt, aber es gibt noch viel zu tun. Für Equity-Long-Short-Manager ergeben sich Chancen im Mid-/Small-Cap-Bereich. Die Inflation ist in Japan angekommen und kleinere japanische Unternehmen werden davon stärker profitieren, da sie sich ausschließlich auf den Binnenmarkt konzentrieren.

Die koreanische Politik will dem japanischen Beispiel folgen und den seit Jahren bestehenden „Korea-Rabatt“ bei Aktien reduzieren. Der „Korea-Rabatt“ ist auf eine schwache Corporate Governance zurückzuführen, von der überwiegend nur die Mehrheitsaktionäre profitierten. Die Renditen auf das investierte Kapital sind aufgrund ineffizienter Allokation gering. Mehr als 70 Prozent der koreanischen Unternehmen handeln unter Buchwert, verglichen mit 20 Prozent im Westen. Unternehmen im KOSPI-Index haben eine durchschnittliche Eigenkapitalrendite von acht Prozent, im S&P 500 sind es 23 Prozent. Die koreanische Regierung unternimmt einen neuen Anlauf zur

Manager, die sich nur auf China konzentrieren, können kaum Mehrwert generieren.

Umsetzung des „Corporate Value Up“-Programms. Ziel ist es, die Bewertungen zu erhöhen und Minderheitsaktionäre besser zu schützen. Dies eröffnet zahlreiche Chancen für Relative-Value-, Event-Driven- und aktive Equity Long-Short-Manager.

Die regionalen Unterschiede sind in Asien sehr groß und die Volatilitäten historisch eher hoch. Eine sehr sorgfältige Auswahl der Hedgefonds-Manager ist jedoch entscheidend, um von den Chancen profitieren zu können. Asiatische Dach-Hedgefonds haben sich in den letzten Jahren im Durchschnitt besser entwickelt als der asiatische Hedgefonds-Index selbst. Dies zeigt, dass eine erfolgreiche Managerauswahl einen erheblichen Mehrwert generieren kann.

Aussichten für 2025

Für das kommende Jahr erwarten wir insgesamt eine stabile Konjunktur und moderate Inflationsraten. Dies führt zu einer insgesamt positiven Risikoeinschätzung im Kredit- und Aktienbereich, wobei die Risiken vor allem in den sehr engen Credit Spreads und den teilweise sehr hohen Aktienbewertungen liegen. Die neue Regierung in den USA könnte zu einer höheren Volatilität an den Märkten führen, was ein gutes Umfeld für aktive Hedgefonds-Manager darstellt. Das nach wie vor günstige Zinsumfeld spricht weiterhin für Fixed Income Credit Hedgefonds-Strategien. Aber auch Equity-Long-Short-Manager dürften eine Vielzahl profitabler Situationen vorfinden.

Neben Asien könnte auch Europa Chancen bieten. Sollte sich der Konflikt im Osten Europas dem Ende zuneigen, könnte sich dies kurzfristig auf vielen Ebenen positiv auswirken (Rohstoffe, Währung, Sentiment).

Ein Risiko für Hedgefonds im Jahr 2025 könnte sein, dass der Markt eine viel zu hohe Volatilität einpreist. Trump könnte sich als weniger erratisch erweisen als erwartet. Auch könnten viele Annahmen der Marktteilnehmer bereits eingepreist sein. Sollten sich die Vorhersagen bewahrheiten, wäre die Kursreaktion entsprechend gering.

Dennoch empfehlen wir Anlegern in Hedgefonds, gerade in diesem herausfordernden Umfeld auf eine breite Diversifikation zu setzen. Wichtig sind ein aktives Management und eine maximale Nähe zum Manager. Durch den Zugang zu nicht traditionellen Renditequellen mit geringer

Korrelation zu den Aktien- und Obligationenmärkten werden Alternative Anlagen auch 2025 ein wertvoller Stabilisator im Portfolio sein.

Einschätzung auf Strategieebene

Positives Umfeld für Equity Long-Short

Im Jahr 2025 könnte die Strategie aus verschiedenen Gründen wieder positiv abschneiden. Die Euphorie am US-Aktienmarkt nach der Wahl Trumps im November 2024 hat sich etwas gelegt. Der Realitätscheck der hohen Erwartungen steht noch aus. Dies könnte für Aktien-Long-Short-Manager interessant werden, da erratische Sektor- und Style-Rotationen für Handelsaktivität und Opportunitäten sorgen könnten. Es ist auch möglich, dass die langfristigen Zinsen entgegen den meisten Erwartungen nicht fallen werden. Dies könnte bedeuten, dass für einen Teil der Unternehmen die Finanzierung der Passivseite der Bilanz zu einem Problem wird. Nicht alle Unternehmen sind vorbildlich finanziert, was Hedge-Fonds-Manager ausnutzen könnten. Obwohl der S&P 500 mit einem erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnis von 24,8 relativ hoch bewertet ist, können Equity-Long-Short-Manager die Chancen auf beiden Seiten nutzen und zu teure Unternehmen shorten.

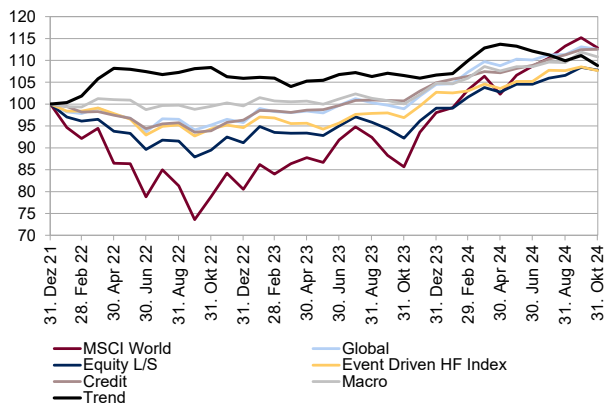
„Long biased“ Long-Short-Strategien sind stärker von der Aktienmarktentwicklung abhängig. Im Allgemeinen wurde das Marktbeta der Manager im Laufe des Jahres 2024 erhöht, was ihnen eine fantastische Performance bescherte. Solange die Marktstimmung gut bleibt, werden diese directionalen Strategien weiter profitieren. Allerdings sind sie naturgemäß starken Schwankungen ausgesetzt.

Event Driven (Merger Arbitrage): leicht untergewichten

Die Probleme der Manager zeigen sich im Jahr 2024: Obwohl eine Zunahme der M&A-Aktivitäten prognostiziert wird, lassen die Abschlüsse auf sich warten. Die Fusions-spreads haben sich ausgeweitet, da große Deals nicht zustande gekommen sind, und die regulatorischen und grenzüberschreitenden Risiken haben sich noch nicht verringert. Die neue US-Regierung trägt zur anhaltenden Unsicherheit bei. Zwar wird mit der Ablösung von Lisa Kahn (Chefin der Federal Trade Commission) gerechnet, inwieweit Trump den Markt aber wirklich beruhigen kann, bleibt abzuwarten. Sollte sich der Staub in der zweiten Jahreshälfte legen, könnte die Strategie profitieren. Die operativen Bedingungen für Unternehmen sind schwierig, da sie mit einem verlangsamten Umsatzwachstum konfrontiert

sind, während die Kosten weiter steigen. Fusionen und Übernahmen, die Synergien und Margenverbesserungen wie vertikale Integration ermöglichen, bleiben einer der wenigen einfachen Hebel, um in einem schwierigen Umfeld Gewinnwachstum zu erzielen.

Performance Hedgefonds
(31.12.2021 = 100, Total Return in USD)



Credit Fixed Income: sehr positives Umfeld

Wir sehen weiterhin ein sehr attraktives Umfeld für Credit Fixed Income Manager. Die Credit Spreads haben sich weiter verringert. Die Chancen bleiben jedoch bestehen – auch für den Fall, dass die Zinsen nicht so stark sinken, wie von vielen Marktteilnehmern erwartet. Auf der Long-Seite locken Anleihen guter Bonität auf attraktiven Niveaus, zudem sind die Kupons hoch. Auf der Short-Seite geraten die Unternehmen zunehmend unter Druck, viele müssen sich in den nächsten zwei Jahren refinanzieren. Dies führt zu einer hohen Streuung im Markt, die von aktiven Hedgefonds ausgenutzt werden kann. Credit Fixed Income Manager haben in den letzten zwei Jahren bereits eine sehr gute Performance erzielt. Aktive und spezialisierte Manager dürften jedoch auch 2025 erfolgreich sein, wenngleich die Volatilität der Ergebnisse zunehmen könnte.

Global Makro: neutrale Einschätzung

Oft wird von makrogetriebenen Märkten gesprochen. Dies mag für das Sentiment der Marktteilnehmer zutreffen, bedeutet aber nicht, dass die Global-Macro-Strategie zwangsläufig davon profitiert. Viele fundamental orientierte Manager waren auch 2024 zu konservativ positioniert und schätzten teilweise die Inflationserwartungen sowie die daraus resultierenden Zinsbewegungen falsch ein. Zudem konnten sie die heftigen Bewegungen auf der Zins-, Währungs- und Rohstoffseite in der zweiten Jahreshälfte nicht

monetarisieren. Einheitliche Makrotrends sind im ersten Jahr der Trump-Administration schwer zu prognostizieren. Wir halten daher an der neutralen Positionierung der Global-Macro-Manager fest. Wir favorisieren weiterhin diskretionäre Manager gegenüber systematischen.

Trend Following: leicht untergewichten

Das Jahr 2024 war für die Trendfolger schwierig. Die im ersten Halbjahr erzielten Gewinne wurden im zweiten Halbjahr wieder aufgezehrt. Wie bei den Global Macro Managern konnten die Modelle die starken Bewegungen der Anlageklassen im zweiten Halbjahr nicht gewinnbringend nutzen. Die Volatilität ist im Vergleich zum Vorjahr gesunken. Ein leichter Anstieg der Volatilität ist zwar denkbar, doch dürften die Märkte weiterhin stark von der Politik beeinflusst werden. Dies macht es für Trendfolger schwierig, sich gewinnbringend zu positionieren, da eine ständige Neupositionierung erforderlich ist. Wir bleiben untergewichtet.

Hedgefonds Maßnahmen

Maßnahme 1: Hedgefonds übergewichten

Hedgefonds bieten Anlegern unkorrelierte Renditequellen und dienen damit der Diversifikation.

Maßnahme 2: Equity Long-Short übergewichten

Diese Strategie kann am besten von Verwerfungen profitieren, die sich aus temporär volatilen Märkten ergeben.

Maßnahme 3: Credit Fixed Income übergewichten

Auf der Long-Seite locken qualitativ gute Kredite auf attraktiven Niveaus, zudem sind die Kupons hoch. Auf der Short-Seite geraten Unternehmen zunehmend unter Druck, viele müssen sich in den nächsten zwei Jahren refinanzieren.

Maßnahme 4: Trend Following untergewichten

Ein leichter Anstieg der Volatilität ist zwar denkbar, doch dürften die Märkte weiterhin stark von der Politik beeinflusst werden, was eine profitable Positionierung für Trendfolger erschwert, da eine ständige Neupositionierung erforderlich ist.

Strategiebeitrag Hedgefonds in 2025

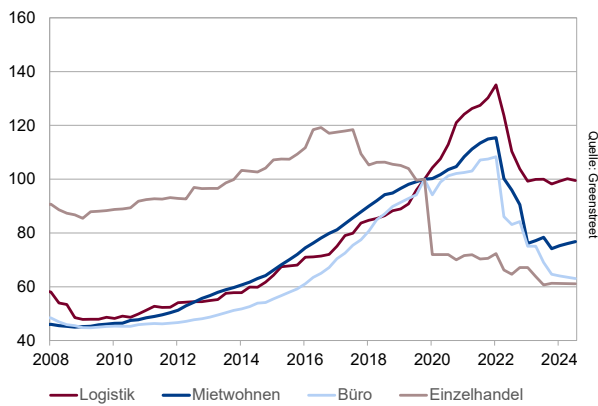
Durch den Zugang zu nicht traditionellen Renditequellen mit geringer Korrelation zu Aktien- und Anleihemärkten werden Hedgefonds 2025 zu einem wertvollen Stabilisator im Portfolio.

JAHRESAUSBLICK 2025: IMMOBILIEN

Marktentwicklung in Deutschland

An dieser Stelle lauteten die Fragestellungen der letzten zwei Jahre: „Wie tief werden die Preise sinken?“ und „Ist die Bodenbildung der Preisentwicklung bereits erreicht?“ Ein Blick auf die aktuelle Grafik der Immobilienpreise zeigt, dass der **Abwärtszyklus beendet** ist. Bei Mietwohnen und Logistik, den beiden Nutzungsarten mit Mietwachstum, ist in 2024 sogar eine leicht positive Tendenz zu erkennen. Ist damit die Zeit für eine baldige Markt- und Preiserholung gekommen?

Immobilienpreise in Deutschland nach Nutzung
Top 6 Metropolen, (12/2019 = 100)



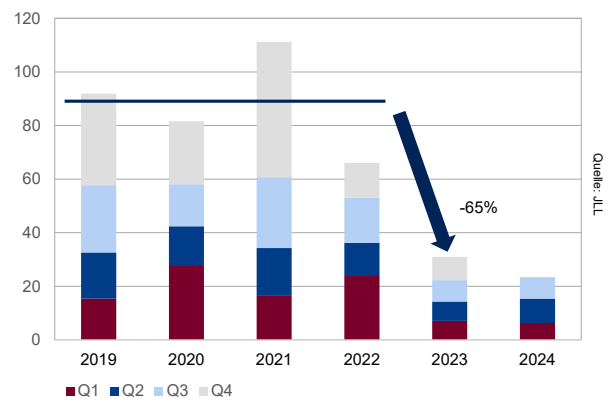
Preisentwicklung Deutschland (Top 6)	10 Jahre (2014 – 2024)	5 Jahre (2019 – 2024)	max. Korrektur (seit 03/2022)	9 Monate (seit 12/2023)
Logistik	+66%	+4%	-27%	+1%
Mietwohnen	+22%	-22%	-36%	+4%
Büro	+17%	-33%	-42%	-2%
Einzelhandel	-40%	-39%	-16%	0%

Quelle: Greenstreet

Neben den Preisen ist das **Transaktionsgeschehen** der zweite relevante Marktindikator. Mit einem Volumen von gut 23 Milliarden Euro per Q3/2024 bewegen sich die Immobilieninvestitionen in Deutschland **auf dem Niveau des Vorjahres** und deuten auch hier auf eine Stabilisierung. Allerdings liegt dieses Volumen rund zwei Drittel unterhalb des Durchschnittswerts der Vorjahre.

Bei der Art der durchgeführten Transaktionen sind zwei Entwicklungen hervorzuheben: Während Immobilien mit langfristig gesicherten Cashflows (sogenanntem Core-Risikoprofil) in der Vergangenheit 40 bis 50 Prozent ausmachten, ist dieser Anteil in 2023 auf bis zu 20 Prozent gesunken und in 2024 auf nun 30 Prozent gestiegen. Die **Nachfrage nach Core-Immobilien** ist für einen funktionierenden Immobilienmarkt entscheidend, denn sie stellen für viele Akteure den notwendigen Exit-Kanal dar. Gerade in Kombination mit dem gesunkenen Gesamtvolumen ist der Markt in dieser Hinsicht noch lange nicht normalisiert, aber zumindest die Tendenz erweckt Zuversicht.

