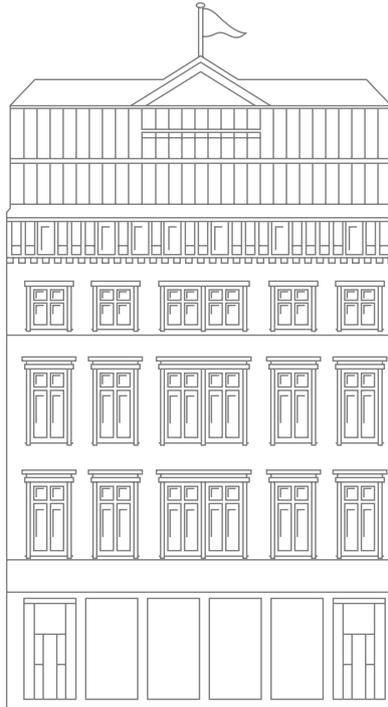

MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Marktausblick für das zweite Halbjahr 2024

Wahlen, Schulden und Inflation

VORWORT

Das Super-Wahljahr 2024 hat den Aktienanlegern bislang erfreuliche Erträge gebracht. Der MSCI World konnte in Euro gerechnet seit Jahresbeginn knapp 15 Prozent zulegen. Getrieben wurde die Rallye einmal mehr von jenen Aktien, die zu den größten Profiteuren der Generativen Künstlichen Intelligenz zählen. Doch nicht alle Mitglieder der „Glorreichen Sieben“, die im vergangenen Jahr die Märkte dominierten, sind auch in diesem Jahr ganz vorne mit dabei. Bei Tesla etwa belasten die Konkurrenz aus China und die Befürchtung, dass die US-Zölle auf chinesische Elektroautos Vergeltungsmaßnahmen provozieren werden.

Der positiven Grundstimmung an den Aktienmärkten können diese Sorgen jedoch nichts anhaben. Im Gegenteil: Bei den europäischen Aktien kehrt sogar der Optimismus zurück. Der Konjunkturpessimismus, der die letzten Quartale in Europa geprägt hat, weicht langsam einer vorsichtigen Zuversicht, dass es wieder aufwärts geht. Ein weiteres Kaufargument für europäische Aktien sind die Bewertungen, die im internationalen Vergleich attraktiv erscheinen.

Getragen wurde die Aktienrallye seit Jahresbeginn vor allem von guten Unternehmensergebnissen und einer robusten Gesamtwirtschaft, die trotz restriktiver Geldpolitik nicht auf eine Rezession zusteuert. Gegenwind kam hingegen von der Zinsseite. Hoffnungen auf schnelle und kräftige Leitzinssenkungen in diesem Jahr wurden enttäuscht. Zwar kam es unter anderem im Euroraum, in der Schweiz und in Schweden zu ersten Zinssenkungen. Aber insbesondere in den USA schwinden die Hoffnungen, dass die geldpolitischen Zügel in diesem Jahr überhaupt noch gelockert werden. Dies liegt zum einen an der robusten Konjunktur, zum anderen aber auch an den Inflationsraten, die trotz starker Rückgänge immer noch über den Zielwerten der Notenbanken liegen.

Solange die Leitzinsen aber nicht weiter angehoben werden müssen, können die Aktienmärkte sehr gut mit dem Umfeld aus robustem Wachstum, leichter Inflation und guten Unternehmensergebnissen umgehen. So gut, dass die geopolitischen Konflikte, die im ersten Halbjahr nicht weniger geworden sind, bislang nicht zu einer Flucht in die Qualität und zu einem Einbruch der Aktienkurse geführt haben. Dass der Goldpreis im ersten Halbjahr ein neues Allzeithoch erreichte, sollte nicht als Indiz für eine zunehmende Risikoaversion gewertet werden. Vielmehr spiegelt diese Entwicklung die steigende Nachfrage von Zentralbanken wider, die ihre

Reserven nicht mehr in US-Dollar halten wollen. Der Goldpreis ist damit ein Gewinner der Polarisierung, die mit dem russischen Einmarsch in die Ukraine begann und die Welt in zwei Blöcke spaltete.



Unbeeindruckt zeigen sich die Kapitalmärkte auch von der Staatsverschuldung, die in immer mehr Ländern eine Dynamik entwickelt hat, die auf Dauer nicht tragbar ist. Galt früher die Sorge vor allem Ländern wie Italien, sind mit China und den USA inzwischen die größten Volkswirtschaften der Welt in den Strudel einer ausufernden Staatsverschuldung geraten. Die sich daraus ergebenden Risiken sind jedoch eher langfristiger Natur und haben daher kaum Auswirkungen auf die taktische Asset Allokation.

Mit Blick auf die zweite Jahreshälfte rücken vor allem die Präsidentschaftswahlen in den USA im November immer mehr in den Mittelpunkt. Selten war eine Prognose des Wahlausgangs so schwierig wie diesmal. Trump liegt in den Umfragen leicht vorne, aber ein sehr großer Teil der Wählerinnen und Wähler kann sich weder mit dem einen noch mit dem anderen Kandidaten politisch identifizieren. Es wäre daher verfrüht, sich auf einen Sieg Donald Trumps festzulegen. Sollte Trump jedoch tatsächlich wiedergewählt werden, dürften die Marktreaktionen anders ausfallen als 2016: Die US-Wirtschaft befindet sich in einer deutlich späteren Phase des Zyklus, die Arbeitslosenquote ist niedrig und die Inflation liegt noch deutlich über den Zielen der Fed. Obwohl das globale Wachstum heute schwächer ist als vor Trumps Wahlsieg 2016, sind die Gewinnerwartungen an den Aktienmärkten höher. Die Risikoprämien sind derzeit so niedrig wie seit 20 Jahren nicht mehr.

Auch wenn die US-Wahlen wohl keine Börsenrallye auslösen werden, dürften umgekehrt mögliche Rückschläge nur von kurzer Dauer sein. Politische Börsen haben bekanntlich kurze Beine.

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

INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort	1
Wahlen, Schulden und Inflation: Ausblick auf das zweite Halbjahr	4
Präsidentschaftswahlen in den USA	4
Staatsverschuldung	6
Inflation	8
Konjunktur	10
Leichte Abschwächung der US-Wirtschaft	10
Zyklische Erholung im Euroraum	10
Japan mit schwächerem Wachstum, China robust und Indien dynamisch	11
Aktien	12
Sehr positive Entwicklung im ersten Halbjahr	12
KI ist weiterhin das dominierende Thema	12
Zinsen und ihre Auswirkungen auf Aktien	12
Comeback der Small-Cap-Prämie?	13
Der japanische Aktienmarkt bleibt attraktiv	13
Indien und China bleiben sensible Märkte	14
Anleihen	15
Zinssenkungszyklus im Euroraum	15
Politische Faktoren beeinflussen die Rendite der US-Staatsanleihen	15
Rohstoffe	16
Gold wird weiter glänzen	16
Leichte Preissteigerungen bis Jahresende	16
Devisen	17
Im Bann der Leitzinserwartungen	17
Hedgefonds	19
Erfreuliches erstes Halbjahr	19
Volatiler Jahresverlauf zu erwarten	19
Immobilien	20
Deutschland: Warten auf Wiederbelebung	20
USA: Ausgeprägter Immobilienzyklus im Segment Mietwohnen	21
Beteiligungen	22
Weniger Gegenwind durch die Zinsen	22
Markt für GP Stakes gewinnt für Private Equity immer mehr an Bedeutung	23
Taktische Allokationsempfehlung	24
Impressum	25

WAHLEN, SCHULDEN UND INFLATION: AUSBLICK AUF DAS ZWEITE HALBJAHR

2024 ist das Jahr der **Wahlen**. Die wohl wichtigste findet in der zweiten Jahreshälfte statt, wenn Anfang November in den USA der neue Präsident gewählt wird. Wenn Politiker (wieder) gewählt werden wollen, ist die Gefahr groß, die Wählerinnen und Wähler mit höheren Staatsausgaben und niedrigeren Steuern zu locken. Nicht nur aus diesem Grund steigt die **Staatsverschuldung** derzeit in vielen Ländern und wird damit mittelfristig zum Problem. Das gilt insbesondere dann, wenn die **Inflation** hartnäckig hoch bleibt und die Geldpolitik mit hohen Leitzinsen dagegenhalten muss. Einzig die Fiskalpolitik kann dann in Wirtschaftskrisen unterstützend eingreifen, was aber die Schulden weiter erhöht und den Schuldendienst aufgrund der hohen Zinsen besonders teuer macht.

Die US-Wahlen, die steigende Staatsverschuldung und die immer noch zu hohe Inflation sind Themen, die die Kapitalmärkte im zweiten Halbjahr 2024 und darüber hinaus stark beeinflussen werden. Zu jedem der drei Themenblöcke haben wir Thesen formuliert, auf die wir im Schwerpunktteil dieses Halbjahresausblicks eingehen. Diese Thesen tauchen häufig in der öffentlichen Diskussion auf und spiegeln daher nicht zwingend unsere Meinung wider.

Präsidentenwahlen in den USA

These 1: „Donald Trump wird die Wahlen gewinnen.“

Wer die US-Präsidentenwahlen im November gewinnt, scheint eine der wichtigsten Fragen für das zweite Halbjahr 2024 und darüber hinaus zu sein. **In den USA selbst nimmt das Interesse an den Wahlen dagegen eher ab.** Der Anteil der Wählerinnen und Wähler, die angeben, sich sehr für die bevorstehenden Wahlen zu interessieren, ist laut der jüngsten landesweiten Umfrage von NBC News auf den niedrigsten Stand seit fast 20 Jahren gefallen. Viele Wähler können sich politisch weder mit Biden noch mit Trump identifizieren.