Transaktionsvolumen in Deutschland
(in Mrd. EUR)



Die zweite hervorzuhebende Entwicklung betrifft das **Transaktionsvolumen für verschiedene Nutzungsarten**. Im Bürosegment ist der Rückgang deutlich, von 20 bis 30 Milliarden Euro in den Vorjahren auf gut fünf Milliarden in 2023. Das entspricht einem Rückgang um 80 Prozent. Eine Erholung erscheint in weiter Ferne. Dagegen fällt der Rückgang im Logistiksegment mit gut 20 Prozent moderat aus. Dieses Segment führt die Marktbelebung in Deutschland an.

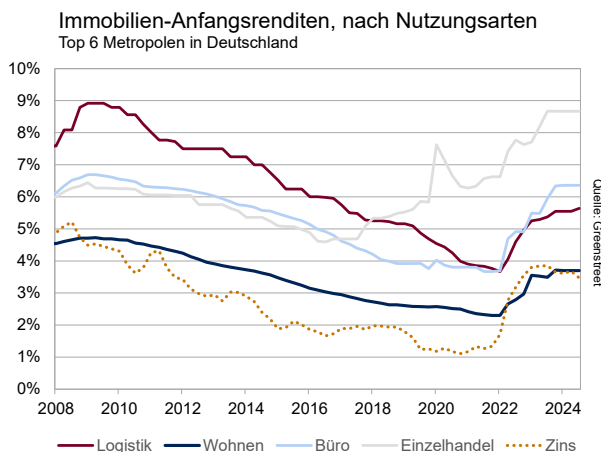
Für eine Marktbelebung sind immobilienwirtschaftliche Faktoren relevant. Während der Kapitalmarkt mit den gestiegenen Zinsen und Renditeerwartungen Auslöser der Marktverwerfung im Jahr 2022 war, blieb die **Angebots- und Nachfragesituation für Wohn- und Logistikflächen** in 2023 und 2024 **ungebrochen positiv**. Beide Segmente verzeichneten Mietsteigerungen von vier bis fünf Prozent p.a. bei Leerstandsdaten von unter fünf Prozent (Logistik) bzw.

unter zwei Prozent (Mietwohnen), was das Vertrauen von Investoren in diese beiden Marktsegmente untermauert.

Dagegen waren Büros und Einzelhandel weiterhin von fundamentalen Belastungen betroffen. Der Einzelhandel verzeichnete kaum Veränderungen (Mieten: + 0,6 Prozent, Leerstand: leichter Rückgang auf sieben Prozent) und Büros leichte Verschlechterungen (Mieten: - 1,9 Prozent, Leerstand: Erhöhung auf sieben Prozent), sodass für diese Segmente die Skepsis der Investoren überwiegt.

These 1: Günstiger wird es nicht. Mit einem weiteren Absinken der Immobilienpreise ist nicht zu rechnen. Deshalb ist nun der Einstiegszeitpunkt für neue Immobilieninvestitionen gekommen.

Der kurze und ausgeprägte **Zinssteigerungszyklus** ist mit den ersten Zinssenkungen der EZB seit Juni 2024 **beendet**. Der Markt hat das deutlich angestiegene **Renditeniveau vollständig und fair eingepreist**, was sich an den seit 12 Monaten stabilen Anfangsrenditen ablesen lässt.



Selbst bei Segmenten mit positiver Mietertragsprognose sind die **Immobilienpreise nominal auf die Werte der Jahre 2016 (Mietwohnen) bzw. 2019 (Logistik)** zurückgegangen. Unter Berücksichtigung der Inflation liegen sie sogar noch deutlich darunter.

Ein **Argument gegen weitere Preissenkungen** stellen zudem die **deutlich gestiegenen Baukosten** dar. Diese haben sich laut Statistischem Bundesamt seit 2016 um 62 Prozent bzw. seit 2019 um 44 Prozent erhöht. Auch

wenn sich der Großteil der Wertkorrektur auf den Bodenwert bezieht, sind die **Immobilienpreise** damit auf ein Niveau zurückgekommen, das häufig **unter den Wiederherstellungskosten** liegt.

Signifikante Notverkäufe, die ebenfalls Einfluss auf das Preisniveau nehmen könnten, erscheinen heute weniger wahrscheinlich. Sie werden meist häufiger erwartet als dann tatsächlich durchgeführt und das gilt umso mehr, je mehr Zeit nach der akuten Krise vergeht.

Vor diesem Hintergrund stellt das aktuelle **Preisniveau** ein gutes **Fundament für eine Rückkehr in den Markt dar**. Kaufgelegenheiten sollten selektiv genutzt werden. Wie schnell man als Investor agieren muss, hängt allerdings sehr vom Tempo der Erholung ab.

These 2: Eine Erholung des Marktes steht grundsätzlich bevor. Die Wiederbelebung wird aber langsamer und erst einmal schwächer ausfallen als von vielen Marktteilnehmern erhofft.

Mit der Stabilisierung der Immobilienpreise ist die Verlässlichkeit der **Informationsfunktion der Preise** für Käufer und Verkäufer **wiederhergestellt**. Eine wichtige Voraussetzung für Transaktionen und für eine Wiederbelebung des Immobilienmarktes ist damit gegeben.

Eine zweite Voraussetzung sind ausreichend hohe Risikoprämien der Immobilienanlage gegenüber alternativen Anlagen, um die spezifischen Immobilienrisiken angemessen zu kompensieren. Ein Blick auf die Daten zeigt, dass die **Risikoaufschläge** – definiert als Differenz zwischen der Anfangsrendite und dem risikofreien Zins – in den letzten 12 Monaten bei stabilen Anfangsrenditen und leicht gesunkenen Zinsen **leicht gestiegen** sind. Sie sind in allen Segmenten, nunmehr auch beim Mietwohnen positiv, liegen aber für Mietwohnen und Logistik noch deutlich unter den langjährigen Vergleichswerten. Die **Tendenz** geht also auch bei den Risikoprämien in Richtung **Markterholung**.

Für eine Wiederbelebung des Immobilienmarktes gerade in den Segmenten **Logistik und Mietwohnen** spricht eine **intakte Nachfrage**, die auf ein **begrenzt Angebot** trifft, was wiederum zu **steigenden Mieten** führt. Dies stärkt die Wirtschaftlichkeit und damit die Attraktivität dieser Objekte bei Investoren. Die Daten zeigen aber auch, dass

ein Teil der prognostizierten Steigerungen des Mietertrags bereits eingepreist ist und nicht direkt zu höheren Immobilienpreisen führen wird, sondern zum Ausbau der noch unterdurchschnittlichen Risikoprämie. Gleiches gilt für sinkende Zinsen. Die **Erholung der Preise** wird deshalb **eher langsam** erfolgen.

In den Segmenten **Büro und Einzelhandel** sind die Risikoaufschläge im Vergleich zu den Vergangenheitswerten bereits überdurchschnittlich. Hierin finden die eher ungewissen Aussichten auf den Mietertrag Ausdruck, aber auch die Tatsache, dass viele Investoren diese Nutzungsarten aus fundamentalen Gründen kritischer sehen und ihr Exposure eher reduzieren.

Neben diesen verhalten positiven Faktoren wird der Prozess der **Markterholung von hoher Unsicherheit flankiert**: Zu den **geopolitischen Unsicherheiten** (Ukraine-Krieg, Nahost-Konflikt, Trumps America First-Politik) gesellen sich gerade in Deutschland sowohl **strukturell-wirtschaftliche Risiken** (hohe Energiekosten, sinkende Produktivität, Fachkräftemangel) als auch **politisch-regulatorische Risiken** (Mietenregulierung, Sanierungspflichten, Förderprogramme). Diese **Unsicherheiten** erhöhen die Schwierigkeit, die Zukunft einzuschätzen und **hemmen** damit grundsätzlich die **Investitionstätigkeit**.

Migration und Wohnungsmarkt

These 3: Zuwanderung ist eine Grundvoraussetzung für einen funktionierenden Immobilienmarkt.

Großstädte entstehen und wachsen durch Zuwanderung. Dabei weisen die größten Städte Europas eine bemerkenswerte Stabilität in ihrer Rangfolge nach Bevölkerungszahl auf. Von den 30 bevölkerungsreichsten Städten Europas im Jahr 1850 sind heute noch 21 unter den Top 30 zu finden, was einer Quote von 70 Prozent entspricht.

Städte sind auch die primären Zielorte der Migration, also der Zuwanderung über nationale Grenzen hinweg. Herausragende Beispiele im internationalen Kontext sind nach Zahlen der International Organization for Migration (IOM) für 2015 Dubai mit einem Anteil von 83 Prozent, Brüssel mit 62 Prozent oder Toronto mit 46 Prozent im Ausland geborener Personen an der Gesamtbevölkerung. In Frankfurt lag der Bevölkerungsanteil mit Migrationshintergrund – dazu zählen Menschen mit nicht deutscher

Staatsangehörigkeit, Deutsche, die im Ausland geboren wurden, und Minderjährige, deren Eltern zugewandert sind – im Jahr 2023 bei 57 Prozent. In Hamburg liegt der Anteil nach Auskunft des Statistischen Landesamtes bei 40,4 Prozent.

Die **Grenzen zwischen Mehrheits- und Minderheitsgesellschaft lösen sich zunehmend auf.** Dennoch gibt es weiterhin Unterschiede, denn migrantische Haushalte verfügen durchschnittlich über ein geringeres Durchschnittseinkommen und haben schlechtere Zugänge zur Teilhabe an der Stadtgesellschaft. Gleichzeitig leisten Migranten mit ihrer Arbeitskraft einen wichtigen Beitrag für viele wirtschaftliche Aktivitäten in der Stadt.

Im Schwerpunktteil unseres Jahresausblicks haben wir die hohe Bedeutung eines aufnahmefähigen Arbeitsmarktes für die Integration von Migranten in die (Stadt-)Gesellschaft verdeutlicht. Ausgehend von den Grundbedürfnissen geht der Integration in den Arbeitsmarkt eine **stabile Wohnsituation als Bedingung** voraus. Die Auswirkungen auf die (groß-)städtischen Immobilienmärkte lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Insbesondere Großstädte und wirtschaftlich attraktive Ballungszentren erfahren durch Zuzug einen erhöhten Druck auf den Wohnungsmarkt.
- Einem erhöhten **Bedarf, insbesondere an kleinen, kostengünstigen Wohnungen und größeren Wohneinheiten für Familien,** steht ein immer knapperes Angebot gegenüber.
- Die erhöhte Nachfrage trägt zu steigenden Miet- und Immobilienpreisen bei. Trotz einer geringen Zahlungsfähigkeit sind die **Mietkosten für migrantische Haushalte oft überdurchschnittlich hoch.**
- Zuziehende Migranten lassen sich oftmals in Stadtteilen oder Quartieren nieder, die preislich erschwinglicher sind. Dies kann zur **Bildung ethnisch oder sozial homogener Stadtteile** führen.
- In strukturschwachen Gebieten kann Migration aber auch zur Revitalisierung und wirtschaftlichen Belebung beitragen und damit stabilisierend auf die Nachfrage nach und die Preisentwicklung von Immobilien, die Auslastung von Infrastrukturen und die Verfügbarkeit von Arbeitskräften wirken kann.

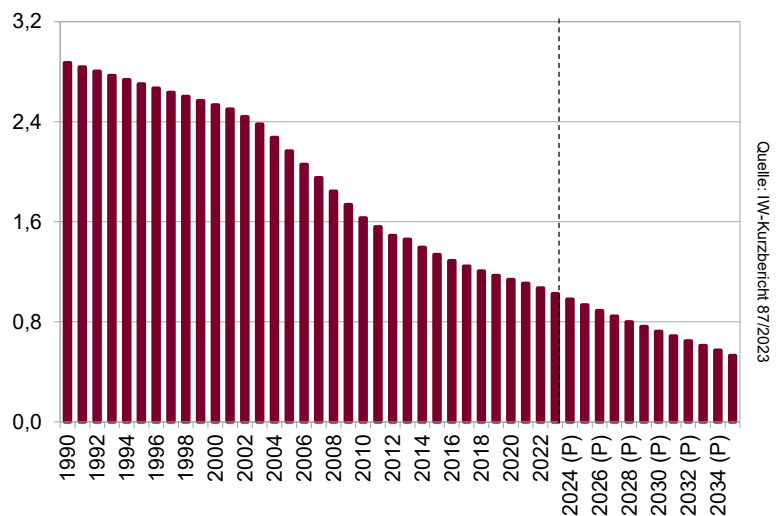
Akteure am Immobilienmarkt können zunächst einmal mitnehmen, dass insbesondere die führenden Großstädte

eines Landes in Folge von Zuwanderung verlässlichere demografische Rahmenbedingungen für Investitionen bieten als kleinere Städte und damit bessere Chancen auf stabile Mieteinnahmen und potenziell steigende Immobilienwerte. Hohe Migrationsquoten, die möglicherweise stadtteilbezogen noch einmal ausgeprägter sind, machen gegebenenfalls ein **spezifisches Wohnraumangebot erforderlich**. Dies können größere Wohnungen für Familien oder kleinere Einheiten für Einzelpersonen sein, die im Rahmen von Neubauten oder Sanierungen geschaffen werden. Auch die Entwicklung flexibler Wohnkonzepte oder temporärer Unterkünfte, die als Übergangslösungen für neu ankommende Zuwanderer konzipiert sind, können sinnvolle Ergänzungen des Wohnungsangebotes sein. Vor allem aber sind Migranten zunächst auf erschwinglichen Wohnraum angewiesen, was den **Bedarf für Investitionen in bezahlbaren Wohnraum im unteren und mittleren Preissegment** erhöht. Staatliche Anreize wie Subventionen, Steuererleichterungen oder Förderprogramme für den sozialen Wohnungsbau können hier zusätzliche Anreize für Investoren bieten, sich in diesem Segment zu engagieren.

Öffentlich geförderter Wohnungsbau

Die soziale Wohnungspolitik in Deutschland ist darauf gerichtet, die Verfügbarkeit von bezahlbarem Wohnraum zu verbessern. Als bezahlbar gilt Wohnraum, wenn die Kosten 30 Prozent des Haushaltseinkommens nicht überschreiten. Und als unterstützungswürdig gelten einkommensschwache Haushalte, die gesetzlich festgelegte Einkommensgrenzen unterschreiten, oder benachteiligte Bevölkerungsgruppen, wie kinderreiche Haushalte, Alleinerziehende und Zugewanderte, die sich am Markt nicht angemessen mit Wohnraum versorgen können.

Bestand an Sozialwohnungen in Deutschland
(Bindungsbestand zum jeweils 31.12. in Mio. Einheiten)



In Deutschland gibt es soziale Wohnungspolitik seit 1950. Sie nutzt dabei als Instrumente die Objektförderung und die Subjektförderung. Bei der **Objektförderung** wird die Schaffung von mietpreisgebundenem Wohnraum unterstützt. Eine Schwäche dieser Förderung ist die **geringe Zielgenauigkeit**. Steigt das Einkommen eines Haushalts an, sodass die Berechtigung zur Wohnnutzung nicht mehr gegeben ist, dürfen die Personen die Wohnung weiter nutzen. Eine Fehlbelegungsabgabe, mit der die Förderung ausgeglichen wird, wird nur noch in wenigen Bundesländern erhoben. Bei der **Subjektförderung** erhalten einkommensschwache Haushalte Unterstützung mittels **Wohngeld**. Dieses Instrument besitzt eine deutlich höhere Treffsicherheit. Es reduziert jedoch nicht **Diskriminierungen** bei der Vermietung. Zudem erfolgt die beabsichtigte **Erweiterung des Wohnungsangebots langsam und unvollständig**.

Städte sind die primären Zielorte der Migration.

These 4: Das Angebot an bezahlbarem Wohnen wird auch in Zukunft weiter abnehmen, der Bedarf steigen.