Nicht nur deshalb ist der Ausgang der Wahl sehr schwer vorherzusagen. Gehen die Unentschlossenen gar nicht zur Wahl? Oder werden sie das aus ihrer Sicht kleinere Übel wählen? Wie erfolgreich werden die - oft aus dem Ausland lancierten - Versuche sein, das Wahlergebnis zu

manipulieren? Werden die zahlreichen Klagen und gegen Donald Trump und seine Verurteilung den Wahlausgang beeinflussen? Und welche Rolle spielt der Gesundheitszustand der beiden betagten Kandidaten?

Eindeutiger ist dagegen, welche Themen die Wahlberechtigten am meisten interessieren. 27 Prozent der Amerikaner sagten in einer Gallup-Umfrage im April 2024, dass das wichtigste Problem der USA die **Einwanderung** sei. Unter den Wählern der Republikaner liegt der Anteil sogar bei 48 Prozent, während nur acht Prozent der Demokraten diese Meinung teilen. Diese Differenz von 40 Prozentpunkten zwischen Republikanern und Demokraten in der Frage der Einwanderung gehört zu den größten Unterschieden zwischen den Parteien, die bei dieser Frage je gemessen wurde.

Der Slogan „It’s the economy, stupid!“, mit dem Bill Clinton 1992 die US-Präsidentenwahlen gewann, greift diesmal also nicht. **Die Wähler, insbesondere aus dem Lager der Republikaner, interessieren sich nicht in erster Linie für den Zustand der US-Wirtschaft.** Das bekommt vor allem Amtsinhaber Joe Biden zu spüren, dessen Popularität trotz robuster Konjunktur und Vollbeschäftigung im Keller ist. Laut einer Gallup-Umfrage bekommt er mit durchschnittlich 38,7 Prozent derzeit so wenig Zustimmung wie kein anderer Präsident in der jüngeren Geschichte.

Aber auch Bidens Kontrahent Trump schwimmt derzeit nicht auf einer Erfolgswelle. Die zahlreichen Rechtsstreitigkeiten schaden seinem Ansehen bei seinen Anhängern zwar kaum, vielleicht sogar im Gegenteil. Sie stellen aber eine erhebliche finanzielle Belastung dar. Laut Forbes summieren sich Trumps Anwaltsrechnungen und die finanziellen Folgen von Zivilurteilen auf eine halbe Milliarde US-Dollar. Trump steht unter Druck, Kautionen zu hinterlegen und das Geld aufzubringen, das er benötigt, um selbst Berufung einlegen zu können. Weitere Fälle und Gerichtsverfahren mit potenziell hohen Strafen stehen bevor, und auf einige ausstehende Beträge fallen täglich Zinsen an. Wenn Trump nicht zahlen kann oder will, können die Behörden in einigen Fällen seine Immobilien und andere Vermögenswerte beschlagnahmen und verkaufen.

Aus diesem Grund werden die Gesamtausgaben der Trump-Kampagne und der externen Organisationen, die Trump unterstützen, auf nicht mehr als drei Mrd. US-Dollar geschätzt. Inflationsbereinigt wird die Trump-Kampagne 2024 damit viel weniger aufwändig und teuer sein als die Kampagne im Jahr 2020. Und schon vor vier Jahren reichte das Budget der Trump-Unterstützer nicht aus, um die Wahlen zu gewinnen.

Es ist also alles andere als sicher, dass Donald Trump die Wahlen im November gewinnen wird. Das sagen auch die Umfragen, in denen die beiden Kandidaten ungefähr gleichauf liegen.

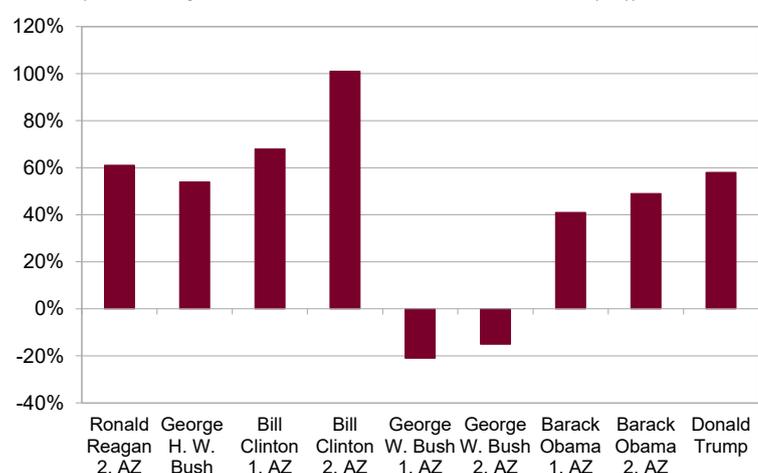
These 2: „Aus Sicht der Aktienmärkte wäre eine Wiederwahl von Trump positiv.“

Viele Anleger sehen die US-Wahl 2016 und die anschließende Entwicklung der Aktienmärkte als Muster dafür, wie sich die Märkte nach einem möglichen Sieg von Donald Trump bei den Präsidentschaftswahlen im November entwickeln werden. **Diese Denkweise unterschätzt, wie unterschiedlich die Ausgangspunkte dieses Mal sind.** Die US-Wirtschaft befindet sich in einer viel späteren Phase des Zyklus, die Arbeitslosenquote ist niedrig und die Inflation liegt immer noch deutlich über den Zielen der Fed. Obwohl das globale Wachstum heute schwächer ist als vor Trumps Wahlsieg 2016, sind die Gewinnerwartungen an den Aktienmärkten höher. Ein weiterer wichtiger Unterschied zeigt sich bei den Risikoprämien, die sich mit den Credit Spreads oder der Volatilität messen lassen. Diese waren zum Zeitpunkt der Wahl 2016 sehr hoch, und als sie danach sanken, stiegen auch die Aktienbewertungen. Heute nähern sich die Risikoprämien dem niedrigsten Niveau der letzten 20 Jahre.

Die US-Staatsverschuldung ist um 20 Prozentpunkte höher als zum Zeitpunkt des Wahlsiegs von Donald Trump im Jahr 2016. Unabhängig davon, wer die Präsidentschaftswahl gewinnt und welche Mehrheitsverhältnisse im Kongress herrschen werden, wird die Verschuldung höchstwahrscheinlich weiter steigen. Selbst wenn Trumps Steuersenkungen rückgängig gemacht würden, stiege die US-Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP in den nächsten zehn Jahren um sieben Prozentpunkte. Vermutlich wird es deutlich mehr sein, denn selbst eine Biden-Administration würde die Steuersenkungen wahrscheinlich nur für höhere Einkommensgruppen und damit nur teilweise zurücknehmen. Würde eine Trump-Administration mit Unterstützung eines republikanischen Kongresses die Steuersenkungen dagegen vollständig verlängern, könnte dies bis 2033 jährlich 350 Mrd. US-Dollar kosten. Eine zusätzliche Senkung der Erbschaftssteuer und anderer Steuern könnte die Kosten auf 450 Mrd. US-Dollar pro Jahr erhöhen. Dies würde über einen Zeitraum von acht Jahren Kosten in Höhe von 2,8 Bio. US-Dollar verursachen und die Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP bis 2033 um bis zu zehn Prozentpunkte erhöhen.

Die US-Staatsverschuldung ist um 20 Prozentpunkte höher als zum Zeitpunkt des Wahlsiegs von Donald Trump im Jahr 2016.

US-Aktienmarkt unter verschiedenen Präsidenten
(Entwicklung S&P 500 Preisindex während der Amtszeit (AZ))



Im Gegensatz zu Trump 1.0, als die Steuer-senkungen einen sehr starken Wachstumsimpuls auslösten, dürfte sich der zusätzliche Impuls durch eine Verlängerung der Steuer-senkungen in Grenzen halten. Von größerer Bedeutung für Aktien könnte die **Wiederaufnahme des Handelskriegs** sein, der die mittlere und letzte Phase von Trumps Präsidentschaft geprägt hat. Mit der Vervierfachung des Einfuhrzolls auf chinesische Elektroautos und weiteren Zollerhöhungen bei einer Reihe von chinesischen Gütern hat Präsident Biden seinen Vorgänger sogar noch übertrumpft. Mögliche Vergeltungsmaßnahmen Chinas könnten die US-Unternehmen treffen, die in China produzieren oder nach China exportieren. Auch die Inflation könnte durch einen Handelskrieg wieder ansteigen.

Mit den USA und China haben sich die beiden größten Volkswirtschaften der Welt auf einen nicht-nachhaltigen Schuldenpfad begeben.

Noch ungünstiger für die Preisentwicklung wäre ein **Rückgang der Migration**. Der positive Arbeitsangebotschock der letzten drei Jahre hat nicht nur die Lohnsumme erhöht, sondern auch die Gesamtnachfrage, insbesondere nach Gütern. Die Zuwanderung dürfte im nächsten Jahr unter den geschätzten Durchschnitt von 3,3 Mio. pro Jahr fallen. Unter einer demokratischen Regierung könnte diese Zahl auf 1,2 bis 1,3 Mio. pro Jahr sinken, unter einer republikanischen sogar auf 0,5 bis 0,7 Mio., was zu einer angespannten Arbeitsmarktlage und einer höheren Inflation bei schwächerer Konsumnachfrage führen könnte.

Insgesamt erscheint es daher eher unwahrscheinlich, dass sich die positive Entwicklung der Aktienmärkte während der ersten Amtszeit von Donald Trump im Falle einer zweiten Amtszeit wiederholen wird.