Gerade in den deutschen Ballungszentren liegt eine **Unterversorgung mit bezahlbarem Wohnraum** vor. Der konkrete Bedarf hat aufgrund der Migration stark zugenommen. Insbesondere aufgrund geopolitischer Krisen in Europa wie auch weltweit gelangen immer mehr Flüchtlinge nach Deutschland, die auf bezahlbaren Wohnraum angewiesen sind.

Während der Bedarf steigt, geht der **Bestand an öffentlich geförderten Wohnungen** seit Jahrzehnten zurück. Zahlreiche Städte haben seit den 1990er Jahren ihre preisgebundenen Wohnungsbestände an private Investoren verkauft. Zugleich fallen zahlreiche Wohnungen nach Ablauf der Förderdauer aus der Mietpreisbindung heraus. Zum Ende des Jahres 2023 lag der Bestand bei nur noch knapp 1,07 Millionen Wohnungen, das entspricht einem **Rückgang um 57 Prozent gegenüber 2002** oder um 30 Prozent gegenüber 2012. Da mehr öffentlich geförderte Mietwohnungen aus der gesetzlichen Belegungsbindung herausfallen als neue gebaut werden, wird die **Anzahl an Sozialwohnungen** auch in den kommenden Jahren **weiter abnehmen**.

Handlungsbedarf besteht insbesondere in den Ballungsräumen und wirtschaftsstarken Regionen Deutschlands, wo ein starker Bevölkerungszug herrscht und das Mietniveau hoch ist. Die Regierung hat sich deshalb zum Ziel gesetzt, die Anzahl an **Sozialwohnungen jährlich um 100.000 zu erhöhen**. Hierzu muss aufgrund begrenzter öffentlicher Mittel zwingend **privates Kapital** mobilisiert werden.

Förderprogramme

These 5: Durch das stark veränderte Marktumfeld wird der geförderte Wohnungsbau bei Projektentwicklern zunehmend beliebt.

Seit der Föderalismusreform 2006 regeln die Bundesländer die soziale Wohnraumförderung in eigenen Landesgesetzen. Dadurch soll sich die Förderung besser am jeweiligen Teilmarkt orientieren. Die Förderrichtlinien unterscheiden sich von Bundesland zu Bundesland teilweise deutlich. Es gibt Förderungen auf Ebene einzelner Städte und Kommunen. Einige Förderkonditionen sind an regionale Gegebenheiten gekoppelt. Entwickler und

Investoren beklagen die **mangelnde Transparenz dieser Förderlandschaft**.

Die klassische Form einer Förderung ist die Gewährung von **Darlehen mit subventionierten Zinssätzen**. Doch während der Niedrigzinsphase hatte dieses Instrument an Wirksamkeit verloren. Seit dem raschen Zinsanstieg im Jahr 2022 bieten zinsvergünstigte Darlehen jedoch wieder einen klaren Kostenvorteil. Zusätzlich nutzen einige Länder das Instrument von **Tilgungs- und Baukostenzuschüssen** zu Gunsten der Entwickler.

In Branchenkreisen gelten die aktuellen **Förderkonditionen** beispielsweise in **Bayern** als **besonders attraktiv**. Der Freistaat fördert den sozialen Wohnungsbau aktuell mit einem Darlehen zu 0,5 Prozent Zinsen und einer Tilgung von mind. 1,0 Prozent. Die Darlehenshöhe ist abhängig von der Bindungsdauer und beträgt beispielsweise 50 Prozent der Kostenobergrenze (3.100 Euro/qm Wohnfläche) bei 40 Jahren Bindung. Darüber hinaus wird ein belegungsabhängiges Darlehen mit einem Zinssatz von 2,75 Prozent und einem Tilgungssatz von einem Prozent vergeben, wobei die ersten 15 Jahre tilgungsfrei sind. Ergänzend wird ein Zuschuss von 600 Euro/qm Wohnfläche gewährt, der bei nachhaltiger Bauweise oder der Lage im Ortskern noch erhöht werden kann.

Dass die öffentlichen Förderkonditionen an Attraktivität gewonnen haben, ist auch an der **zunehmenden Zahl neu geplanter Projekte** abzulesen. In vielen Fällen handelt es sich dabei jedoch um Varianten der Entwickler, deren ursprüngliche Projektkalkulation als frei finanziertes Wohnungsbau aufgrund eines zu teuren Grundstückeinkaufs, gestiegener Baukosten und eingebrochener Nachfrage bei Eigentumswohnungen nicht mehr aufgeht.

Wirtschaftlichkeit

These 6: Kurzfristige Wertsteigerungen sind mit öffentlichem Wohnungsbau nicht zu erzielen.

Investitionen in geförderten Wohnungsbau werden mit einem **langen Anlagehorizont** getätigt. Die wertbeeinflussenden Faktoren wie **Zinssätze** und **Miethöhen** sind **über lange Zeiträume fixiert**, was die Sicherheit des Investments erhöht. So wurden im Jahr 2023 mit rund 98 Prozent nahezu alle Fördermaßnahmen im Mietwohnungsneubau mit Miet- und Belegungsbindungen von 20 oder

mehr Jahren verknüpft, bei rund 76 Prozent waren es sogar 30 oder mehr Jahre. **Kurzfristige Wertsteigerungen** sind bei diesen Parametern **nicht zu erwarten**. Daher gelten Investitionen in geförderten Wohnungsbau trotz spezieller Förderkonditionen als weniger wirtschaftlich im Vergleich zu Investitionen in den freien Wohnungsbau.

In der Regel decken die Förderbeträge barwertig berechnet zwischen 25 bis 35 Prozent der gesamten Investitionskosten ab. Die erzielbaren **Eigenkapitalrenditen** aus den Mieteinnahmen werden mit zwei bis drei Prozent angegeben, zuzüglich einer Wertänderungsrendite. Sie liegen damit regelmäßig unterhalb der Renditen aus dem frei finanzierten Wohnungsbau. Im Einzelfall kann durch zins- und tilgungsfreie Zeiträume allerdings eine attraktive Ausschüttungsrendite erzielt werden.

Die Attraktivität der Förderkonditionen hängt im Wesentlichen von dem Zusammenspiel folgender Faktoren ab:

- Höhe des geförderten Zinssatzes (in der Regel bis 2 Prozent)
- Bindungsdauer für Mieten (in der Regel 20 bis 30 Jahre)
- Zulässige Miethöhe (je nach Standort und Programm unterschiedlich)
- Höhe des Förderzuschusses (zum Beispiel ein Baukostenzuschuss)
- Höhe des Tilgungsverzichts

Als Förderzuschuss und Tilgungsverzicht werden einmalige, nicht rückzahlbare Zuschüsse bzw. die Reduzierung von Darlehensvaluta bezeichnet. Diese wurden von einigen Bundesländern in der Niedrigzinsphase eingeführt, um einen wirtschaftlichen Vorteil gegenüber den ohnehin niedrigen Marktzinsen zu schaffen. Diese Zuschüsse beeinflussen die Wirtschaftlichkeit eines Projekts in besonderem Maße.

Neben den vorgenannten Förderkonditionen wird dem Kaufpreis für das Grundstück und den allgemeinen Baukosten eine hohe Wirkung beigemessen. Explodierende Grundstücks- und Baukosten haben vielerorts dazu geführt, dass soziale Bauvorhaben unwirtschaftlich wurden. So weisen einige **Projektkalkulationen heute nur unter Berücksichtigung der öffentlichen Zuschüsse ein positives Ergebnis** aus. Die **Auszahlung** ist in der Regel jedoch **an einige Bedingungen geknüpft** – wie beispielsweise das

Erreichen eines Energiestandards oder die Einhaltung von Baukostenobergrenzen – und erfolgt mit einigem Zeitverzug. Für einen Investor, der sich als Finanzierungspartner beim Grundstückskauf oder der Hochbauphase engagiert, führt dies zu einem **zusätzlichen Risiko** in der Gesamtbewertung.

Keinen direkten wirtschaftlichen Einfluss haben hingegen Belegungsrechte und Einkommensgrenzen von Mietinteressenten. Beide Faktoren reduzieren jedoch die Einflussnahme des Investors bei der Mietauswahl. Eine pauschale Aussage zur Rentabilität von öffentlich geförderten Bauvorhaben kann aufgrund der vielen Einflussfaktoren und unterschiedlichen Förderkonditionen nicht gemacht werden. Die Rentabilität ist, wie zu erwarten, bei jedem Projekt individuell zu prüfen.

Eine Alternative zum Erwerb eines geförderten Neubaus bildet der **Kauf eines Bestandsgebäudes**, dessen Bindung in wenigen Jahren endet. Hier entfallen die Baurisiken und eine Anpassung des Mietniveaus ist in greifbarer Nähe. Selbst bei sehr regelmäßigen Mieterhöhungen (15 Prozent alle drei Jahre) dauert es etwa **13 Jahre bis die Mieteinnahmen verdoppelt** sind. Je nach Fluktuation – bei der die Marktmiete in der Nachvermietung vereinbart wird – kann der Zeitraum auch kürzer ausfallen. Erfahrungsgemäß ist die Fluktuation bei Wohnungen mit niedrigen Mieten jedoch gering. Verkäufer preisen die Mieterhöhungserwartung auch in den Kaufpreis ein, sodass zwar die m²-Preise attraktiv klingen, die Faktoren jedoch hoch sind. Darüber hinaus ist der Instandhaltungszustand genau zu prüfen, da im Bindungszeitraum von 30 oder 40 Jahren i.d.R. nur zwingend erforderliche **Instandhaltungsmaßnahmen** durchgeführt werden und viele Bauteile nach diesem Zeitraum das Ende ihrer technischen Lebensdauer erreicht haben.

These 7: Öffentliche Förderprogramme sind für Investoren wieder attraktiv, können die Baukosten- und Grundstückspreissteigerungen der Vergangenheit jedoch (noch) nicht kompensieren.

Die Förderkonditionen und der Zeitraum der Bindung bedingen sich in der Regel. Für den Investor kann es dabei wirtschaftlich vorteilhaft sein, lange Bindungszeiträume zu vereinbaren, um die höchst mögliche Förderung zu erhalten. Investitionen in gefördertes Wohnen bieten nicht

die höchsten Renditen, sondern stellen mit einer hohen Vermietungssicherheit und einer langfristigen Förderung ein kalkulierbares, langfristiges und risikoarmes Engagement dar. Dies trifft zumindest auf die Bestandsphase zu. Es dürfen dabei jedoch nicht die **allgemeinen Baurisiken** (Baukosten, Bauzeit, Insolvenzen, Unvorhergesehenes etc.) vernachlässigt werden, die, sollten sie eintreten, von einem Investment mit niedriger Rendite kaum kompensiert werden können.

Ein besonderes Augenmerk ist beim öffentlich geförderten Wohnungsbau auf den **Standort** zu legen. Insbesondere aufgrund günstigerer Grundstückspreise werden Projekte häufiger an Stadtrandlagen oder Magistralen realisiert. Dies beeinflusst die **Wertentwicklung** insbesondere **nach Auslaufen der Bindung**, wenn für die Immobilie die „normalen“ Marktkonditionen gelten. Zudem kann es beim sozialen Wohnungsbau durch eine schnellere Abnutzung zu erhöhten Instandhaltungskosten kommen. Aufgrund der niedrigen Mieten sind auch die Verwaltungskosten – relativ betrachtet – höher als beim frei finanzierten Wohnungsbau.

Aufgrund der in den vergangenen Jahren massiv gestiegenen Baukosten fordert die Branche insbesondere auch die Skalierung von Bauprojekten und die Förderung des seriellen Bauens, um den Bau von geförderten Wohnungen attraktiver zu machen.

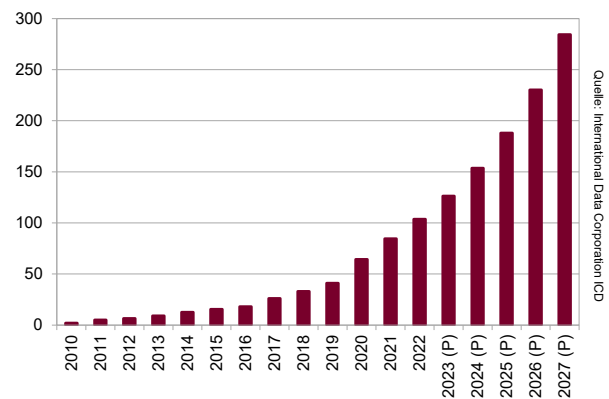
Neben dem wirtschaftlichen Erfolg haben in den vergangenen Jahren auch **ökologische, soziale und Governance-Kriterien** (ESG) bei einer Immobilieninvestition an Einfluss gewonnen. Zudem hat sich das Thema **Impact Investing** in den letzten Jahren etabliert, bei dem mit einer Investition auch eine positive soziale und ökologische Wirkung erzielt werden soll. Eine Investition in bezahlbares Wohnen kann sowohl ESG-Kriterien erfüllen als auch als Impact Investing eingestuft werden (neuer Wohnraum, niedrige Mieten, Unterstützung Benachteiligter). Unter diesem Aspekt eignen sich Investitionen in den sozialen Wohnungsbau insbesondere auch für Investoren, die sich diesem Themenfeld verbunden fühlen. Family Offices haben meist einen generationsübergreifenden Ansatz in der Vermögensaufstellung. Mit diesem langen Anlagehorizont kann der soziale Wohnungsbau das bestehende Immobilienportfolio weiter diversifizieren.

Investition in Datenzentren

These 8: In Folge der digitalen Transformation wächst der Bedarf für Rechenzentren stark.

Die Menge der weltweit erzeugten und verarbeiteten Daten wächst exponentiell. Rechenzentren sind die Schaltzentralen, in denen diese Daten gespeichert, verarbeitet und verteilt werden. **Mit der fortschreitenden Digitalisierung von Industrie, Verwaltung und Privathaushalten nimmt die Bedeutung von Rechenzentren immer weiter zu.**

Jährlich generierte digitale Datenmenge weltweit (in Zettabyte)



Rechenzentren bestehen im Wesentlichen aus vernetzten Computern und Servern, die von Unternehmen oder Organisationen zur Speicherung und Verarbeitung großer Datenmengen genutzt werden. Hinzu kommen Anlagen für die Energieversorgung und Kühlung, ergänzt um Sicherheits- und Brandschutzeinrichtungen. Rechenzentren sind nicht alle gleich. Sie unterscheiden sich in Bezug auf Größe, Leistung, Standort und technologische Ausstattung.

Sogenannte **Hyperscale-Rechenzentren** können Millionen von Servern beherbergen und werden von großen Cloud-Anbietern wie Amazon Web Services, Microsoft Azure, Google Cloud Platform oder IBM genutzt. Hyperscale-Rechenzentren werden entweder vom Nutzer selbst gebaut oder von externen Betreibern nach den Anforderungen des Nutzers entwickelt, betrieben und langfristig an diesen vermietet.

Sogenannte **Colocation Rechenzentren** richten sich an eine Mehrzahl unterschiedlicher Nutzer („Multi-Tenant“).

Sie werden in der Regel von spezialisierten Betreibern entwickelt, betrieben und vermietet. Die Mieter betreiben auf den Mietflächen ihre eigenen Server. Als Nutzer kommen alle Arten von Branchen in Frage – vom Gesundheits- und Bankwesen bis hin zu Fertigungsunternehmen und Regierungsbehörden. Aber auch die vorgenannten großen Cloudanbieter treten als Mieter in Colocation Rechenzentren auf.

Im Gegensatz dazu gibt es auch **kleinere lokale Rechenzentren** oder sogenannte **Edge-Rechenzentren**, die nur eine begrenzte Anzahl von Servern und Speicherplatz anbieten, aber in der Nähe der Endnutzer angesiedelt sind, um schnelle Reaktionszeiten zu gewährleisten.

Rechenzentren gibt es mittlerweile überall auf der Welt. Innerhalb Europas haben sich insbesondere Frankfurt, London, Amsterdam, Paris und Dublin ("FLAPD") zu **Clustern von überregionaler Bedeutung** entwickelt. Der Grund für diese starke Konzentration liegt in der sich gegenseitig verstärkenden Wirkung von infrastrukturellen Voraussetzungen (kostengünstige Stromkapazitäten, Anbindung an einen Internetknoten, Flächenverfügbarkeit) einerseits und der Ansiedlung bzw. Nähe der entsprechenden Nutzergruppen andererseits.

Rechenzentren sind **Spezialimmobilien** und stellen **hohe Anforderungen** an die **Infrastruktur**. Dies gilt insbesondere für die verfügbare **Stromleistung**. Dementsprechend wird die Kapazität von Rechenzentren auch in Megawatt angegeben.

Entwicklung und Betrieb von Datenzentren erfordern zudem ein spezialisiertes **Know-how**, das klassische Immobilieninvestoren nicht besitzen. Abhängig von der Expertise und der Verantwortung für den Gebäudebetrieb können zwei grundsätzliche Mietmodelle unterschieden werden:

- **„Shell & Core“:** Hier stellt der Vermieter nur die Gebäudehülle inklusive Strom- und Glasfaseranschluss über einen langfristigen Triple-Net-Vertrag zur Verfügung. Sämtliche technische Infrastruktur und Ausstattung bringt der Mieter selbst ein und ist für deren Wartung und Betrieb verantwortlich. Auch der Einkauf des Stroms obliegt dem Mieter.
- **„Fully fitted“:** Hier stellt der Vermieter die komplette technische Gebäudeausrüstung (insbesondere Klima-, Sicherheits- und Brandschutztechnik) zur

Verfügung und betreibt diese. Damit sichert er den Mietern einen sicheren und störungsfreien Betrieb zu. Der Mieter bringt lediglich seine Server selbst ein und ist für deren Betrieb und Wartung verantwortlich.

Besonderheiten von Rechenzentren aus der Perspektive eines Immobilieninvestors

1. Langfristige Mietverträge: Unternehmen, die Rechenzentrumsfläche anmieten, investieren oft erhebliche Summen in den Aufbau und Betrieb ihrer IT-Infrastruktur. Um langfristige Betriebssicherheit zu gewährleisten, werden häufig **Mietverträge über viele Jahre** abgeschlossen.
2. Hohe Markteintrittsbarrieren: Die Entwicklung und der Betrieb eines Rechenzentrums erfordert nicht nur erhebliche Investitionen in die bauliche Infrastruktur, sondern auch **spezielles Know-how** in Bereichen wie IT-Sicherheit, Energiemanagement und Kühltechnik.
3. Standortabhängigkeit: Strategische Standorte in der Nähe von Ballungsräumen oder wichtigen Internet-Knotenpunkten bieten Vorteile in Bezug auf Konnektivität und geringere Latenzzeiten. Gleichzeitig gibt es aber auch Chancen in ländlichen Regionen, wo Grundstücke günstiger sind und der Betrieb energieeffizienter organisiert werden kann. Solche Standorte können für spezielle Anwendungen wie Edge Computing attraktiv sein.
4. Spezielle Anforderungen an die Gebäudestruktur: Die **Gebäude müssen besondere technische Anforderungen erfüllen**, insbesondere in den nachfolgenden Bereichen:
 - Klimatisierung und Kühlung: Server erzeugen viel Wärme, die kontinuierlich abgeführt werden muss. Rechenzentren benötigen daher hochentwickelte Kühlsysteme, die einen großen Teil des Energieverbrauchs ausmachen.
 - Stromversorgung und Redundanz: Eine unterbrechungsfreie Stromversorgung ist für den Betrieb von Rechenzentren unerlässlich. Dies erfordert redundante Stromversorgungssysteme, die häufig durch Notstromaggregate und Batteriepuffer ergänzt werden.
 - Brandschutz und Sicherheit: Da Daten das wertvollste Gut in einem Rechenzentrum sind, müssen hohe Sicherheitsstandards erfüllt werden. Dies beinhaltet erhöhte

Brandschutzanforderungen, Sicherheitszugangskontrollen und spezielle Löschanlagen sowie bereits bei der Standortwahl die Vermeidung von Erschütterungsquellen, Erdbeben- und Überschwemmungsgefahren, elektromagnetischen Störquellen und Flugkorridoren.

- **Energieeffizienz:** Da Rechenzentren enorme Mengen Strom verbrauchen, legen Betreiber und Investoren besonderen Wert auf Energieeffizienz, nachhaltige Energiequellen und die Weiterverwendung der produzierten Abwärme. Zunehmend strengere Anforderungen werden auch durch den Gesetzgeber definiert, unter anderem mit dem Energieeffizienzgesetz (EnEfG).

5. **Hohe Entwicklungs- und Instandhaltungskosten:** Einzelne Anlagen können bis zu 500 Millionen US-Dollar kosten. Campusanlagen (das heißt mehrere Gebäude an einem Standort) liegen im Bereich von mehreren Milliarden US-Dollar. Da rund 80 Prozent der gesamten Baukosten auf abschreibungsfähige Infrastrukturkomponenten entfallen, erfordern Rechenzentren zudem erhebliche Aufwendungen für die Instandhaltung.
6. **Drittverwendung.** Bei der Auswahl von Standorten, mit den erforderlichen Lagemerkmalen und infrastrukturellen Voraussetzungen ist grundsätzlich von einer guten Drittverwendungsfähigkeit auszugehen, wenn man berücksichtigt, dass die Gebäudehülle nur einen Bruchteil der Investitionskosten ausmacht und die technische Gebäudeausrüstung ohnehin relativ kurzen Erneuerungszyklen unterliegt.

Anknüpfungspunkte im Family Office

Immer wieder diskutieren wir mit Familien über die Nachnutzung von Gewerbegrundstücken, die sich zum Teil noch aus eigener unternehmerischer Tätigkeit im Bestand der Familien befinden. Dabei bietet es sich immer an, diese **Flächen auch auf ihre Eignung als Rechenzentrumsstandort zu prüfen**, zumal die Grundstückspreise für Rechenzentren weit über denen anderer gewerblicher oder industrieller Nutzungen liegen.

Als Einzelinvestment sind Rechenzentren selbst für sehr große Familienvermögen in der Regel nicht geeignet, wenn Mindestanforderungen an die Risikosteuerung erfüllt bleiben sollen. Zudem erfordert dieses Investment

Spezialwissen und eine genaue Analyse der technischen, wirtschaftlichen und geografischen Rahmenbedingungen, um langfristig erfolgreich zu sein. Als Beteiligung – entweder über **spezialisierte Fondsprodukte** mit entsprechend qualifizierten Managern oder aber **über die Börse** – kann dieser Wachstumssektor jedoch auch im Family Office investiert werden.

Investition in Risikokapital

These 9: Risikokapital für Immobilienprojekte bietet wieder ein ausgewogenes Chancen-Risiken-Profil.

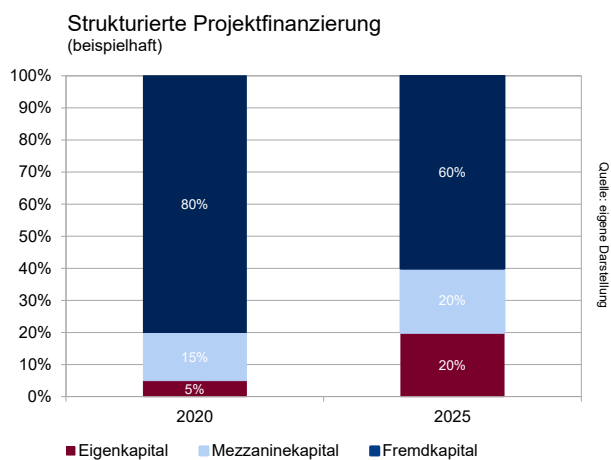
Im Family Office diskutieren wir immer wieder, ob die Beteiligung an Projektentwicklungsrisiken im Rahmen der Immobilienallokation strategisch sinnvoll ist, wenn man zugrunde legt, dass die Immobilie im Gesamtvermögen für Diversifikation, Wertstabilität und laufende Erträge steht. Dabei wird jedoch vernachlässigt, dass mit Immobilien Anlagestrategien im gesamten Rendite-Risiko-Spektrum umgesetzt werden können und im Rahmen einer Core-Satellite-Strategie durchaus **Spielräume für die Beimischung von risikoreicheren und renditestärkeren** Themen wie Projektfinanzierungen oder Bestandsfinanzierungen im höheren Auslauf bestehen.

Nun dominieren seit dem Jahr 2022 Meldungen über **Insolvenzen von Projektgesellschaften und Projektentwicklern** die Fachmedien. Ursächlich für die Vielzahl der Insolvenzen ist die Kombination aus massiv gestiegenen Finanzierungskosten, explodierenden Baukosten und Grundstückspreisen (in den Jahren bis 2022) in Verbindung mit einem implodierten Investmentmarkt und stark korrigierten Marktpreisen. Dieser Giftcocktail war nicht nur für viele Projekte tödlich, sondern für alle Parteien, die sich in den Projekten engagiert haben – einschließlich der Risikokapitalgeber, deren Engagement in vielen Fällen mit einem Totalverlust endete.

Vieles ist heute anders. Banken finanzieren, wenn überhaupt, deutlich konservativer und verlangen deutlich mehr Eigenkapitaleinsatz bei Projekten und Bestandsfinanzierungen. Risikokapitalgeber sind vom Markt verschwunden oder erhalten kein frisches Kapital für neue Investitionen. Die Spielart des Forward Funding, also der baubegleitenden Kaufpreiszahlung durch Endinvestoren, ist tot. Beides führt zu **Finanzierungslücken auf Entwicklerseite**.

Die Verkaufspreise haben stark korrigiert, aber inzwischen ihren Boden gefunden. Baukosten bleiben hoch, steigen aber nicht mehr signifikant. Grundstückspreise (müssen) sinken, da der Grundstückspreis eine der wenigen Variablen ist, die nicht kostenbasiert und damit beeinflussbar ist.

Entscheidend ist jedoch, dass sich die Nachfragesituation nicht verändert hat. Insbesondere im **Wohnsektor steht einer steigenden Zahl von Haushalten eine immer geringere Neubauproduktion gegenüber, was die Mietpreisentwicklung treibt**. Und es gibt nach unserer Wahrnehmung weiterhin einen Markt für gute Neubauwohnprojekte, wenn die Exit-Faktoren nicht wesentlich über das Zwanzigfache hinausgehen. Projekte, die vor 2023 aufgesetzt wurden, erreichen diese Zielmarke nicht, da ihre Kostenbasis, ausgehend von zu hohen Grundstückseinständen, regelmäßig zu hoch ist. Frische Projekte, die auf Basis korrigierter Grundstückseinstände und unter Inanspruchnahme individuell attraktiver Förderbedingungen kalkuliert sind, **können sich im Einzelfall wieder rechnen**.



Vor dem Hintergrund einer stark reduzierten Kapitalverfügbarkeit bei gleichzeitig erhöhtem Kapitalbedarf können für die Bereitstellung von Risikokapital wieder deutlich zweiseitige Zinskonditionen durchgesetzt werden. Für den Darlehensnehmer bringt dies eine zusätzliche Belastung durch höhere Finanzierungskosten mit sich. Für den Kapitalgeber bedeutet es aber, dass sich das **Chance-Risiko-Verhältnis zuletzt entscheidend** zu seinen Gunsten **verbessert** hat. Projekt- und Projektpartnerauswahl bleiben dennoch die entscheidenden Faktoren für den Anlageerfolg.

Immobilien Maßnahmen

Maßnahme 1: Fokussierung auf Immobilien mit Mietsteigerungspotenzial

Die zukünftige Wertentwicklung von Immobilien wird ganz überwiegend von der Steigerung des laufenden operativen Nettoertrages abhängen.

Maßnahme 2: Marktkorrektur für selektive Investitionen nutzen

Das gegenwärtige Marktumfeld bietet die Möglichkeit, Immobilien unter Wiederherstellungskosten in guten Lagen zu erwerben. Dabei wird das Zeitfenster für Investitionen voraussichtlich länger offenstehen, sodass selektiv und umsichtig vorgegangen werden kann.

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.

Strategiebeitrag Immobilien in 2025

Die Immobilienmärkte befinden sich bewertungsseitig in der Talsohle und stellen damit ein gutes Fundament für neue Investitionen dar. Eine rasche Markterholung wird jedoch neben der geopolitischen Lage sowohl durch strukturell-wirtschaftliche Risiken als auch durch politisch-regulatorische Unsicherheiten belastet, sodass gerade in Deutschland mit einer langsamen Erholung zu rechnen ist. Für einen Aufbau oder Ausbau des Immobilienportfolios können jetzt die Rahmenparameter festgelegt werden, um selektiv und umsichtig in die Umsetzung zu gehen.

JAHRESAUSBLICK 2025: BETEILIGUNGEN

Die Bedeutung der Künstlichen Intelligenz nimmt zu

These 1: Das Phänomen „Künstliche Intelligenz“ wird auch für den Private-Equity-Markt eine zunehmend wichtige Rolle spielen.

KI gewinnt auch bei Private Equity an Bedeutung.

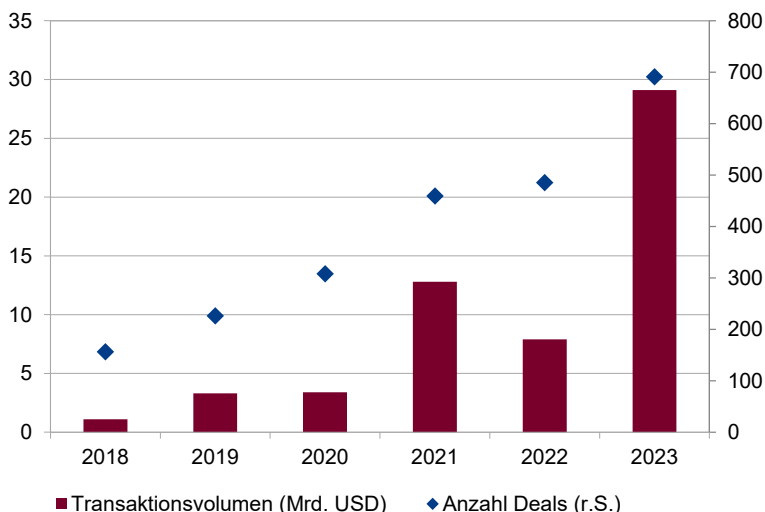
Das Thema Künstliche Intelligenz („KI“) ist spätestens mit der Vorstellung des Chatbots ChatGPT des US-amerikanischen Softwareunternehmens OpenAI im November 2022 auch in Deutschland einem breiteren Publikum bekannt geworden. Im Fokus der öffentlichen Aufmerksamkeit stehen bisher vor allem Anwendungen für sogenannte Generative Künstliche Intelligenz, mit denen sich beispielsweise Texte, Bilder oder Videosequenzen erstellen lassen. Ermöglicht wird dies dadurch, dass entsprechende Applikationen („Modelle“) mit großen Mengen unterschiedlicher Daten trainiert werden, um aus diesen zu lernen. Dieser Anlernprozess ermöglicht ihnen zunehmend erfolgreich, basierend auf von Nutzern formulierten Anforderungen – sogenannten Prompts – neue

Inhalte zu generieren oder bestehende zu verändern. Während einige Modelle nur Text oder nur Bilder lesen, verstehen und generieren bzw. verändern können, gibt es mittlerweile auch öffentlich zugängliche Modelle, die über Schnittstellen eine Vielzahl an Dateitypen verarbeiten und vielfältige Inhalte generieren können.