Staatsverschuldung

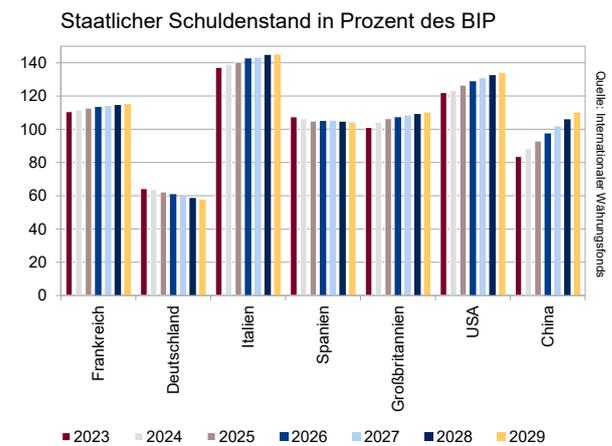
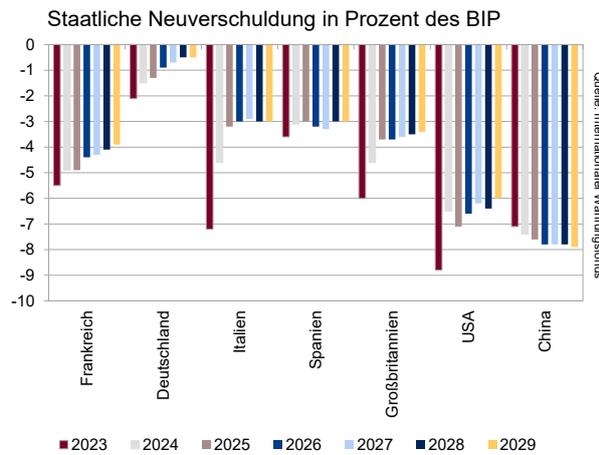
Der bekannte Ökonom Olivier Blanchard stellte 2019 die These auf, **dass die Staatsverschuldung keine fiskalischen Kosten verursache**. Die Zinsen für Staatsanleihen

seien in der Regel niedriger als die nominalen BIP-Wachstumsraten, so dass die Schulden ohne Steuererhöhungen zurückgezahlt werden könnten.

Diese Argumentation ist so verlockend, dass Blanchard selbst sie mit einigen Gegenargumenten relativiert hat, um zu verhindern, dass sie als Rechtfertigung für eine höhere Staatsverschuldung missbraucht wird. Dennoch steht Blanchards Ansatz für die relativ entspannte Haltung, die viele Ökonomen noch vor wenigen Jahren gegenüber der Staatsverschuldung einnahmen.

Diese Zeiten sind vorbei. **Während der Corona-Krise ist die Staatsverschuldung massiv angestiegen**. Da die Geldpolitik zu Beginn der Krise noch extrem expansiv war, musste die Stützung der Wirtschaft vor allem durch den Fiskus erfolgen. Und da die Zinsen vor Corona noch sehr niedrig waren, schien dies auch ohne schädliche Nebenwirkungen möglich zu sein.

Der große Inflationsschub, der während der Corona-Krise begann, zwang die Zentralbanken jedoch zu einer drastischen Kehrtwende. Die Leitzinsen wurden schnell und kräftig angehoben, wodurch sich auch die staatlichen Refinanzierungsbedingungen verschlechterten. Die Kombination aus drastisch steigender Staatsverschuldung und deutlich höheren Zinsen bereitet vielen Ökonomen inzwischen Sorgen. Hinzu kommt, dass deutlich mehr Länder als früher auf eine Überschuldung zusteuern. Längst ist nicht mehr nur Italien das Sorgenkind. **Mit den USA und China haben sich die beiden größten Volkswirtschaften der Welt auf einen nicht-nachhaltigen Schuldenpfad begeben.**



These 3: „Die nächste Staatsschuldenkrise steht unmittelbar bevor.“

Der Internationale Währungsfonds zeichnet in seinem jüngsten „Fiscal Monitor“ ein düsteres Bild der Verschuldungsdynamik des öffentlichen Sektors. Die **Neuverschuldung** im Verhältnis zum BIP wird in vielen Ländern in den nächsten Jahren nur langsam zurückgehen. Bei der **Schuldenquote** zeigt sich ein geteiltes Bild. Während sie in Ländern wie Deutschland, Spanien oder Japan in den nächsten Jahren sinken wird, steigt sie nicht nur in Italien und Großbritannien, sondern vor allem in den USA und China deutlich an.

Diese Prognosen klingen alarmierend, aber es ist nicht einfach, daraus ein konkretes Krisenszenario abzuleiten. Manch einer wird sich an den gescheiterten Versuch von Kenneth Rogoff und Carmen Reinhart erinnern, eine Kausalität zwischen Staatsverschuldung und Wirtschaftswachstum wissenschaftlich zu bestimmen. In mehreren viel beachteten Studien hatten sie den Zusammenhang untersucht und 2010 die These aufgestellt, dass bei einer Staatsschuldenquote von über 90 Prozent das Wirtschaftswachstum drastisch sinkt. Ein Student entdeckte jedoch einige Jahre später, dass dieses Ergebnis auf einem Rechenfehler in Excel beruhte.

Aus dieser peinlichen Episode folgt natürlich nicht, dass hohe Staatsschulden unbedenklich wären. Neuere wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass insbesondere ein hoher Anteil von im Ausland gehaltenen Staatsschulden eine Krise auslösen kann. Die **Auslandsverschuldungsquote** erweist sich empirisch als einer der wichtigsten Indikatoren

zur Frühwarnung vor einer Finanzkrise. Eine Studie des IWF hat einen starken nichtlinearen Zusammenhang mit Finanzkrisen festgestellt. So steigt die Krisenwahrscheinlichkeit in fortgeschrittenen Volkswirtschaften stark an, sobald die Auslandsverschuldungsquote etwa 70 Prozent erreicht. In Schwellenländern bleibt die Wahrscheinlichkeit unterhalb von 30 Prozent des BIP relativ konstant, steigt dann aber stark an. In Niedrigeinkommensländern sind die Wahrscheinlichkeiten von Anfang an höher und der Anstieg der Kurve erfolgt bereits bei niedrigeren Schuldenständen.

Frankreich weist derzeit eine hohe **Auslandsverschuldungsquote** von 53 Prozent auf, hat damit aber noch einen Sicherheitsabstand zur kritischen Marke von 70 Prozent. Die Wahrscheinlichkeit einer Finanzkrise in den nächsten zwei Jahren liegt für Frankreich laut IWF-Studie bei rund 4,5 Prozent. Deutschland und Großbritannien liegen knapp über der 25-Prozent-Schwelle der Auslandsverschuldung und weisen damit eine Wahrscheinlichkeit einer Finanzkrise von rund 3,5 Prozent auf. In den USA liegt die Auslandsverschuldungsquote bei 32 Prozent und damit ebenfalls deutlich unterhalb der kritischen Marke.

Neben der Auslandsverschuldung gehört ein **wachsendes Leistungsbilanzdefizit** zu den Vorboten einer Staatsschuldenkrise. Ab einem Defizit von drei Prozent des BIP steigen die Risiken. Die USA liegen über dieser Schwelle, allerdings schon seit vielen Jahren. Eine akute Verschlechterung ist nicht erkennbar.

Insgesamt erfüllen daher selbst die USA nicht jene Kriterien, die üblicherweise einer Staatsschuldenkrise vorausgehen. Dies ändert aber nichts daran, dass auf mittlere

Sicht nicht nur in den USA der staatliche Schuldenberg langsamer wachsen muss, als es derzeit der Fall ist.

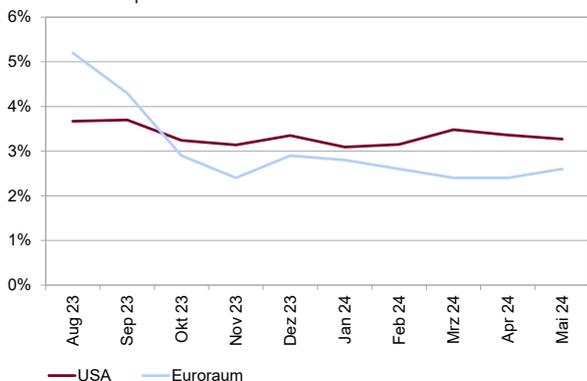
Inflation

Vor dem Hintergrund der steigenden Staatsverschuldung kommt der Inflation eine ganz besondere Rolle zu. Auf der einen Seite sind Inflationsraten, die in der Jahresrate bei 20 Prozent und mehr liegen, ein weiteres Indiz für eine drohende Schuldenkrise. Auf der anderen Seite kann eine moderate Inflation aber die Schuldenlast reduzieren. Für die Entwicklung der staatlichen Einnahmen ist das nominale Wirtschaftswachstum relevant, und das steigt eben nicht nur durch reales Wachstum, sondern auch durch Inflation. Der reale Wert der nominal fixierten Staatsschulden sinkt zudem, wenn die Preise steigen. Gerade für die USA scheint Inflation also ein verlockender Ausweg aus der Schuldenfalle zu sein.

These 4: „Die USA haben ein größeres Inflationsproblem als der Euroraum.“

Während der Corona-Pandemie stieg die Inflation sowohl in den USA als auch im Euroraum deutlich an. In den letzten zwölf Monaten sind die Inflationsraten jedoch vor allem im Euroraum deutlich gesunken und liegen nur noch knapp über der Zielmarke der EZB von zwei Prozent. In den USA hingegen konnten im gleichen Zeitraum keine Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung erzielt werden. Die Preissteigerungsraten liegen deutlich über drei Prozent und damit über dem Ziel der US-Notenbank.

Inflation in den USA und dem Euroraum
US-Verbraucherpreisindex und Euroraum Harmonisierter Verbraucherpreisindex

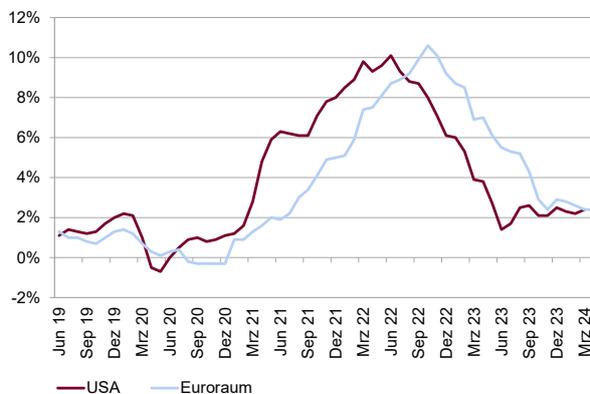


Ist dieser Unterschied auf die höhere Staatsverschuldung in den USA zurückzuführen? Nein. Der Grund ist die

unterschiedliche Methodik der Inflationsmessung. Verwendet man für beide Wirtschaftsräume den gleichen Ansatz, liegen die Inflationsraten auf dem gleichen Niveau. Die um die schwankungsanfälligsten Komponenten bereinigten harmonisierten Kerninflationsraten sind in den USA sogar niedriger als im Euroraum.

Der Hauptunterschied zwischen der harmonisierten und der nationalen Inflationsrate in den USA besteht in den so genannten kalkulatorischen Mieten. Mit diesem Konstrukt soll die Preisentwicklung von selbstgenutztem Wohneigentum gemessen werden. Sowohl die Messung dieser Preiskomponente als auch ihr enormes Gewicht im Warenkorb der US-Verbraucherpreise werfen die Frage auf, ob die offiziellen Inflationsraten ein adäquates Bild der Preisentwicklung vermitteln. Aus diesem Grund verwendet die Fed zur Inflationsmessung auch sogenannte Deflatoren des privaten Verbrauchs. Die kalkulatorischen Mieten haben in diesem Konstrukt etwas niedrigeres, aber immer noch hohes Gewicht.

Inflation in den USA und dem Euroraum
OECD Harmonisierte Verbraucherpreisinflation



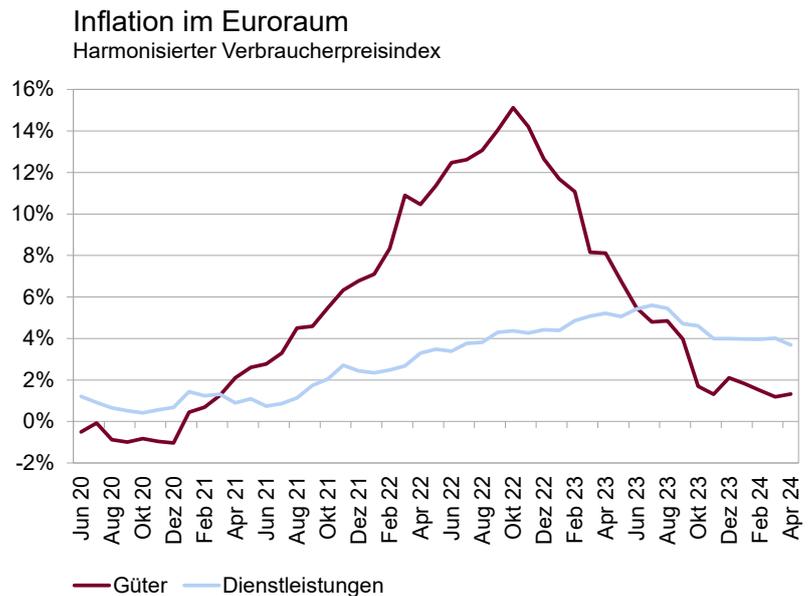
These 5: „Die Inflation wird dauerhaft hoch bleiben.“

Als die Inflation im Jahr 2021 Fahrt aufnahm, gab es zwei sich widersprechende Interpretationen. Das eine Lager, angeführt von den Notenbanken, argumentierte, dass der Anstieg der Inflationsraten nur vorübergehend sei und daher keine geldpolitische Reaktion erfordere. Das andere Lager erwartete dagegen einen dauerhaften Inflationsanstieg als Folge einer jahrelang zu expansiven Geldpolitik.

Die geldpolitische Kehrtwende, die die Notenbanken ab Anfang 2022 mit raschen Leitzinserhöhungen einläuteten, schien dem zweiten Lager recht zu geben. Doch in gewisser Weise blieben auch die Argumente des „team transitory“ gültig. Die Ursachen des Inflationsanstiegs lagen in der massiven Verschiebung der privaten Nachfrage während der Corona-Periode, als weitreichende Einschränkungen im Dienstleistungsbereich die Nachfrage auf ein relativ starres Güterangebot lenkten. Mit dem Ende der Corona-Restriktionen verlagerte sich die Nachfrage aber wieder zurück, und die Inflationsrate der Güterpreise fiel auf unter zwei Prozent.

Dagegen scheint die Inflationsrate der Dienstleistungspreise strukturell angestiegen zu sein. Deren Jahresrate lag im Euroraum vor Corona bei rund einem Prozent und hat sich in den letzten Monaten bei vier Prozent eingependelt. Seit ihrem Höchststand im Jahr 2023 ist die Dienstleistungsinflation nur geringfügig zurückgegangen. Die Preise für Dienstleistungen werden vor allem von der Lohnentwicklung beeinflusst. Allerdings folgen die Löhne der allgemeinen Preisentwicklung mit einer gewissen Verzögerung, so dass die Teuerungsraten bei den Dienstleistungen noch einige Zeit hoch bleiben dürften.

Auf Dauer wird die Teuerungsraten der Dienstleistungen nur dann erhöht bleiben, wenn es zu einer Lohn-Preis-Spirale kommt. Danach sieht es momentan nicht aus. Die Lohnzuwachsrate sind auf beiden Seiten des Atlantiks rückläufig. Das registrieren auch die Notenbanken, die die Leitzinsen teilweise bereits wieder gesenkt haben. Auch hier scheiden sich die



Geister. Das eine Lager hält solche Schritte für verfrüht und sieht noch keinen Sieg im Kampf gegen die Inflation. Das andere Lager argumentiert mit der Wirkungsverzögerung geldpolitischer Maßnahmen und den vorlaufenden Inflationsindikatoren, die einen weiter nachlassenden Preisdruck signalisieren. An den Kapitalmärkten wird eher dem zweiten Lager Glauben geschenkt, da die in den Kursen eingepreisten **langfristigen Inflationserwartungen** weitgehend mit den mittelfristigen Zielen der Notenbanken übereinstimmen. Das „team transitory“ wird aber nur dann Recht behalten, wenn die Geldpolitik auch weiterhin konsequent die Gefahren bekämpft, die sich aus der preistreibenden Wirkung des Protektionismus, des demografischen Wandels und der zu hohen Staatsverschuldung ergeben.

Die Inflationsrate der Dienstleistungspreise scheint strukturell angestiegen zu sein.

KONJUNKTUR

Leichte Abschwächung der US-Wirtschaft

Wie im Jahr 2023 wird das Weltwirtschaftswachstum zu einem Großteil von der US-Wirtschaft getragen. Vor allem die starke Expansion zum Jahresende 2023 sorgt in den USA für positiven Rückenwind, der als „statistischer Überhang“ auch die Wachstumsraten im laufenden Jahr erhöht. Gemessen daran fiel das erste Quartal 2024 allerdings enttäuschend aus. Das BIP-Wachstum lag mit annualisiert 1,6 Prozent fast einen Prozentpunkt unter den durchschnittlichen Erwartungen der Analysten. Auch die seither veröffentlichten Wirtschaftsdaten deuten auf eine konjunkturelle Abkühlung hin. Dies zeigen unter anderem die Economic Surprise Indices, die die tatsächlichen Wirtschaftsdaten mit den Erwartungen der Analysten vergleichen. Der von Goldman Sachs veröffentlichte Surprise Index für die USA zeigt, dass die Wirtschaftsdaten in den ersten Monaten des Jahres die Erwartungen übertrafen, während sie sich Ende März verschlechterten und im Durchschnitt nur noch den Erwartungen entsprachen. Im Mai verschlechterten sich die Daten erneut und die negativen Überraschungen häuften sich. **Neben den BIP-Wachstumszahlen enttäuschten auch die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor und zuletzt sogar einige Zahlen zum eigentlich robusten Arbeitsmarkt.**

Die Abschwächung auf dem Arbeitsmarkt bleibt jedoch moderat. Im April stieg die Arbeitslosenquote auf 3,9 Prozent, was immer noch sehr niedrig ist, aber zusammen mit dem Wert vom Februar den höchsten Stand seit Januar 2022 darstellt. **Insgesamt herrscht am US-Arbeitsmarkt aber immer**

noch Überbeschäftigung. Gleichzeitig sprechen auch die inländischen Nachfragekomponenten gegen eine deutlichere Abschwächung. Zwar war die Konsumnachfrage nach Gütern im ersten Quartal deutlich schwächer als in den Vorquartalen. Die Nachfrage nach Dienstleistungen war dagegen kräftig. Wesentlicher Grund für das schwache Wachstum im ersten Quartal war der deutlich negative Beitrag des Außenhandels. Da dies jedoch der erste negative Wachstumsbeitrag des Außenhandels seit dem ersten Quartal 2022 war, könnte es sich um einen Ausreißer gehandelt haben.