Parallel zum gestiegenen öffentlichen Interesse an KI-Anwendungen hat das Themenfeld auch **aus Investorensicht an Bedeutung gewonnen**. Nicht zuletzt die fulminanten Kursanstiege börsennotierter Unternehmen wie Nvidia oder des weltgrößten Chip-Auftragsfertigers TSMC, die als spezialisierte Hardwarelieferanten **Profiteure des KI-Booms** sind, haben das Interesse privater wie institutioneller Investoren geweckt. Es verwundert daher nicht, dass auch das auf M&A-Deals mit KI-Bezug entfallende Transaktionsvolumen und die Zahl der Venture-Capital-Fonds mit Investitionsschwerpunkt KI in den vergangenen Jahren stark zugenommen haben. An den Aktienmärkten verzeichneten neben den Entwicklern und Betreibern von KI-Modellen, die das „Produkt“ KI selbst entwickeln und vermarkten, wie beispielsweise Microsoft, zuletzt vor allem die Hersteller von Hardwarekomponenten, die für die Verarbeitung der immensen Datenmengen und den Betrieb von KI-Modellen unerlässlich sind, starkes Investoreninteresse.

Mit zunehmender Nachfrage und steigenden Kapitalzuflüssen sind auch die Bewertungen von KI-Unternehmen gestiegen und liegen – gemessen an Umsatz- und Ergebnismultiplikatoren – mittlerweile deutlich über denen anderer Teilbereiche der Softwareindustrie. Hohe Bewertungen implizieren gemeinhin hohe Erwartungen an zukünftiges Ergebniswachstum. Werden diese Erwartungen nicht erfüllt, droht eine Korrektur. Vor dem Hintergrund hoher

Venture-Capital-Investments in KI-Unternehmen
(in Mrd. USD sowie Anzahl Deals)



Kapitalzuflüsse und mutmaßlich zumindest teilweise emotional getriebener hoher Bewertungen („Hype“) besteht aus unserer Sicht ein nicht unerhebliches Risiko, dass die hohen Erwartungen des Marktes nicht vollständig erfüllt werden. **Vor diesem Hintergrund scheint ein Engagement in Private-Equity-Fonds mit spezifischem KI-Fokus aus unserer Sicht derzeit nicht empfehlenswert.**

„KI“ als Hebel für operative Verbesserungen bei Portfoliounternehmen

Neben den geschilderten Investitionen in Unternehmen mit direktem KI-Bezug können Private-Equity-Fonds potenziell auch selbst durch die Nutzung von KI-Technologien profitieren. Eine Möglichkeit ist die Implementierung von KI-Anwendungen in Portfoliounternehmen, zum Beispiel zur **Automatisierung von Prozessen** oder zur **Steigerung der Produktivität der Mitarbeiter**. Die Einsatzmöglichkeiten sind vielfältig und umfassen praktisch die gesamte Wertschöpfungskette so gut wie aller Wirtschaftszweige. Zu den Aufgaben, die von KI-Modellen übernommen werden können, gehören zum Beispiel das Aufbereiten, Auswerten, Zusammenfassen, Interpretieren und Analysieren von Daten oder Texten, die Unterstützung beim Programmieren oder das Bereitstellen passgenauer Informationen zu Fachfragen. Grundsätzlich haben alle diese Anwendungen das Potenzial, die Effizienz von Prozessen zu steigern, dadurch Kosteneinsparungen zu generieren und somit das Unternehmensergebnis nachhaltig zu verbessern. Dies wiederum kann sich in entsprechend höheren Unternehmensbewertungen bei einem Verkauf widerspiegeln.

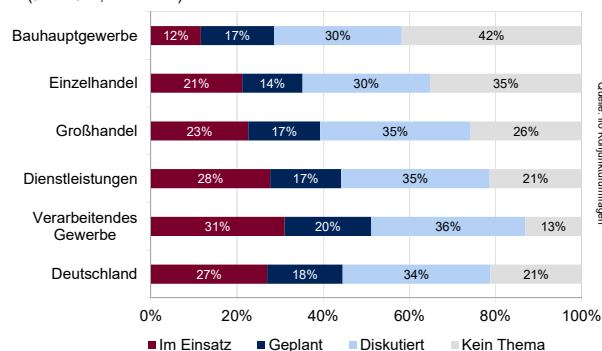
Mitte 2024 kamen in Deutschland branchenübergreifend bereits in gut jedem vierten Unternehmen (27%) KI-Technologien zum Einsatz. Weitere 18% der befragten Unternehmensvertreter gaben an, dass ihr Unternehmen den Einsatz Künstlicher Intelligenz kurz bis mittelfristig plant. Mehr als jedes zweite Unternehmen (55%) hingegen nutzt noch keine KI-Anwendungen. Dies verdeutlicht das noch **zu hebende Potenzial zur Steigerung der Wertschöpfung** durch Einführung derartiger Lösungen.

„KI“ als Hebel für operative Verbesserungen bei General Partnern

Nicht zuletzt bietet der Einsatz von KI auch für Fondsmanager (GPs) Chancen, sich **durch Effizienzsteigerung und Optimierung interner Prozesse Wettbewerbsvorteile**

zu verschaffen – sei es im Deal-Sourcing, bei der Analyse potenzieller Investments oder beim Controlling von Bestandsinvestments. Dies könnte perspektivisch zu Kostenvorteilen bei den GPs führen, die frühzeitig und/oder besonders erfolgreich KI zur Effizienzsteigerung der eigenen Prozesse einsetzen. Inwieweit daraus resultierende etwaige Einsparungen in Form sinkender Managementvergütungen an LPs weitergegeben werden, bleibt abzuwarten.

Nutzung von KI-Technologie in deutschen Unternehmen (Juni 2024, in Prozent)



Europa bleibt attraktiv

These 2: Die US-amerikanische Sonderkonjunktur und die weit verbreitete Aversion gegenüber Investitionen in Europa werden zu einem Auseinanderlaufen der Bewertungen in Nordamerika und Europa führen. Fonds mit Anlageschwerpunkt Europa könnten in den kommenden Jahren somit von günstigen Einstiegsbewertungen profitieren.

Emotionen, Ratio und antizyklisches Investieren

„Kaufen, wenn die Kanonen donnern, verkaufen, wenn die Violinen spielen.“ Dieser Carl Mayer von Rothschild zugeschriebene Satz ist die zum geflügelten Wort gewordene Kurzfassung einer einfachen Investmentstrategie, nämlich der des antizyklischen Investierens. Während wir davon ausgehen können, dass C. M. von Rothschild, der im 19. Jahrhundert unter anderem an der Finanzierung der britischen Armee unter Wellington beteiligt war, diese Aussage durchaus wörtlich gemeint haben könnte, so wird diese heute meist im übertragenen Sinne verstanden. Antizyklisches Investieren beschreibt eine Anlagestrategie, bei der ein

Anleger versucht einen Ertrag zu generieren, indem er entgegengesetzt zur breiten Mehrheit der Investoren handelt. Gelegenheiten zu antizyklischem Investieren gibt es meist insbesondere dann, wenn die Preisfindung auf Märkten stark durch Emotionen der Marktteilnehmer bestimmt wird: Euphorie in einem Boom oder Hype, die zu Überbewertungen führen kann auf der einen Seite, Verunsicherung, Angst und Panik, die die Preise einbrechen lassen, auf der anderen Seite. Investitionsentscheidungen emotionsgeleitet zu treffen ist grundsätzlich mit hohen Risiken verbunden und daher in aller Regel nicht ratsam. Dies gilt für Investments in liquiden und illiquiden Märkten gleichermaßen und mithin auch für Engagements in Private Equity.

Investitionszyklus und Laufzeit von PE-Fonds

Investments in Private Equity unterscheiden sich nicht zuletzt durch ihre relativ lange Laufzeit in Verbindung mit ihrer Illiquidität von liquiden Kapitalanlagen. Nach Closing eines Fonds vergehen zunächst vier bis fünf Jahre, bis dieser seinen Portfolioaufbau abgeschlossen hat. Frühestens gegen Ende dieser Investitionsphase erfolgen typischerweise die ersten Exits. Aufgrund dieses relativ langen Zeithorizonts ist es bei PE-Investments besonders schwierig, zu einem vermeintlich attraktiven Zeitpunkt zu investieren oder ein Engagement durch einen Exit zu beenden. **Vor diesem Hintergrund raten wir seit jeher zu einem konstanten Investitionstempo in Private Equity über verschiedene Vintages.**

US-Sonderkonjunktur und europäische Malaise

Seit dem russischen Überfall auf die Ukraine im Frühjahr 2022 haben insbesondere die stark auf günstige Energieimporte angewiesene deutsche Industrie und die europäischen Volkswirtschaften im Allgemeinen mit zahlreichen Herausforderungen zu kämpfen und verzeichneten in der Folge zuletzt deutlich geringere Wachstumsraten als die USA. Diese Entwicklungen und die Sorge vor einer weiteren Eskalation des Kriegs in der Ukraine haben dazu geführt, dass viele Investoren die europäischen Kapitalmärkte mit zunehmender Skepsis betrachten und Investitionen in europäische Unternehmen gänzlich unterlassen oder zumindest stark untergewichtet haben. Dies betrifft Investments in liquide und private Märkte gleichermaßen und spiegelt sich auch in unterschiedlichen Bewertungsniveaus dies- und jenseits des Atlantiks wider. **Dieses Auseinanderlaufen der Bewertungen in den USA und Europa könnte für europäische Private-Equity-Fonds in den**

kommenden Jahren attraktive Einstiegsmöglichkeiten bedeuten, von denen nur profitieren kann, wer in Fonds mit Investitionsschwerpunkt Europa investiert (bleibt).

Sowohl makroökonomische als auch geopolitische Entwicklungen und Prozesse können über längere Zeiträume kaum seriös prognostiziert werden – zu vielfältig sind die bekannten und unbekanntenen Einflussfaktoren auf politische und volkswirtschaftliche Entwicklungen. Als Beispiele für unerwartete Ereignisse und Wendungen seien nur die für die meisten Beobachter überraschende erste Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten oder der positive Ausgang des Referendums zum EU-Austritt Großbritanniens („Brexit“) im Jahr 2016 genannt.

Aufgrund der hohen Unsicherheit langfristiger Prognosen scheint es vor dem Hintergrund des typischen Investitionshorizonts von Private-Equity-Engagements **ratsam, sich bei Investitionsentscheidungen nicht von emotional aufgeladenen (geo-)politischen Entwicklungen treiben zu lassen**. Stattdessen könnte es sich ex post als kluge Strategie erweisen, sich allen vermeintlichen Fährnissen zum Trotz nicht von einer konstanten, regional diversifizierten Investitionstätigkeit abbringen zu lassen, selbst wenn dies bedeutet, auch einmal zu investieren, „wenn die Kanonen donnern.“

Die Vorteile von Co-Investments

These 3: Co-Investments in Private Equity können eine sinnvolle Portfolio-Ergänzung sein.

Private-Equity-Fonds bieten Investoren die Aussicht auf überdurchschnittliche Renditen und Diversifizierungsvorteile, die jedoch mit einem Blindpool-Risiko, hohen Gebühren und einer langen Haltedauer einhergehen. Dies gilt prinzipiell auch für Co-Investments; hier lassen sich diese aus Anlegersicht eher nachteiligen Eigenschaften von Private Equity jedoch mitunter abmildern. **Mit zunehmender Reife des Private-Equity-Marktes sind Co-Investments zuletzt eine immer wichtigere und beliebtere Strategie für Investoren geworden.**

Was versteht man unter dem Begriff „Co-Investments“ und was sind die Motive für Anleger und Fonds?

Co-Investing beschreibt eine direkte, passive Investition zum Beispiel in ein Unternehmen in Partnerschaft mit einem Finanzinvestor. Bei Co-Investments bieten Private-Equity-Gesellschaften ihren Fondsinvestoren die Möglichkeit, sich mit ihnen gemeinsam an einer bestimmten Transaktion zu beteiligen. Der Trend zum Co-Investing ist eindeutig und hat sich in den vergangenen Jahren beschleunigt. Während vor zehn Jahren noch weniger als 10 Milliarden US-Dollar Kapital pro Jahr für diese Strategie aufgebracht wurde, ist das Volumen in den letzten Jahren auf mehr als 30 Milliarden US-Dollar gestiegen. Auch wenn sich die durchschnittliche Fondsgröße in etwa verfünffacht hat und sich die Assets under Management (AuM) verdreifacht haben, bleibt dieses Investmentsegment mit rd. 240 Milliarden US-Dollar klein im Vergleich zum gesamten Private-Equity-Markt (rund 9 Billionen US-Dollar AuM).

Vorteile für Fondsmanager (GPs)

Das Angebot von Co-Investments hat aus Perspektive von GPs mehrere wichtige Vorteile, einschließlich der Möglichkeit, engere und stärkere Beziehungen zu LPs aufzubauen, was die Chancen auf ein zukünftig erfolgreiches Fundraising verbessern kann. Besonders während Marktphasen mit herausforderndem Fundraising-Umfeld oder angespannten Fremdkapitalmärkten wenden sich GPs oft an spezialisierte Co-Investoren, um die Reichweite des verbleibenden Fondskapitals zu verlängern oder um die Diversifizierung des Portfolios erhöhen zu können. Auch bestehen erweiterte Möglichkeiten, in aus ihrer Sicht attraktive Unternehmen zu investieren, die sonst womöglich aufgrund von Konzentrationsbeschränkungen in Bezug auf den Kapitaleinsatz pro Investment unterbleiben müssten. Die Struktur eines Fonds kann somit deutlich homogener im Hinblick auf die investierten Beträge gestaltet werden.

Vorteile für Anleger

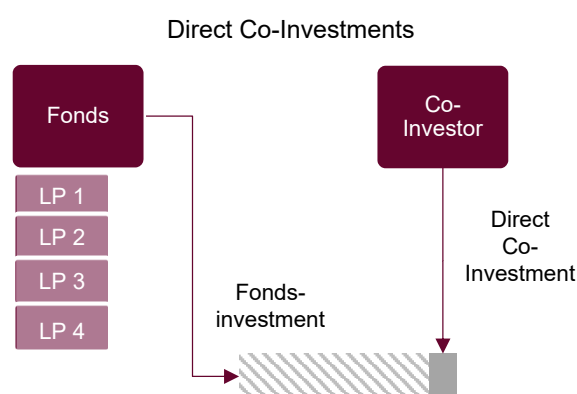
Für Anleger besteht einer der wesentlichen Vorteile von Co-Investments darin, die durchschnittliche Gebührenbelastung des gesamten Private-Equity-Portfolios reduzieren und somit die erwartete Rendite erhöhen zu können. Denn Co-Investments werden in der Regel ohne laufende Managementvergütung und Carried Interest angeboten. Darüber hinaus können Anleger aufgrund einer Deal by Deal Finanzierung eher Einfluss auf die Investitionszeitpunkte

nehmen. Kostenvorteile und eine schnellere Kapitalallokation können zu einer Abschwächung der J-Kurve führen.