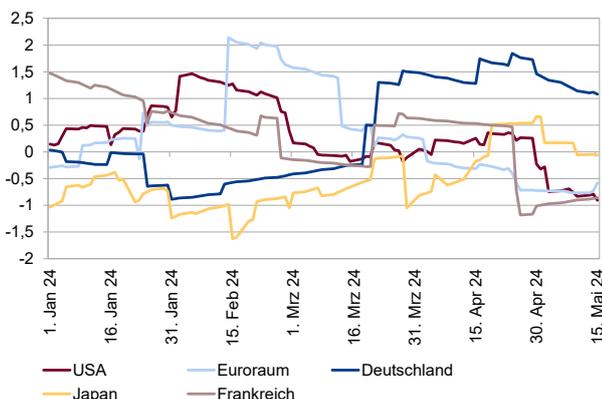
Nachdem die Inflationsraten der Monate Januar bis März jeweils über den Erwartungen lagen, sind die meisten der zu Jahresbeginn erwarteten Zinssenkungen der Fed inzwischen ausgepreist. Derzeit wird mit ein bis maximal zwei Zinssenkungen bis zum Jahresende gerechnet. Manches spricht dafür, dass die Fed sogar erst nach den Präsidentschaftswahlen im November das erste Mal die Zinsen senken wird. Die konjunkturelle Unterstützung durch die Fed wird damit deutlich geringer ausfallen als noch Ende letzten Jahres erwartet. Das robuste Wachstum im aktuellen Umfeld macht dies aber auch nicht notwendig. **Wir erwarten ein stärkeres Wachstum als noch im Dezember 2023 und heben unsere Prognose von 1,8 Prozent auf 2,6 Prozent an.**

Zyklische Erholung im Euroraum

Für den Euroraum mehren sich die Anzeichen, dass sich die Wirtschaftsdaten im weiteren Jahresverlauf zunehmend verbessern werden. Die Vorzeichen dafür sind nicht schlecht. **Während die Wirtschaft des Euroraums im ersten Quartal für positive Überraschungen bei den Daten gesorgt hat, überraschte Deutschland im zweiten Quartal mit stärkeren Wirtschaftsdaten.** Vor allem im Dienstleistungssektor hellt sich die Stimmung auf, und das nicht nur in Deutschland. Die Rahmenbedingungen sind in der Tat gut. Die Reallöhne sind in den letzten Quartalen dynamisch gestiegen, sodass die Verbraucher wieder mehr Kaufkraft haben. Da die Arbeitslosenquote im Euroraum mit 6,4 Prozent auf einem Rekordtief verharret, gibt es zudem viele Menschen, die von diesen Lohnzuwächsen profitieren.

Bereits Ende 2023 erreichte die Inflationsrate im Euroraum den Wert von 2,9 Prozent und tendierte deutlich nach unten. Die Kerninflationsrate lag noch etwas höher,

Economic Surprise Index
MAP-Index von Goldman Sachs



zeigte aber den gleichen Trend. Da sich dieser Trend in den ersten Monaten des Jahres 2024 fortsetzte, wuchs der Optimismus der EZB, die Inflation weitgehend unter Kontrolle zu haben, was wiederum die Zuversicht förderte, die Zinsen senken zu können. Mit der Lockerung der Finanzierungsbedingungen erhält die Wirtschaft im weiteren Jahresverlauf endlich den seit langem erwarteten Rückenwind. Wie stark dieser Rückenwind sein wird, hängt letztlich von der weiteren Entwicklung insbesondere der weniger volatilen Kerninflation ab. **Die konjunkturelle Erholung im Euroraum, die wir in unserem Jahresausblick erwartete hatten, fiel in den ersten Monaten dieses Jahres noch vergleichsweise verhalten aus. Daher senken wir unsere Jahreswachstumsprognose für den Euroraum von 1,0 auf 0,8 Prozent und für Deutschland von 0,5 auf 0,3 Prozent.**

Japan mit schwächerem Wachstum, China robust und Indien dynamisch

Während die hohen Inflationsraten nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine in den westlichen Ländern Befürchtungen auslösten, die Inflation könne außer Kontrolle geraten, sorgten sie in Japan für Aufbruchstimmung. Die Inflation wird als Chance gesehen, aus der Deflationsspirale der letzten Jahrzehnte auszubrechen. Dies scheint tatsächlich zu gelingen. Nach einem dynamischen Lohnwachstum im vergangenen Jahr wird für dieses Jahr eine weitere Beschleunigung erwartet. Damit ist die Ausgangslage ähnlich wie in Europa. Durch das Lohnwachstum und die niedrige Arbeitslosigkeit können sich die Konsumenten über Kaufkraftgewinne freuen, die sich letztlich in einem höheren Konsum niederschlagen sollten. Hinzu kommen positive Effekte durch den schwachen Yen, der die Exportwirtschaft und den Tourismus ankurbelt. Allerdings kann der schwache Yen auch zu einer Verunsicherung der Verbraucher führen. Da Japan unter anderem von Energieimporten abhängig ist, können hohe Importpreise

die Konsumstimmung trüben. Wie sehr das japanische Wirtschaftswachstum unter einem schwachen Konsum leidet, hat sich bereits in der zweiten Jahreshälfte 2023 gezeigt. Diese Schwäche ist auch ein wichtiger Grund dafür, dass das Wachstum in diesem Jahr moderater ausfallen wird. **Der statistische Überhang und das schwache erste Quartal 2024 werden in diesem Jahr deutlich negativ zu Buche schlagen. Insgesamt reduzieren wir unsere Prognose von 1,0 Prozent auf 0,5 Prozent.**

Nachdem der Immobilienmarkt die Stimmung und das Wirtschaftswachstum in China im vergangenen Jahr deutlich gedämpft hatte, hat sich die Lage inzwischen stabilisiert. Die vor allem strukturellen Probleme sind zwar nach wie vor ungelöst, belasten die Stimmung derzeit aber deutlich weniger. Die wirtschaftliche Entwicklung zeigt sich seit Jahresbeginn entsprechend robuster, was sich vor allem in dem überraschend starken BIP-Wachstum von 1,6 Prozent gegenüber dem Vorquartal im ersten Quartal widerspiegelt. Vor allem die Industrieproduktion und die Investitionen im Verarbeitenden Gewerbe waren stärker als erwartet. **Aufgrund des dynamischen Wachstums im ersten Quartal ist auch für das Gesamtjahr mit einem höheren Wachstum zu rechnen. Wir heben unsere Prognose für 2024 von 4,4 auf 4,9 Prozent an.**

Das Wachstum in Indien ist nach wie vor sehr dynamisch. Modi hat inzwischen seine dritte Wahl zum Premierminister gewonnen, was seiner Politik eine gewisse Kontinuität verleiht. Allerdings musste er bei den diesjährigen Wahlen deutliche Stimmenverluste hinnehmen, was die Frage aufwirft, wie lange er seinen Politikstil fortsetzen kann bzw. inwieweit er auch auf andere Interessengruppen Rücksicht nehmen muss. Vorerst sind die Aussichten jedoch sehr positiv. **Unsere Wachstumsprognose erhöhen wir von 6,4 auf 7,0 Prozent.**

Revision der Wachstumsprognosen für 2024

Marcad, Stein & Co	Dezember 2023	Juni 2024	Differenz zur alten Prognose	Aktueller Konsens	Differenz zum Konsens
Welt	2,8	3,0	0,2	2,9	0,1
USA	1,8	2,6	0,8	2,4	0,2
Japan	1,0	0,5	-0,5	0,6	-0,1
Euroraum	1,0	0,8	-0,2	0,7	0,1
Deutschland	0,5	0,3	-0,2	0,2	0,1
Großbritannien	0,6	0,5	-0,1	0,5	0,0
Russland	1,0	2,4	1,4	2,5	-0,1
China	4,4	4,9	0,5	4,9	0,0
Indien	6,4	7,0	0,6	7,6	-0,6
Brasilien	1,6	1,9	0,3	1,9	0,0

AKTIEN

Sehr positive Entwicklung im ersten Halbjahr

In unserem Jahresausblick 2024 hatten wir für die meisten Länder ein niedrigeres Wirtschaftswachstum als für 2023 erwartet. Da die konjunkturelle Entwicklung langfristig die Entwicklung der Unternehmensgewinne bestimmt, sahen wir für das laufende Jahr ein begrenztes Potenzial am Aktienmarkt. Vor diesem Hintergrund **entwickelten sich die globalen Aktienmärkte überraschend positiv**.

In den USA fielen die **Konjunkturdaten zu Jahresbeginn deutlich besser aus als erwartet**, so dass auch die Erwartungen an die Unternehmensgewinne, insbesondere in den KI-getriebenen Branchen, stiegen. Erneut konnten die im S&P 500 gelisteten US-Unternehmen die hohen Erwartungen nicht nur erfüllen, sondern mehrheitlich sogar übertreffen. In Europa hingegen fiel der Rückgang der Gewinne pro Aktie der im Stoxx Europe 600 gelisteten Unternehmen nicht so negativ aus wie erwartet.

Der von der Tokioter Börse eingeschlagene Weg der „Corporate-Governance-Revolution“ scheint die beabsichtigte Wirkung nicht verfehlt zu haben, so dass die **japanischen Unternehmen sich zunehmend aktionärsfreundlicher verhalten**. Die japanische Börse hat sich dadurch dynamischer entwickelt als die Börsen in den USA oder Europa.

KI ist weiterhin das dominierende Thema

Im vergangene Jahr dominierten die Aktien der sogenannten „glorreichen Sieben“ (M7) die globalen Aktienmärkte. Die Entwicklung der M7-Unternehmen im laufenden Jahr zeigt, dass die Investoren im Bereich KI inzwischen stärker differenzieren.

Die erste Phase der KI-Welle, die bis heute anhält, begann Ende 2022 mit **ChatGPT-4** und konzentrierte sich vor allem auf Nvidia als wichtigstem Profiteur von KI. Die Performance des Unternehmens ist bemerkenswert, denn sie wird nicht durch immer höhere Bewertungen verursacht. Das 12-Monats-Forward-Kurs-Gewinn-Verhältnis ist seit Anfang 2023 nahezu unverändert, so dass die Performance auf eine höhere Gewinnentwicklung zurückzuführen ist.

Performance Aktienmärkte
29.12.2023 = 100, Total Return in Lokalwährung



Die zweite Phase wird sich auf Unternehmen jenseits von Nvidia konzentrieren, die an der **Infrastruktur** beteiligt sind, die für die Entwicklung von KI erforderlich ist. Dies sind z. B. Unternehmen aus den Bereichen Cloud-Computing, Rechenzentren sowie IT- und KI-Sicherheit.

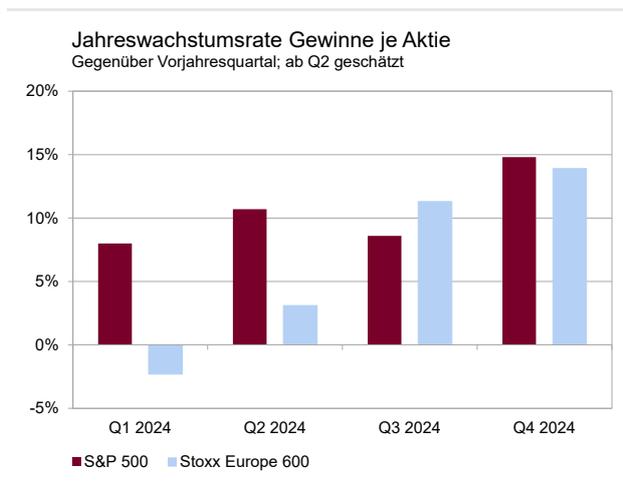
Die dritte Phase wird sich auf KI-basierte Unternehmen konzentrieren, die **KI in ihre Produktangebote integrieren können**, um ihren Umsatz zu steigern. Software und IT-Dienstleistungen scheinen in dieser Phase des KI-Adoptionszyklus am besten positioniert zu sein.

Die vierte Phase wird sich auf alle Unternehmen konzentrieren, die KI-Technologie zur Produktivitätssteigerung nutzen, wobei die größten Effizienzgewinne in arbeitsintensiven Branchen, die am stärksten von **KI-Automatisierung** betroffen sind. Hier kommen beispielsweise Unternehmen aus dem Software- und Dienstleistungssektor oder aus dem Bereich der unternehmensbezogenen und freiberuflichen Dienstleistungen in Frage.

Zinsen und ihre Auswirkungen auf Aktien

Ein **Umfeld sinkender Zinsen und steigender Wirtschaftsaktivität ist wahrscheinlich das beste Umfeld** für die Aktienperformance. Eine Zinssenkung ist tendenziell besser für Aktien als eine Zinserhöhung (oder keine Veränderung), aber die Dynamik der wirtschaftlichen Aktivität ist dabei entscheidend. Die unmittelbare Reaktion des Aktienmarkts auf eine Zinssenkung ist in der Regel positiv. Wenn sich die finanziellen Bedingungen lockern, werden die

Anleger generell wachstumsoptimistischer. Im bisherigen Jahresverlauf haben sich Aktien trotz höherer langfristiger Zinsen gut entwickelt, da die robuste Konjunktur und die starken Gewinne geholfen haben. Da sich die Konjunktur in Europa weiter verbessert, während sie sich in den USA zunehmend verschlechtert und die EZB wahrscheinlich mehr Zinssenkungen im Vergleich zur Fed vornehmen wird, dürften europäische Aktien eine Outperformance erzielen und sollten gegenüber US-Titeln bevorzugt werden.



Die Analysten von I/B/E/S schätzen, dass das Gewinnwachstum je Aktie im Vergleich zum Vorjahresquartal im laufenden Quartal in den USA besser ausfallen wird als in Europa. Mit jeder weiteren Verbesserung der Konjunkturindikatoren in Europa steigen jedoch auch die Chancen, dass die Unternehmensgewinne in Europa positiv überraschen. Für die kommenden Quartale des laufenden Jahres erwarten die I/B/E/S-Analysten, dass das **Gewinnwachstum je Aktie im dritten Quartal bei den europäischen Unternehmen höher ausfallen wird als bei den US-Unternehmen**. Für das Schlussquartal wird ein vergleichbares Wachstum erwartet. Geht man allerdings von der von uns erwarteten Währungsentwicklung aus, gibt es nur noch wenig Grund, US-Aktien gegenüber europäischen Einzelwerten zu bevorzugen.

Neben den Gewinnerwartungen sind auch die Bewertungsmultiplikatoren für die Aktienmarktentwicklung entscheidend. Diese hängen vom Zinsniveau, der Aktienrisikoprämie und den langfristigen Wachstumsaussichten der Unternehmen ab. Da die Zinsen im Euroraum voraussichtlich stärker sinken werden als in den USA, sollte dies relativ gesehen zu **steigenden Bewertungen und**

positiven Kursreaktionen führen. Bei der Bewertung von Unternehmen werden üblicherweise zukünftige Cashflows diskontiert. Niedrigere Zinsen führen zu einem niedrigeren Diskontierungszinssatz, was den Barwert dieser zukünftigen Cashflows erhöht und somit zu höheren Bewertungen und Aktienkursen führt.

Comeback der Small-Cap-Prämie?

Europäische Small Caps sind seit Ende 2021 um 13 Prozent gefallen, während Large Caps um 11 Prozent gestiegen sind. Dies ist vor allem auf die **Abwertung seit Beginn des Zinserhöhungszyklus** der Zentralbanken zurückzuführen. Das BIP-Wachstum in der Eurozone war im ersten Quartal stärker als erwartet, und die M&A-Aktivitäten nehmen zu. Anleger fragen sich seit längerem, wann es an der Zeit ist, Small Caps zu kaufen. Small Caps schnitten zeitweise im vierten Quartal besser ab, als Zinssenkungen eingepreist wurden.

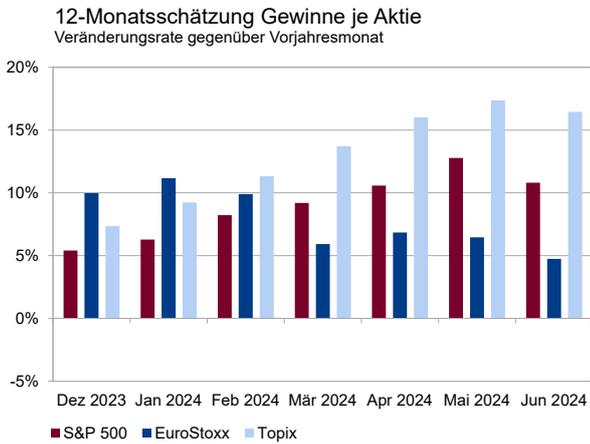
Seit Jahresbeginn haben sie allerdings zwei Drittel dieser Outperformance wieder eingebüßt, da die Märkte den Zeitpunkt für Zinssenkungen nach hinten verschoben haben. Small Caps sind nicht besonders hoch verschuldet, aber fast die **Hälfte ihrer Schulden ist variabel verzinst**, während es bei Large Caps weniger als 30 Prozent sind. Infolgedessen reagieren ihre Aktienkurse relativ empfindlich auf einen Zinsanstieg bzw. eine ausbleibende Zinssenkung.

Die negative Zinssensitivität von Small Caps ist auch eine Funktion ihrer Sektorallokation: Im Vergleich zu Large Caps sind sie übergewichtet in Immobilien und kapitalintensiven Branchen, die alle durch hohe Kapitalkosten gekennzeichnet sind. Untergewichtet sind sie dagegen in den Sektoren Banken, Versicherungen und Energie, die tendenziell von steigenden Anleiherenditen und Inflation profitieren. Vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Zentralbankpolitik in den USA und Europa könnte die **Small-Cap-Prämie, insbesondere im Euroraum, ein Comeback** erleben, vor allem wenn die Zinsen fallen und die Konjunktur stärker als erwartet anzieht.

Der japanische Aktienmarkt bleibt attraktiv

Japanische Aktien ziehen nach wie vor die Aufmerksamkeit globaler Anleger auf sich. Der Nikkei 225 übertraf im bisherigen Jahresverlauf sein Allzeithoch aus dem Dezember

1989. Zwei Faktoren begünstigen den japanischen Aktienmarkt: zum einen der Übergang von der Deflation zu einer **inflationstriebe**nen Wirtschaft und zum anderen die **Reformen der Corporate Governance**.



Die Unternehmensergebnisse überraschten in Japan positiv, da die meisten japanischen Firmen sowohl von der starken US-Konjunktur als auch vom schwachen Yen profitierten. Der schwache Yen verbessert nicht nur die Exportchancen, sondern erhöht auch die Translationsgewinne, die sich aus der Yen-Umrechnung der in Fremdwährung erzielten Gewinne ergeben. Zudem verbessern sich die Gewinnaussichten weiter. Betrachtet man die Veränderungsrate der 12-Monatsschätzungen für die Gewinne je Aktie, so liegt die positive Veränderungsrate des Topix seit Februar auf Monatsbasis über dem europäischen und amerikanischen Niveau. Aufgrund der Aufwärtsrevisionen der Gewinnschätzungen sollte auch ein höheres Bewertungsniveau möglich sein, so dass wir **weiteres Aufwärtspotenzial für den japanischen Aktienmarkt** sehen.