Möglichkeiten für Co-Investments

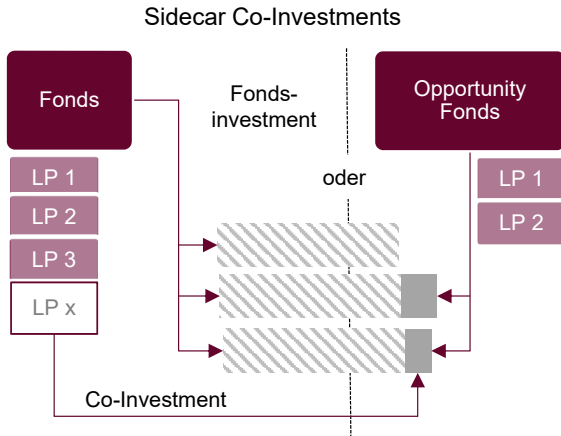
Ein Co-Investment-Deal kann grundsätzlich innerhalb oder auch außerhalb einer bereits bestehenden Fondsstruktur erfolgen. Dabei tätigen Investoren Co-Investments entweder parallel zu einem Fonds, in dem sie bereits selbst investiert sind (**sogenannte Sidecar Co-Investments**), oder sie investieren unabhängig von einem Fonds (sogenannte **Direct Co-Investments**) in ausgewählte Unternehmen. Eine weit verbreitete Alternative zu diesen beiden Formen stellt für den Anleger ein Investment in einen **auf Co-Investments spezialisierten Fonds** dar. Dabei unterscheiden sich die drei genannten Formen vor allem durch den Involvierungsgrad der Anleger in den Transaktionsprozess einer Anlage und durch das Verhältnis zum sogenannten Lead Investor, dem Fondsmanager.

Bei einem **Direct Co-Investment** wird ein externer Investor, der nicht bereits an dem involvierten Fonds beteiligt ist, frühzeitig in die Beteiligung an einem Unternehmen einbezogen, etwa um dem Lead Investor bei einer großen Transaktion das zusätzlich zum Fonds notwendige Eigenkapital sicherzustellen. Da zu diesem Zeitpunkt noch keine umfassenden Due-Diligence-Unterlagen vorliegen, erfordert diese Form des Co-Investments eine hohe eigene Fachexpertise.



Durch den erforderlichen hohen Personal- und Zeitaufwand kommen in der Praxis zumeist nur sehr große oder sehr spezialisierte Anleger für diese Art des Co-Investments in Frage. Für die meisten privaten Anleger wird dieser Weg daher in der Praxis nicht gangbar sein.

Unter **Sidecar Co-Investments** (auch LP Co-Investments genannt) versteht man das gemeinsame Investieren von Fonds und Bestandsanlegern (LPs) des Fonds.

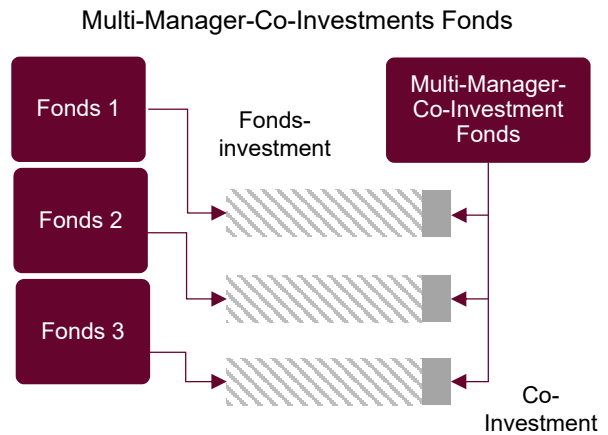


Es lassen sich dabei zwei Arten unterscheiden. In der ersten Variante wird Anlegern des Fonds im Rahmen der Strukturierung der Finanzierung (und damit nach Abschluss der Due Diligence) angeboten, sich an bestimmten Transaktionen zusätzlich zum Fondsinvestment als Co-Investoren zu beteiligen. Für die angesprochenen Anleger bedeutet dies eine oft stark verkürzte und damit auch ressourcenschonende Prüfung der Zielgesellschaft, da sie zumeist auf Informationen des Fondsmanagers zurückgreifen können und somit keinen eigenen vollumfänglichen Prüfungsprozess durchführen müssen. Daher ist ein Abschluss eines Deals häufig bereits innerhalb weniger Wochen möglich, da der Fonds-Manager bereits einen Großteil der Vorarbeit vor Einbindung des Co-Investors abgeschlossen hat.

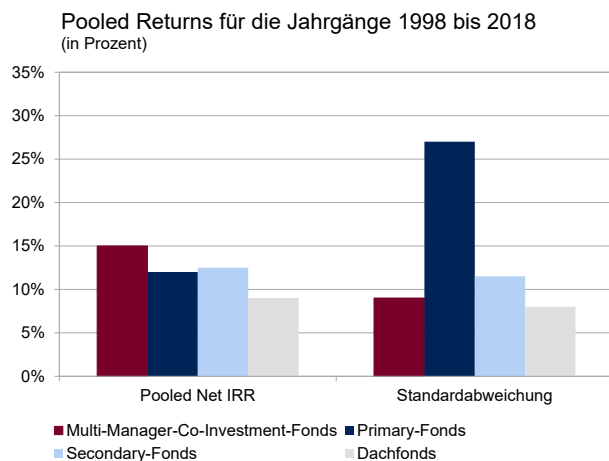
Bei der zweiten Variante bietet ein Fondsmanager ein eigenes Co-Investmentprogramm in Form eines „**Opportunity Funds**“ an, welches mit dem primären Fonds gemeinsam investiert. Die Anleger investieren dabei in einen Blind Pool – ähnlich wie bei dem zugrundeliegenden Hauptfonds – und erhalten ein zusätzliches Engagement an einem oder an mehreren Assets, die für den Hauptfonds zu groß sind, um sie allein umzusetzen. Der primäre Vorteil dieser Vehikel ist, dass sie in der Regel keine oder nur geringe Verwaltungsgebühren (die oft nur auf das investierte Kapital erhoben werden) und einen niedrigeren Satz für den Carried Interest aufweisen. Dieser Ansatz kann ein effektiver Weg sein, die an den Fondsmanager gezahlten Gesamtgebühren zu senken, aber er lässt dem Investor

keinen eigenen Ermessensspielraum bei Investitionsentscheidungen – bindet beim ihm aber im Gegenzug auch keine Ressourcen. Nachteilig können eine vergleichsweise hohe Konzentration des Portfolios sowie eine zumeist heterogene Struktur des Fonds sein.

Eine Alternative stellen Co-Investmentfonds (sogenannte **Multi-Manager-Co-Investmentfonds**) dar. Diese weiter gefassten Fonds co-investieren in aussichtsreiche Beteiligungen verschiedener Private-Equity-Gesellschaften.



Voraussetzung ist dabei ein guter Kontakt zu anderen Fondsmanagern, etwa durch ein breites Primär- oder Secondary-Programm. Nur so wird ein hoher Dealflow sichergestellt, der Selektivität ermöglicht und so zum Anlageerfolg beitragen kann. Bei dieser indirekten Form über einen Co-Investmentfonds überträgt der Anleger – wie auch bei „klassischen“ Private-Equity-Fonds – die Anlageentscheidung dem Fondsmanager, woraus sich ebenfalls ein Blindpool-Charakter der Investition ergibt.



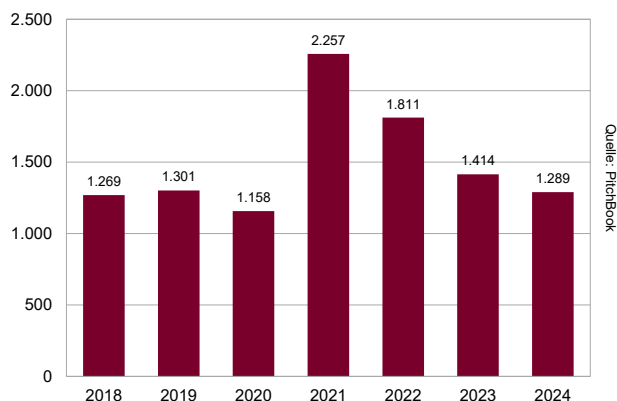
Für Anleger kann ein Multi-Manager-Co-Investmentfonds als eine Art „schlüsselfertige“ Lösung betrachtet werden, bei denen sie von den Erfahrungen und Fähigkeiten eines spezialisierten Fondsmanagers profitieren können. Ein wesentlicher Vorteil besteht aus Anlegersicht dabei in dem Zugang zu Co-Investments über mehrere Fondsmanager, Strategien und Regionen hinweg. Weitere Vorteile bestehen in einer in der Regel günstigeren Gebührenstruktur als bei einem „klassischen“ Private-Equity-Fonds. Oft werden die Verwaltungsgebühren auf das investierte Kapital und nicht auf die Kapitalzusage erhoben, was die Gesamtgebührenbelastung senkt und die J-Kurve abmildert.

Größe ist nicht alles

These 4: Mangelnde Transparenz beim NAV Lending könnte für GPs problematisch werden.

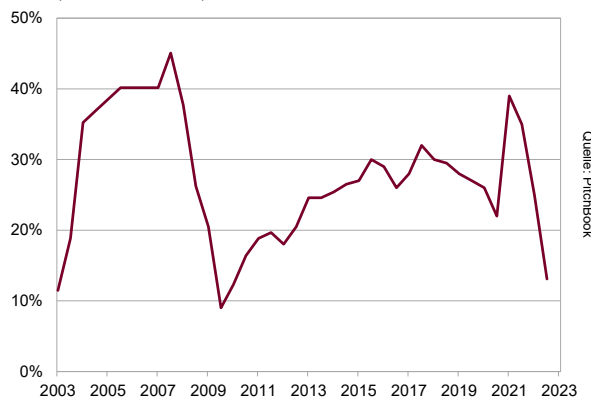
Portfoliobesicherte Fremdfinanzierung (Net Asset Value – NAV Lending) ist ein Begriff, der bislang eher mit Zweitmarkttransaktionen, Private Debt oder Immobilienfinanzierungen in Verbindung gebracht worden ist. Die Nutzung im Private-Equity-Bereich erfreut sich erst seit vergleichsweise kurzer Zeit einer steigenden Beliebtheit. Die Fund Finance Association beziffert das aktuell in Form entsprechender Kredite bereitgestellte Volumen auf 100 Milliarden US-Dollar, wobei bis 2030 ein Anstieg auf rd. 600 Milliarden US-Dollar erwartet wird. Mitverantwortlich für die zuletzt stark gestiegene Nachfrage ist die allgemeine Erhöhung des Zinsniveaus seit 2021, welche in einer eingeschränkten Veräußerbarkeit der Beteiligungen resultierte und somit zu rückläufiger Liquidität bei den Anlegern führte.

Private-Equity-Dealaktivität global (in Mrd. USD)



In Ermangelung entsprechender Realisierungen fehlen Private-Equity-Fonds mitunter Rückflüsse, welche bereits während der Investitionsphase erzielt wurden und entsprechend den Regeln des Gesellschaftsvertrages als wiederabrufbares Kapital („Recycable Capital“) genutzt werden könnten. Aufgrund laufender Kosten kann der Fonds nur so eine Investitionsquote von annähernd 100% erreichen.

Durchschnittliche Auszahlungen bei Buyout-Fonds (in Prozent des NAV)



Darüber hinaus können Investoren Schwierigkeiten bekommen, die Abrufe aus jüngeren Fonds zu bedienen, wenn Kapitalrückflüsse aus den älteren ausbleiben. In einem angespannten Exit-Umfeld nutzen Buyout-Fondsmanager zuletzt verstärkt alternative Möglichkeiten, um Liquidität zu generieren wie etwa die Inanspruchnahme einer NAV-Fazilität. Dabei werden bislang typischerweise rund 80 Prozent des durch NAV-Loans bereitgestellten Kapitals zur Finanzierung oder Erweiterung des Bestandsportfolios aufgewendet – sowohl um Zusatzakquisitionen zu finanzieren als auch um das organische Wachstum der Portfoliounternehmen zu unterstützen. Lediglich ein kleiner Teil der Mittel aus der Kreditaufnahme auf Fondsebene wird üblicherweise für Auszahlungen an die Anleger genutzt, wodurch beispielsweise der Verkauf eines Portfoliounternehmens in einem schwierigen Marktumfeld vermieden werden kann. Letzteres ist allerdings als wesentlicher Kritikpunkt zu werten, da die hieraus gezahlten Rückflüsse für den Anleger häufig als wiederabrufbare Auszahlung deklariert werden, was die Einzahlungsverpflichtung wiederum erhöht.

Unterschied zu „Subscription Line“-Fazilitäten

Kreditlinien, die in der Investitionsphase eines Fonds zum Portfolioaufbau genutzt werden (sogenannte „Subscription Line“-Fazilitäten), sind in der Regel durch die offenen Zeichnungszusagen der Investoren besichert. Die Inanspruchnahme ist typischerweise kurzfristig ausgelegt, wodurch die Kreditlinie den Charakter einer Brückenfinanzierung besitzt. Eine Rückführung der Kreditlinie erfolgt durch spätere Einzahlungen der Fondsinvestoren, wodurch insgesamt ein effizienteres Liquiditätsmanagement erzielt werden kann. Mit steigender Abrufquote sinkt dementsprechend die mögliche Höhe einer Inanspruchnahme der Linie und damit auch das zur Besicherung belastete Vermögen. Zu dem Zeitpunkt, zu dem die offenen Zeichnungszusagen gegen null tendieren, gewinnen NAV-Loans an Bedeutung. Die Grundlage für die Besicherung ist in diesem Fall der Nettovermögenswert des gesamten Bestandsportfolios. Im Vergleich zu Subscription-Line-Fazilitäten weisen die NAV-Fazilitäten in der Regel eine höhere Komplexität auf, die sich allerdings auch in höheren Zinskosten widerspiegelt.

Der Vorteil liegt im Wesentlichen in den Möglichkeiten begründet, eine Vielzahl an M&A-Aktivitäten für mehrere Portfoliounternehmen zu finanzieren. Durch eine sog. Kreuzbesicherung im Portfolio sind zudem die Kapitalkosten geringer als bei einer vergleichbaren Schuldenaufnahme auf Ebene eines Portfoliounternehmens.

Es gibt nicht nur Vorteile

Eben diese Kreuzbesicherung ist zugleich ein nicht unerheblicher Nachteil. Insbesondere der Ausfall eines schlecht gelaufenen Investments kann die Rückflüsse aus besonders leistungsstarken Portfoliounternehmen vermindern. Denn die Fremdkapitalgeber verfügen typischerweise über mehrere Optionen, unter anderem über Zugriffsrechte bei Realisierungen im Portfolio, über das Recht, den GP zu Kapitalabrufen noch offener Zeichnungszusagen zu bewegen oder zur Durchführung von Liquiditätssicherungskonzepten.

Ernstzunehmende Sorgen seitens der Investoren

Während NAV-Loans ein nützliches und alternatives Werkzeug für eine Kapitalstrukturierung oder Wachstumsfinanzierung einzelner Portfoliounternehmen darstellen,

beurteilen Fondsinvestoren deren Einsatz nicht immer positiv. Folgende Faktoren sind nach Einschätzungen der ILPA („Institutional Limited Partner Association“) ausschlaggebend, welche die GPs ernstnehmen sollten:

1. Begrenzter Einblick bei NAV-Loans Einsatz

Während einige GPs proaktiv den Einsatz von NAV-Loans mit LPs und/oder Investitionsbeiräten diskutieren, lassen andere eine angemessene Transparenz vermissen. Häufig erfahren die Anleger von dem Konstrukt erst, wenn Auszahlungsmitteilungen oder Quartalsberichte versendet werden – ohne vom GP zuvor direkt in Kenntnis gesetzt worden zu sein. Um eine vollständige Risikoanalyse eines PE-Investments durchführen zu können, ist eine Aufklärung über die Nutzung einer NAV-Fazilität inkl. deren Konditionen vorab unabdingbar.