Indien und China bleiben sensible Märkte

In Indien hat sich Premierminister Modi seine dritte Amtszeit gesichert, aber die von ihm geführte Bharatiya Partei verlor die absolute Mehrheit. Die Regierung wird möglicherweise nicht mehr so reibungslos funktionieren wie in den letzten zehn Jahren, als Modi einen stärkeren Einfluss auf den Regierungsapparat hatte. Die Bewertungen indischer Unternehmen sind seit langem relativ hoch. Ein Argument für die hohen Bewertungen in Indien könnte die politische Stabilität gewesen sein, die eine starke Regierung bot. Diese Annahme könnte nun in Frage gestellt

werden. Doch selbst bei einer reduzierten Mehrheit spricht vieles dafür, dass die hohe politische Kontinuität, die **makroökonomische Widerstandsfähigkeit und die soliden Wachstumsgrundlagen** die Attraktivität indischer Aktien aufrechterhalten sollten.

Die Performance des chinesischen Aktienmarktes gehörte in diesem Jahr zu den positiven Überraschungen. Dank positiver regulatorischer Ankündigungen, vor allem im Immobiliensektor, und günstiger Bewertungen konnte der Aktienmarkt einen Teil der negativen Entwicklung des vergangenen Jahres aufholen. Makroökonomisch ist die chinesische Wirtschaft jedoch in Schwierigkeiten. Die Konsumausgaben sind im Verhältnis zum Nationaleinkommen sehr niedrig, und die hohen Investitionsausgaben, die die Wirtschaft in der Vergangenheit angetrieben haben, sind nicht mehr tragbar. China konnte diese Probleme eine Zeit lang mit einem aufgeblähten Immobiliensektor kaschieren, aber diese Zeiten scheinen vorbei zu sein. Die offensichtliche Lösung besteht darin, mehr Einkommen an die Haushalte zu transferieren und die Konsumnachfrage zu stärken. Die **Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft hat bereits begonnen**. Die größte Herausforderung für Xi bleibt, Ideologie, Gesellschaft und Wirtschaft in Einklang zu bringen.

Revision der Jahresprognosen:

Wir haben unser DAX-Kursziel von 17.200 Punkten auf 19.225 Punkte an. Gleichzeitig wird das Kursziel für den S&P 500 von 4.900 auf 5.525 Punkte revidiert.

Maßnahmen:

In dem aktuellen Umfeld sollten Aktien leicht übergewichtet werden. Bei der regionalen Allokation sollten europäische Aktien, insbesondere aus dem Euroland, und japanische Aktien gegenüber US-Aktien übergewichtet werden. Aufgrund des strategischen Wettbewerbsvorteils im KI-Bereich sollten US-amerikanische Einzelwerte neutral gewichtet bleiben. Die Small-Cap-Prämie könnte in Europa ihr Comeback erleben.

ANLEIHEN

Zinssenkungszyklus im Euroraum

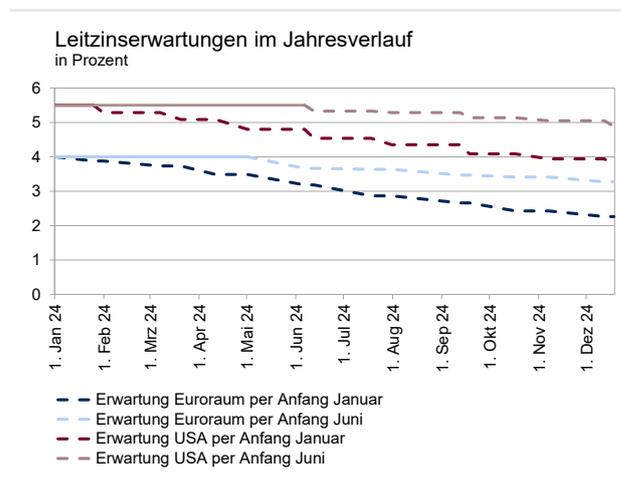
Bereits im Dezember 2023 machte sich an den Märkten **Euphorie über erwartete Zinssenkungen** der Fed und der EZB breit. Im Januar 2024 wurden für den weiteren Jahresverlauf jeweils sechs Zinssenkungen in den USA und im Euroraum eingepreist. Diese Euphorie erwies sich in beiden Fällen als verfrüht. Im Euroraum reduzierten sich die Erwartungen bis zum Jahresende auf drei Zinssenkungen, in den USA noch deutlicher auf maximal zwei. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der Inflationsrückgang in beiden Währungsräumen moderater ausfällt, als Ende letzten Jahres erwartet wurde.

Insbesondere in den USA liegen die Inflationsraten noch deutlich über den Zielwerten. Die **Fed** ist daher vorsichtiger geworden, Zinssenkungen in Aussicht zu stellen. Es bleibt daher abzuwarten, inwieweit die Inflationsraten zurückgehen, sodass die Fed Zinssenkungen ins Auge fassen könnte. Die aktuelle konjunkturelle Abschwächung in den USA spricht eher dafür, dass der Preisdruck, insbesondere bei den Mieten, im weiteren Jahresverlauf nachlassen dürfte. **Je nach Inflationsentwicklung könnte die Fed daher bereits im Herbst wieder eine erste Zinssenkung in Aussicht stellen.** Manches spricht dafür, dass erst nach den Präsidentschaftswahlen im November gesenkt wird.

Im Gegensatz dazu hat die **EZB** die Leitzinsen bereits gesenkt. Hier stellt sich die Frage, in welchem Tempo die Zinssenkungen fortgesetzt werden. Die EZB dürfte es dabei nicht eilig haben, denn mit der konjunkturellen Aufhellung sinkt der Unterstützungsbedarf durch die Geldpolitik. Insofern wird es auch im Euroraum darauf ankommen, wie geradlinig der Pfad der Inflationsraten zum Zwei-Prozent-Ziel verläuft. Kommt es zu Überraschungen nach oben, dürfte sich das Tempo verlangsamen. Verläuft die Rückkehr reibungslos, gibt es für die EZB kaum einen Grund, die Zinssenkungen hinauszuzögern. Die EZB hat allerdings die eigenen Inflationsprognosen gerade leicht angehoben, was den Spielraum für weitere Zinssenkungen beschränkt.

Die Rentenmärkte haben im ersten Halbjahr die meisten Leitzinssenkungen bereits ausgepreist. Die aktuellen Renditeniveaus erscheinen vor diesem Hintergrund als durchaus attraktiv. **Für 10-jährige deutsche Staatsanleihen erwarten wir unverändert einen leichten Renditerückgang auf 2,5**

Prozent bis Jahresende. Skeptisch bleiben wir für französische Staatsanleihen. Belastend wirkt nicht nur die ungebremste Schuldendynamik, sondern auch die politischen Unsicherheiten auf Grund der vorgezogenen Neuwahlen.



Politische Faktoren beeinflussen die Rendite der US-Staatsanleihen

Anders sieht es in den USA aus. Auch hier ist tendenziell mit einer Senkung der Leitzinsen bis zum Jahresende zu rechnen. Allerdings ist es durchaus möglich, dass Effekte der US-Präsidentschaftswahlen eine Rolle spielen. Die Staatsausgaben der letzten Jahre waren bereits nicht nachhaltig und es ist nicht zu erwarten, dass einer der beiden Präsidentschaftskandidaten nach der Wahl einen Sparkurs einschlagen wird. **In einem solchen Szenario steigender Ausgaben ohne gleichzeitige Gegenfinanzierung werden die Märkte irgendwann die Frage stellen, wie dieser Schuldenberg in Zukunft finanziert werden soll.** Für US-Staatsanleihen besteht daher das Risiko, dass die Renditen aufgrund der zukünftigen Unsicherheit wieder steigen. **Wir erhöhen daher unsere Prognose für die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen von 4,6 Prozent auf 4,8 Prozent.**

Revision der Jahresprognose:

Bund 10 Jahre: 2,5 Prozent unverändert zum Jahresausblick. US-Staatsanleihen: 4,8 Prozent statt 4,6 Prozent.

Maßnahmen:

Anleihen sollten neutral gewichtet werden. Bei US-Anleihen kann eine mögliche US-Dollar-Abwertung die Rendite schmälern.

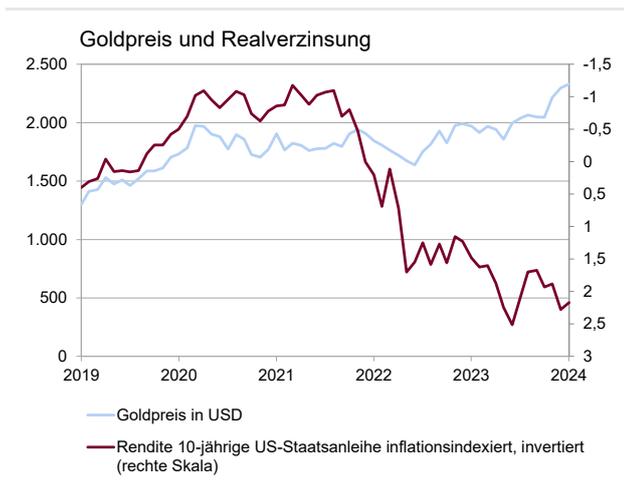
ROHSTOFFE

Gold wird weiter glänzen

Trotz eines starken US-Dollar und einer weiterhin steigenden Realverzinsung erreichte der Goldpreis Mitte Mai ein Rekordhoch von 2.450 US-Dollar. Haupttreiber dieser Rallye waren geopolitische Unsicherheiten und das Bedürfnis der Anleger nach Diversifikation ihrer Portfolios. Zum anderen war die Nachfrage der Zentralbanken, vor allem aus dem asiatischen Raum, ungebrochen. Trotz des immer noch hohen Niveaus sehen wir für die zweite Jahreshälfte weiteres Aufwertungspotenzial für Gold.

Ein Treiber dürfte ein **schwächerer Dollar in der zweiten Jahreshälfte** sein. Wir gehen davon aus, dass der US-Dollar in der zweiten Jahreshälfte an Dynamik verlieren wird und gegenüber dem Euro abwerten dürfte.