2. Mangel an Governance-Strukturen

NAV-Fazilitäten werden typischerweise erst implementiert, nachdem das Fondskapital von den Anlegern nahezu vollständig abgerufen wurde. Aus diesem Grund dürfte der Großteil der heute implementierten Fazilitäten ältere Fonds betreffen, die zum Zeitpunkt der Fondsaufgabe ohnehin keine konkreten Regelungen zur expliziten Nutzung einer Fazilität im Gesellschaftsvertrag (LPA, „Limited Partnership Agreement“) enthielten.

3. Ermessensspielraum beim Fehlen entsprechender Regelungen im LPA

Im LPA ist häufig geregelt, dass der Investitionsbeirat (LPAC) ermächtigt wird, auf explizit beschriebene Beschränkungen hinsichtlich der Fremdkapitalaufnahme zu verzichten. Das hat zur Folge, dass einige GPs sich die Zustimmung für die generelle Nutzung einer NAV-Fazilität über die Fondslaufzeit einholen. Da dies häufig keine Zustimmung zur Nutzung einer Fazilität in einem konkreten Fall bedeutet und eher allgemeiner Natur ist, könnte der GP durch erhöhte Schuldenaufnahme zum Eingehen höherer Risiken verleitet werden, da beispielsweise die Häufigkeit der Nutzung dadurch oftmals nicht beschränkt ist.

4. Unterschiedliche Auffassungen und Interpretationen von Regelungen im LPA

Da die Implementierung von NAV-Fazilitäten häufig das Aufsetzen von Zweckvehikeln („SPV“) unterhalb der

Fondsebene beinhaltet, interpretieren GPs LPAs mitunter dahingehend, dass hieraus keine Auswirkungen auf den Verschuldungsgrad auf Fondsebene resultieren. Sofern die Fazilität nicht in den Kalkulationen des Verschuldungsgrads auf Fondsebene berücksichtigt wird, ist für einen LP in dem Fall die Bewertung des Verschuldungsgrads auf der Ebene oberhalb des Portfoliounternehmens nahezu unmöglich.

5. Die Nutzung einer NAV-Fazilität erfolgte zuletzt häufig in angespannten Zeiten

Bei Nutzung von NAV-Fazilitäten in für einen Fonds wirtschaftlich schwierigen Zeiten kann der Eindruck entstehen, dass die Fazilität zur Generierung von Liquidität für die Anleger genutzt wird, um die Auszahlungsquote (DPI) und IRR für eine in Kürze anstehende neue Fondsplatzierung aufzubessern. Nicht zu vernachlässigen sind in dem Zusammenhang allerdings die damit verbundenen Zinskosten sowie der Umstand, dass die Auszahlung häufig wiederabrufbar ist und somit die Einzahlungsverpflichtung wieder erhöht, wodurch einem LP dieser Teil des zurückgeführten Kapitals nicht für andere Allokationen im Vermögensaufbau zur Verfügung steht.

Was wird sich ändern?

Die Wahrscheinlichkeit, dass alte Gesellschaftsverträge angepasst werden, ist gering. Inwieweit zukünftig entsprechende Regelungen zu NAV-Fazilitäten in den Verträgen Anwendung finden, ist zumindest fraglich, solange den GPs durch möglichst allgemein und vage gehaltene Formulierungen die Nutzung grundsätzlich ermöglicht wird. Die Aussichten für LPs, rechtlich dagegen vorzugehen, scheinen ebenfalls eher nicht vielversprechend zu sein.

Der größte Effekt könnte vermutlich durch die von der ILPA formulierten Richtlinien zur Verbesserung der Transparenz zu erzielen sein. Denn GPs, die sich den Prinzipien der ILPA verschreiben – bislang unter anderem im Hinblick auf Reporting, Performancemessung, Verträge und Due-Diligence-Prinzipien – folgen zwangsläufig auch den Prinzipien, die konkret die Nutzung von NAV-Fazilitäten regeln. Die Prinzipien enthalten im Wesentlichen Empfehlungen zur Verbesserung der Transparenz:

1. Hintergrund und Verwendung der Mittel

- Detaillierte Erläuterung, inwieweit Auszahlungen geleistet werden oder Nachfinanzierungen des Bestandsportfolios erfolgen
- Vergleich zu alternativen Finanzierungsmöglichkeiten
- Wiederabrufbarkeit von Auszahlungen

2. Umfang, Struktur und Covenants

- Darstellung der Größenordnung und Struktur
- Besicherung, Rückzahlungsmodalitäten und Covenants

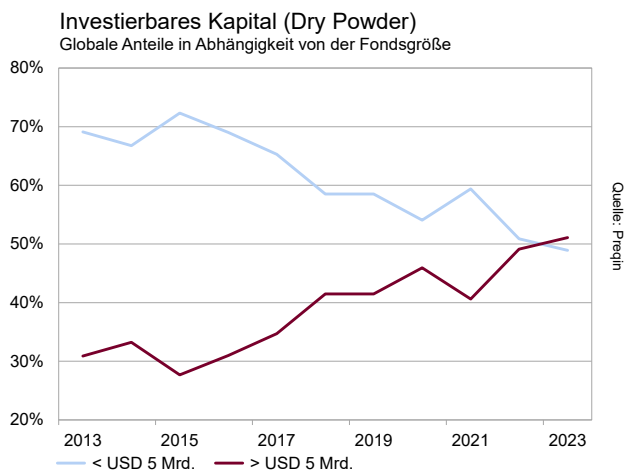
3. Wesentliche wirtschaftliche Eckdaten

- Höhe der Zinskosten sowie Information, ob der Zins fix oder variabel ist
- Laufzeit

Grundsätzlich stellen NAV-Fazilitäten ein sinnvolles Werkzeug dar, von dem GPs und LPs gleichermaßen profitieren können. Insbesondere in einem angespannten Umfeld, in dem beispielsweise makroökonomische Faktoren die M&A-Aktivität beeinträchtigen, können NAV-Fazilitäten das Repertoire an Möglichkeiten zur Sicherstellung des Betriebs erhöhen. Zur allgemeinen Akzeptanz ist ein transparenter Umgang allerdings unerlässlich. Unabhängig davon, ob Gesellschaftsverträge zukünftig häufiger entsprechende Regelungen enthalten oder nicht, wird das Thema voraussichtlich weiter an Bedeutung gewinnen. Spätestens wenn im Rahmen einer Due Diligence-Prüfung für eine neue Fondsgeneration potenzielle Investoren das Gefühl haben, dass ein GP entsprechende Transparenz vermissen lässt, indem entweder NAV-Fazilitäten missbräuchlich verwendet oder der Zweck nicht nachvollziehbar dargestellt wird, werden Investitionsentscheidungen vermutlich zumindest überdacht. Daraus folgt, dass GPs ein Interesse daran haben sollten, durch Schaffung von Transparenz das Anlegerinteresse aufrechtzuerhalten, um ihre Existenz nicht zu gefährden. In dem Fall wäre es dann geboten, alle Anleger zu informieren und nicht nur die mit den größten Beteiligungsquoten, nur um sich „stellvertretend“ für alle LPs deren Zustimmung einzuholen.

These 5: Steigender Zuspruch für größere Fonds ist kein Indiz für eine sinkende Attraktivität von Mid-Cap-Fonds. Das Gegenteil ist der Fall.

Unterliegt das Anlegerinteresse generell marktbedingten Schwankungen, so zeigt sich speziell in Bezug auf das favorisierte Größensegment in den vergangenen zehn Jahren ein eindeutiger Trend hin zu größeren Fonds. Während 2013 noch weniger als ein Drittel des verfügbaren Investitionskapitals (Dry Powder) auf Fonds mit einer Größe von mindestens fünf Milliarden US-Dollar entfiel, war es 2023 bereits mehr als die Hälfte. Dies könnte darauf hindeuten, dass Investoren bei den Mega-Fonds das größere Renditepotenzial vermuten.

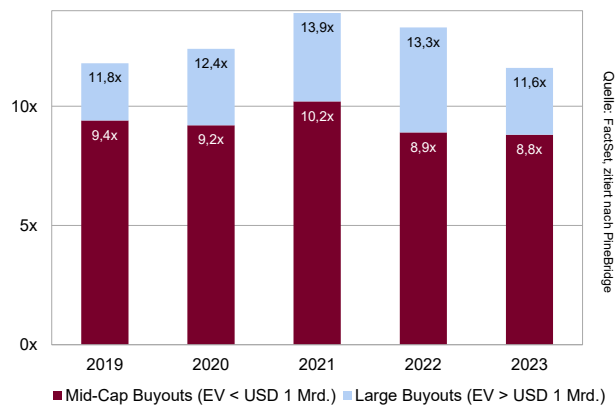


Der tatsächliche Grund für diese Entwicklung dürfte allerdings eher struktureller Natur sein. Denn während der langen Phase der Nullzinspolitik haben insbesondere institutionelle Investoren ihre Quote für alternative Anlagen deutlich erhöht, um ihre Renditeanforderungen erfüllen zu können. Aufgrund des erheblichen Aufwands von Fondsprüfungen wurde dies in der Regel nicht durch die Beteiligung an einer höheren Anzahl an Fonds erreicht, sondern durch die Steigerung des durchschnittlichen Zeichnungsbetrags je Fonds. Um den administrativen Aufwand nicht ausufern zu lassen, bleibt vielen großen institutionellen Investoren daher kaum etwas Anderes übrig, als sich vorrangig an sehr großen Fonds zu beteiligen.

Die Dynamik der Zuflüsse führt dazu, dass sich die vorherrschende Bewertungsrelation zugunsten größerer Unternehmen eher ausweiten als reduzieren dürfte. Aufgrund der Intensivierung des Wettbewerbs um die investierbaren

Unternehmen im oberen Größensegment dürfte sich der Preisdruck tendenziell weiter erhöhen. Zwar weisen Large-Caps zumeist eine höhere Stabilität auf, die für sich genommen einen Bewertungsaufschlag rechtfertigen kann. Allerdings wird der höhere Kaufpreis typischerweise durch zusätzliches Fremdkapital finanziert, sodass aus Investorensicht das geringere Maß an operativen Risiken durch ein Mehr an finanziellen Risiken ausgeglichen wird.

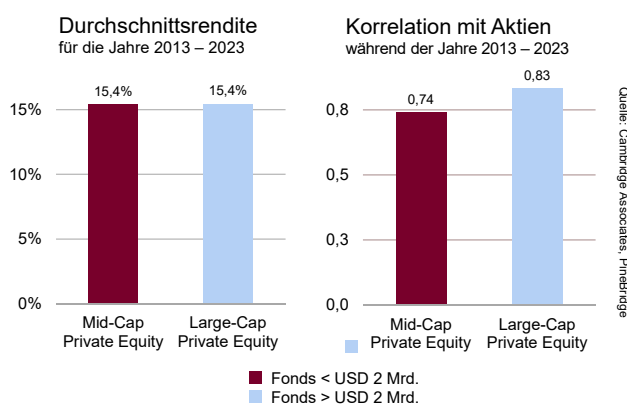
Buyout-Bewertungen global
Unternehmenswert als Vielfaches des EBITDA



Dadurch ist der Erfolg großer Buyouts deutlich stärker vom aktuellen Zinsumfeld abhängig, als dies bei kleinen Buyouts der Fall ist, wobei niedrige und vor allem sinkende Zinsen die Performance positiv beeinflussen. Zwar gilt der Zusammenhang in abgeschwächter Form auch bei kleineren Transaktionen; bei diesen ist das Ergebnis eines Investments jedoch in erheblich stärkerem Umfang von anderen Faktoren abhängig.

Hierzu zählen insbesondere operative Maßnahmen, die die Private-Equity-Gesellschaft ergreift, etwa um durch personelle Veränderungen die Managementqualität zu verbessern, um durch die Implementierung eines aussagekräftigen Berichtswesens die Steuerungsmöglichkeiten zu optimieren oder durch eine strategische Neuausrichtung die künftigen Erlöse zu verstetigen. Schon allein aufgrund des Basiseffekts können derartige Maßnahmen deutlich stärkere Auswirkungen sowohl auf die Umsätze als auch die Profitabilität von Gesellschaften haben. Aber auch die Eingriffsmöglichkeiten eines Fondsmanagers sind bei kleineren Unternehmen deutlich vielfältiger, da bei größeren häufig bereits ein erheblicher Teil des Optimierungspotenzials (von Vorgesellschaftern) gehoben wurde.

Darüber hinaus ist ein Verkauf großer Unternehmen typischerweise lediglich über die Börse oder an einen strategischen Käufer möglich. Eine Weiterveräußerung an noch größere Finanzinvestoren scheidet oftmals aus, da keine ausreichend großen Fonds existieren. Dies wiederum schlägt sich in einer höheren Abhängigkeit von der Verfassung der Aktienmärkte und von dem IPO-Interesse der Kapitalmarktinvestoren nieder, was sich in einer vergleichsweise hohen Korrelation mit Aktien widerspiegelt.



Im Gesamtportfoliokontext lassen sich die Risiken von Private-Equity-Investments im mittleren Größensegment also besser durch Diversifizierung abmildern als bei einem Fokus auf große Unternehmen. Vor dem Hintergrund einer historisch identischen Performance erscheint die Mid-Cap-Strategie daher überlegen.

Maßnahmen Beteiligungen

Maßnahme 1: Künstliche Intelligenz als Chance begreifen, ohne dem Hype zu verfallen.

Das Themenfeld „Künstliche Intelligenz“ bietet auch im Bereich Private Equity vielfältige Chancen – als stark wachsende eigenständige Branche potenzieller Zielunternehmen, als Produktivitätstreiber für Portfoliounternehmen sämtlicher Couleur und nicht zuletzt als Werkzeug für die Verbesserung interner Prozesse bei GPs. Investitionen in Fonds, die KI gezielt als Werttreiber nutzen wollen, können vor diesem Hintergrund eine Erwägung wert sein. Engagements in dedizierten „KI-Fonds“ sind angesichts zuletzt hoher Kapitalzuflüsse und in der Folge vielfach bereits hoher Bewertungen hingegen mit Vorsicht zu genießen, weshalb der Managerauswahl hier eine besondere Bedeutung zukommt.

Maßnahme 2: „Kaufen, wenn die Kanonen donnern“ – konstante Investitionstätigkeit und regionale Diversifizierung beibehalten.

Vermeintlich geringere Wachstumsaussichten und höhere geopolitische Risiken haben in Investorenkreisen teilweise zu einer starken Aversion gegenüber Engagements in Fonds mit Investitionsschwerpunkt in Asien und insbesondere Europa geführt. Da makroökonomische und geopolitische Entwicklungen über längere Zeiträume kaum seriös prognostizierbar sind und Private-Equity-Investments typischerweise eine Laufzeit von rund zehn Jahren haben, raten wir dazu, im Segment Private Equity weiterhin konsequent und unbeirrt eine regional diversifizierte Investitionsstrategie zu verfolgen und Investments in vermeintlich unattraktiven Regionen allenfalls unterzugewichten, nicht jedoch vollständig einzustellen.

Maßnahme 3: Co-Investments als Beimischung in Erwägung ziehen.

Ein Investment in einen spezialisierten Multi-Manager-Co-Investmentfonds kann aufgrund der breiten Diversifizierung – sowohl in Bezug auf die unterliegenden GPs als auch die Unternehmen und Sektoren – eine sinnvolle Erweiterung des Private-Equity-Portfolios darstellen. Anleger profitieren zudem von niedrigeren Gesamtgebühren.

Maßnahme 4: Fokus auf den Bereich Mid-Cap beibehalten.

Investoren können sich die zunehmende Kapitalkonzentration am oberen Ende des Größenspektrums zunutze machen, indem sie gezielt im Mid-Cap-Segment investieren. Dabei profitieren sie nicht nur von geringeren Einstiegsbewertungen, sondern auch von einer niedrigeren Volatilität des Portfoliowerts infolge einer geringeren Abhängigkeit von den Kapitalmärkten.

Strategiebeitrag Beteiligungen in 2025

In einem diversifizierten Portfolio können Private-Equity-Beteiligungen einen überdurchschnittlichen Performancebeitrag leisten. Das volle Potenzial entfaltet sich durch ein konstantes Investitionstempo, eine sorgfältige Managerauswahl sowie eine geographische Diversifizierung.

JAHRESRÜCKBLICK 2024

Volkswirtschaft

Thesen für 2024	Beurteilung
1. Die Weltwirtschaft wächst weiter robust und die regionale Dynamik verschiebt sich.	✘
2. Die Weltwirtschaft wird nächstes Jahr um 2,8 Prozent wachsen.	(✓)
3. Die US-Wirtschaft wird nächstes Jahr um 1,8 Prozent wachsen.	(✓)
4. Die US-Wirtschaft wird nächstes Jahr um 1,8 Prozent wachsen.	(✓)
5. Die Wirtschaft im Euroraum wächst um 1,0 Prozent.	(✓)
6. Das Wachstum in Deutschland wird wieder etwas stärker und erreicht 0,5 Prozent.	✘
7. Japan befreit sich zunehmend aus seiner wirtschaftlichen Lethargie. Das BIP wird um 1,0 Prozent wachsen.	✘

Fazit

Obwohl für das Jahr 2024 eine deutliche Abschwächung der US-Wirtschaft prognostiziert wurde, ist diese nicht eingetreten. Das stärkere Wachstum schlug sich auch im Wachstum der Weltwirtschaft nieder. Das Wachstum im Euroraum beschleunigte sich zwar, war aber weniger dynamisch als erwartet, vor allem weil die deutsche Wirtschaft auf einem ähnlich niedrigen Niveau verharrte wie 2023. Die chinesische Wirtschaft erlebte wie erwartet eine Verlangsamung, die jedoch weniger stark ausfiel. Für die japanische Wirtschaft trübte sich die Lage rasch ein, was zu einer deutlich schlechteren Entwicklung führte. Diese positiven und negativen Überraschungen führten insgesamt dazu, dass die regionale Dynamik stärker als erwartet ausfiel.

Devisen

Thesen für 2024	Beurteilung
1. Der US-Dollar wertete zum Euro weiter ab und steht am Jahresende 2024 bei 1,16.	✘
2. Das Britische Pfund wertete zum Euro leicht ab und notiert Ende 2024 bei 0,88 EUR/GBP.	✘
3. Der Schweizer Franken wertete zum Euro leicht ab und notiert am Jahresende 2024 bei 1,00 EUR/CHF.	✘
4. Der Japanische Yen wertete zum Euro deutlich auf und steht Ende 2024 bei 145,00 EUR/JPY.	(✓)

Fazit

Bis zum Halbjahreswechsel wertete der Dollar vor allem aufgrund nachlassender Zinssenkungserwartungen auf. Ab Juli traten dann erwartungsgemäß die Unsicherheiten im Vorfeld der US-Präsidentenwahlen in den Vordergrund, was zu einer Abwertung des Dollar bis zur Marke von 1,12 führte. Mit der sich abzeichnenden Wiederwahl Donald Trumps setzte eine erneute Dollarstärke ein, die sich mit dem Wahlergebnis noch einmal beschleunigte. Die kurzfristigen Aussichten auf Wachstumsimpulse und steigende Inflation überlagern derzeit die längerfristigen Risiken in den USA. Das Britische Pfund profitierte innerhalb Europas von einer überraschend starken britischen Wirtschaft. Der Schweizer Franken wertete erwartungsgemäß bis zur Jahresmitte ab, wertete aber zuletzt in Erwartung einer sinkenden Zinsdifferenz wieder auf. Der Japanische Yen wertete in der ersten Jahreshälfte aufgrund schwacher Konjunkturdaten und einer zurückhaltenden Notenbank ab. Seit Jahresmitte wertete der Yen erwartungsgemäß auf.

Renten

Thesen für 2024	Beurteilung
1. EZB und Fed werden die Zinsen im ersten Quartal 2024 nicht senken	✓
2. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen wird zum Jahresende 2024 bei 2,5 Prozent liegen.	✗
3. Bei zehnjährigen US-Treasurys wird am Jahresende 2024 eine Rendite von 4,6 Prozent erreicht.	(✓)
4. Investment-Grade-Anleihen haben attraktive Rendite-Niveaus. Bei High-Yield-Anleihen gibt es ein erhöhtes Risiko durch leicht steigende Ausfallraten.	(✓)
Fazit	

Dass sich die EZB und die Fed mit Zinssenkungen Zeit lassen würden, war bereits Ende 2023 absehbar. Wie schwer sich die Fed aber tat, war eine Überraschung. In der ersten Jahreshälfte gab es in den USA Inflationsüberraschungen, die dazu führten, dass die EZB ihren Zinssenkungszyklus vor der Fed begann. Aber auch die Fed senkte ihren Leitzins einige Monate später. Die US-Präsidentenwahlen haben jedoch erneut Unsicherheit in den Zinssenkungszyklus der Fed gebracht. Dies lässt sich an der Rendite zehnjähriger Treasuries ablesen. Während die Rendite entsprechender Bundesanleihen bei knapp über zwei Prozent und damit fast auf dem Niveau von Ende 2023 liegt, ist die Rendite in den USA deutlicher angestiegen und schwankte zuletzt zwischen 4,15 und 4,5 Prozent. Sowohl Investment-Grade- als auch High-Yield-Unternehmensanleihen waren 2024 erneut gefragt und bieten weiterhin attraktive Renditeniveaus. Hochzinsanleihen weisen weiterhin sehr niedrige Ausfallraten auf.

Rohstoffe

Thesen für 2024	Beurteilung
1. Gold steigt bis Jahresende 2024 auf 2.150 US-Dollar je Unze.	(✓)
2. Zum Jahresende 2024 liegt der Ölpreis (WTI) bei 75 US-Dollar pro Barrel.	✗
Fazit	

Gold übertraf unsere ursprüngliche Prognose deutlich. Die Gründe dafür lagen nicht, wie zu Jahresbeginn vermutet, in einem schwächeren Dollar und sinkenden Realzinsen. Vielmehr waren es die anhaltende Nachfrage der Zentralbanken sowie politische Unsicherheiten, die den Goldpreis nach oben trieben und bis zum Jahresende auf das Niveau unserer revidierten Prognose von 2.600 US-Dollar je Feinunze anhoben.

Der Ölpreis stieg bis April auf über 95 US-Dollar pro Barrel, gab dann aber bis zum Jahresende deutlich nach. Sowohl die ursprüngliche Prognose als auch die Revision überschätzten den Ölpreis zum Jahresende. Der Ausbruch des Nahostkonflikts und eine solide Nachfrage ließen den Ölpreis in der ersten Jahreshälfte steigen. Nachlassende geopolitische Spannungen im Nahen Osten sowie hohe Fördermengen in den USA und eine schwächere Nachfrage aus China drückten den Ölpreis ab Mitte des Jahres unter 70 US-Dollar pro Barrel.

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

Aktien

Thesen für 2024	Beurteilung
1. Die Margen könnten unter Druck geraten.	(✓)
2. Heterogene Entwicklung des US-Aktienmarkts.	(✓)
3. Die Bewertungsunterschiede zwischen Regionen und Sektoren bleiben groß.	✓
4. Der japanische Aktienmarkt bleibt attraktiv.	✓
5. Das Gewinnwachstum wird sich in Europa ab dem zweiten Quartal verbessern.	(✓)
6. Bis zum Jahresende 2024 wird der DAX auf 17.200 Punkte steigen.	✗
7. Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende 2024 bei 4.900 Punkten.	✗
Fazit	

Weltweit unterstützten sinkende Inflationsraten und Zinssenkungen die Aktienmarktentwicklung. Innerhalb des US-Aktienmarktes dominierten erneut die Technologiewerte, insbesondere KI, wobei die Entwicklung innerhalb des Technologiesektors und der „Glorreichen Sieben“ heterogen verlief. Im Vergleich zum STOXX Europe 600 konnten die S&P 500-Unternehmen ihre Margen ausweiten, während das europäische Pendant unter Druck geriet. Die Performance des DAX mag angesichts der schlechten konjunkturellen Entwicklung in Deutschland überraschen, lässt sich aber durch die internationale Ausrichtung der DAX-Konzerne, die günstige Bewertung und die Rekordhöhe der ausgeschütteten Dividenden erklären. Der japanische Aktienmarkt entwickelte sich in absoluten Zahlen positiv, wobei die Rendite in Yen höher ausfiel als in Euro oder US-Dollar.

Hedgefonds

Thesen für 2024	Beurteilung
1. Positives Umfeld für Equity Long-Short.	✓
2. Sehr positives Umfeld für Credit Fixed Income Strategien.	✓
3. Untergewichten von Trendfolgern und Managed Futures-Manager (CTAs).	✓
4. Ab H2 Untergewichten für Merger-Arbitrage und Special-Situations-Strategien, regulatorische und grenzüberschreitende Schwierigkeiten.	✓
5. Neutrale Gewichtung für Global Macro.	✓
Fazit	

1. Dank der sehr starken Aktienmärkte verzeichneten vor allem die „long biased“ Manager eine besonders gute Performance.
2. Die hohen Zinsen gaben auf der Long-Seite Rückenwind. Die Einengung der Risikoaufschläge trug ebenfalls zur guten Performance bei.
3. Trendfolger konnten – wie erwartet – mit den schnellen und starken Richtungswechsel vom zweiten Halbjahr 2024 nicht gut umgehen. Sehr niedrige Volatilitätsniveaus stellen für diesen Stil ein Problem dar.
4. Trotz vieler angekündigter Deals scheiterten einige große Fusionen an regulatorischen Hürden.
5. Global Macro hatte mit dem Umfeld zu kämpfen. Die neutrale Gewichtung erwies sich als richtig, da die teilweise heftigen Bewegungen auf der Zins-, FX- und Rohstoffseite schwer zu timen waren.

Immobilien

Thesen für 2024	Beurteilung
1. Der Immobilienmarkt in Deutschland befindet sich in einer Korrektur, doch eine Krise im engeren Sinne wird auch 2024 ausbleiben	✓
2. Die Bevölkerungsentwicklung bleibt in den USA deutlich dynamischer als in Deutschland.	✓
3. Von besonderer Bedeutung sind dabei die Binnenwanderung und die Entwicklung der Bevölkerung vor Ort.	✓
4. Das Wohnungsdefizit in den USA bleibt stärker als das in Deutschland.	✓
5. Die geringe Erschwinglichkeit von Wohneigentum wird die Mietnachfrage erhöhen.	✓
6. Die negativen Auswirkungen des Zinsanstiegs auf den Neubau von Mietwohnungen werden in Deutschland größer sein als in den USA.	✓
7. Die Mietenregulierung wird die Effizienz des deutschen Mietwohnungsmarktes weiter belasten.	✓
8. Die Vermietung von Wohnungen in den USA bietet höhere Chancen und Herausforderungen.	✓
9. Hochpreisiger Mietwohnungsbau in der Peripherie deutscher Metropolen wird zunehmend ein Risiko.	✓
10. Die volumenstarke Entwicklung von Mietwohnungen im US-Sunbelt birgt zunehmend Risiken.	✓
11. Das nachfragestarke mittlere Preissegment bietet aktuell auf den US Mietwohnungsmarkt mit einer value-add Strategie die attraktivsten Aussichten.	✓
12. Das Gebäudeenergiegesetz ist verabschiedet – gut, dass es da ist.	(✓)
13. Immobilieninvestitionen bieten gute Voraussetzungen für das Impact Investing	✓

Fazit

Im Jahr 2024 haben sich die Immobilienpreise in Deutschland nach einer Korrektur stabilisiert. In den Marktsegmenten Logistik und Mietwohnungen deuten steigende Mietrenditen auf eine Entspannung hin. Auch wenn eine Krise im engeren Sinne ausgeblieben ist, werden die Auswirkungen auf den deutschen Immobilienmarkt noch länger spürbar bleiben. Neubauten im Wohnungssegment rechnen sich kaum noch, da sich die geforderte Kostenmiete weit von der ortsüblichen Vergleichsmiete entfernt hat. Projektentwickler mit Bestandsobjekten, die es bis hierher geschafft haben, müssen Projekte realisieren, bei denen die Renditeerwartung oft Wunschdenken ist. Und institutionelle Bestandhalter bleiben vorsichtig, denn die Bewertung ihrer Bestände erfolgt nicht zu aktuellen Marktpreisen, sondern zu langfristig erwarteten Werten, so dass nachträgliche Korrekturen bei zu langsamer Erholung nicht auszuschließen sind.

Auch in den USA ist die Preiskorrektur (weitgehend) abgeschlossen. Sehr hohe Fertigstellungszahlen im Mietwohnungsbau von fast fünf Prozent des Bestandes im Sunbelt wurden bei überdurchschnittlichem Beschäftigungswachstum vom Markt gut absorbiert und führten dort nur zu leichten Rückgängen der Marktmieten. US-weit entwickelten sich die Mieten leicht positiv und die Leerstandsquote blieb stabil bei fünf Prozent. In den kommenden Jahren wird aufgrund der stark rückläufigen Fertigstellungszahlen insbesondere im Sunbelt mit einem verstärkten Mietwachstum gerechnet.

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

Beteiligungen

Thesen für 2024	Beurteilung
1. Der wachsende Zuspruch für Fonds mit nachhaltigen Zielen führt zu einer steigenden Reife des Segments, bringt aber auch neue Herausforderungen mit sich.	(✓)
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.	✓
3. Die Belastungen der gestiegenen Zinsen für neue Buyouts sind nicht so gravierend wie viele denken.	(✓)
4. Es gibt gute Argumente dafür, etwas defensiver zu investieren, ohne dabei große Abstriche bei der erwarteten Rendite in Kauf nehmen zu müssen.	✓
Fazit	

Die Nachfrage nach Impact-Fonds scheint weiterhin hoch zu sein. Für die Fondsmanager stellen insbesondere der Wettbewerb um die verfügbaren Anlageobjekte sowie die Messbarkeit des Impacts wesentliche Herausforderungen dar.

Nach dem Einbruch der Aktivität bei Buyouts zeichnet sich eine leichte Verbesserung des Marktumfelds ab. Nichtsdestotrotz stieg die durchschnittliche Haltedauer von Beteiligungen erneut an; Zweitmarktlösungen oder alternative Fremdfinanzierungsformen konnten den Liquiditätsbedarf bei den Investoren nur zum Teil kompensieren. Eine Erholung bei den Unternehmensbewertungen – gemessen am Enterprise Value als Vielfaches des EBITDA – könnte nach einem rückläufigen Trend zukünftig Exits wieder begünstigen.

✘ 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, Dr. Claus Roggatz, Immo Siemers, Christian Sternberg, Maximilian Völpel

Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Elina Kilimnik

Redaktionsschluss

10. Dezember 2024

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

Hinweis zur diskriminierungsfreien Sprache

Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird bei Personenbezeichnungen und bei personenbezogenen Hauptwörtern allein entweder die männliche oder die weibliche Form verwendet. Entsprechende Begriffe gelten im Sinne der Gleichbehandlung grundsätzlich für alle Geschlechter. Personen aller Geschlechter mögen sich bitte gleichermaßen angesprochen fühlen.

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

www.marcard.de