Geopolitische Konfliktherde in der Ukraine, im Nahen Osten oder in Taiwan dürften weiterhin für Unsicherheit an den Kapitalmärkten sorgen und den Goldpreis stützen. Zudem erreicht das Wahljahr 2024 mit den US-Präsidentenwahlen im November seinen Höhepunkt. Im Umfeld der US-Präsidentenwahlen dürfte die Unsicherheit über den Wahlausgang für Gold sprechen.



Darüber hinaus war die Nachfrage, besonders aus den Schwellenländern im ersten Quartal sehr stark. Notenbanken aus der Türkei, China und Indien führten die Liste der Käufer an. Auch der private chinesische Sektor sorgte für eine erhöhte Nachfrage aufgrund von Unsicherheiten im Immobiliensektor. Die Nachfrage aus Fernost dürfte intakt bleiben.

Vorübergehender Gegenwind für Gold dürfte von den **nach wie vor hohen Realzinsen** kommen. Wir rechnen bis zum Jahresende mit leicht steigenden langfristigen Zinsen in den USA. Mit möglicherweise zwei Zinssenkungen in den USA ab September bleibt die Realverzinsung deutlich länger hoch als erwartet.

Leichte Preissteigerungen bis Jahresende

Öl hat sich ähnlich wie Gold sehr gut entwickelt. Im laufenden Jahr liegt der Preisanstieg bei zehn Prozent. Höhere globale Wachstumsprognosen, geopolitische Krisen und anhaltende Förderkürzungen haben den Ölpreis beflügelt. Für die zweite Jahreshälfte sehen wir noch leichtes Preissteigerungspotenzial.

Die Nachfrage nach dem schwarzen Gold dürfte auch in der zweiten Jahreshälfte robust bleiben. Für 2024 rechnen wir mit einem etwas stärkeren Wachstum der Weltwirtschaft als bisher erwartet. Insbesondere die **Wachstumsprognosen für die USA und China wurden nach oben revidiert**. Auch die Risikoprämie für geopolitische Risiken dürfte hoch bleiben. Angriffe auf Öltanker im Roten Meer, die zu langen Umwegen zwingen, haben dem Nahostkonflikt eine neue Dimension verliehen. Die Freigabe US-amerikanischer Waffen für die Ukraine und der Angriff auf russische Öltraffinerien signalisieren andauerndes Konfliktpotenzial und dürften den Ölpreis begünstigen.

Auch auf der Angebotsseite dürfte Öl profitieren. Die OPEC hat auf ihrer letzten Sitzung die **Förderbegrenzungen verlängert**. Die kartellweite Kürzung um zwei Mio. Barrel pro Tag sowie um 1,66 Mio. Barrel pro Tag von neun Mitgliedern wurde bis Ende 2025 verlängert. Die zusätzlichen Kürzungen von 2,2 Mio. Barrel pro Tag wurden ebenfalls verlängert, allerdings nur bis zum Ende des dritten Quartals 2024. Bis zum vierten Quartal ist daher mit einem weiterhin engen Markt zu rechnen, was den Ölpreis zunächst stützen sollte.

Revision der Jahresprognosen:

Wir passen unsere Jahresprognosen wie folgt an:
 Goldpreis: 2.600 US-Dollar je Feinunze (vorher 2.150)
 Ölpreis (WTI): 80 US-Dollar je Barrel (vorher 75)

DEVISEN

Im Bann der Leitzinserwartungen

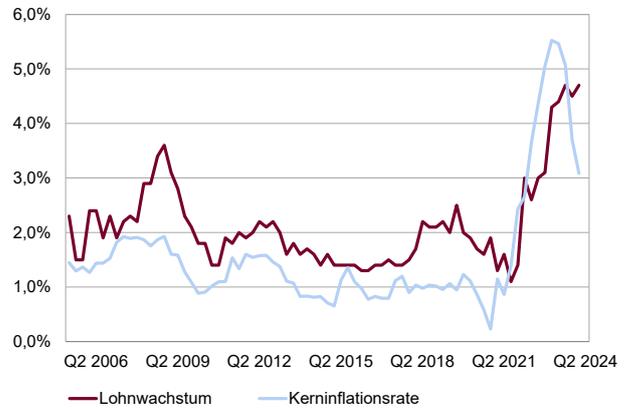
Die Entwicklung an den Devisenmärkten war im bisherigen Jahresverlauf von Überraschungen geprägt. Diese hingen vor allem mit den **veränderten Leitzinserwartungen** sowie positiven und negativen **Überraschungen bei der konjunkturellen Entwicklung** zusammen. Insgesamt entwickelte sich der Euro gegenüber den verschiedenen Währungen uneinheitlich und zum Teil deutlich anders als in unserem Jahresausblick prognostiziert.

EUR/USD: Argumente für einen schwächeren US-Dollar weiterhin gültig

Der EUR/USD-Wechselkurs liegt derzeit bei 1,08 und damit auf ähnlichem Niveau wie Mitte Dezember 2023. Zwischenzeitlich gab es allerdings Bewegungen in beide Richtungen. Die Annahme eines früher einsetzenden Zinssenkungszyklus in den USA ließ den Kurs zum Jahreswechsel auf 1,11 steigen. Zwischenzeitig wurden bis zu sechs Zinssenkungen eingepreist, wobei die erste bereits im März erwartet wurde. Im Euroraum wurde dagegen erst im April mit einer Zinssenkung gerechnet. **Eine überraschend starke US-Konjunktur sowie die dort hartnäckige Inflation ließen jedoch im Frühjahr die Zinssenkungserwartungen der Fed deutlich stärker sinken als die der EZB.** In der Folge fiel der Wechselkurs im April auf ein Jahrestief von 1,06. Zuletzt sorgten etwas schwächere Konjunkturdaten aus den USA dafür, dass der Wechselkurs wieder auf das Niveau von 1,08 stieg.

Die Wachstumsdifferenz zwischen den USA und dem Euroraum dürfte sich in den kommenden Monaten weiter verringern. Die Wachstumsdynamik in den USA lässt derzeit nach, während wir in der Eurozone mit einer Belebung in der zweiten Jahreshälfte rechnen. **Hinzu kommt, dass die Löhne in der Eurozone derzeit stärker steigen als erwartet, sodass die Inflation wieder anziehen könnte.** Dies könnte für die EZB ein Warnsignal sein, die Zinsen nicht zu schnell zu senken und damit die aktuellen Erwartungen stärker sinkender Zinsen im Euroraum konterkarieren, auch wenn die EZB auf ihrer jüngsten Sitzung deutlich machte, dass das starke Lohnwachstum zumindest kurzfristig keine Auswirkungen auf den weiteren Zinspfad habe.

Euroraum: Lohnwachstum und Kerninflation
in Prozent gegenüber Vorjahresquartal



EUR/GBP und EUR/CHF: Keine großen Bewegungen erwartet

Auch der EUR/GBP-Wechselkurs hat sich seit Mitte Dezember letzten Jahres kaum verändert. Aktuell liegt der Wechselkurs bei 0,84 und damit etwas mehr als einen Penny niedriger. Die Schwankungsbreite der letzten sechs Monate ist mit Kursen zwischen 0,87 und 0,84 kaum der Rede wert. **Die vergleichsweise höhere Inflation in Großbritannien sowie das höhere Zinsniveau haben das britische Pfund bislang gestützt.** Aufgrund des vergleichsweise schwächeren Wirtschaftswachstums und der Bemühungen der Regierung, die Haushaltskonsolidierung voranzutreiben, könnte sich die Bank of England im weiteren Jahresverlauf jedoch dazu entschließen, den Zinssenkungszyklus stärker voranzutreiben als die EZB. Zudem dürfte die Inflation in Großbritannien aufgrund der bevorstehenden Basiseffekte bei den Energiepreisen kurzfristig stärker zurückgehen.

Im Gegensatz zu vielen anderen Währungsräumen sind hartnäckig hohe Inflationsraten in der Schweiz kaum ein Thema. Im Gegenteil, die Schweizer Nationalbank (SNB) ist in der komfortablen Situation, die Zinsen bereits im März in einem ersten Schritt überraschend gesenkt zu haben. Dies hat den Schweizer Franken in den vergangenen Monaten geschwächt. Lag der EUR/CHF-Wechselkurs Mitte Dezember letzten Jahres noch bei 0,95, ist er aufgrund der gestiegenen Zinsdifferenz und der gesunkenen Zinssenkungserwartungen in der Eurozone auf ein zwischenzeitiges Jahreshoch von 0,99 gestiegen. Gleichzeitig hat die

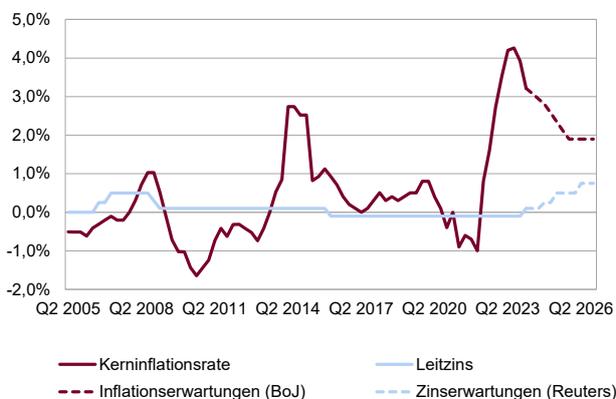
SNB ihre Deviseninterventionen in den letzten Monaten deutlich zurückgefahren, da sich die Angst vor einer importierten Inflation bislang als unbegründet erwiesen hat. **Auch aus der Wirtschaft kommt der Wunsch nach einem etwas schwächeren Franken**, schließlich haben die Unternehmensgewinne in den letzten Jahren unter der deutlichen Franken-Stärke gelitten. Eine gewisse Unterstützung erfährt der Schweizer Franken hingegen durch seine Funktion als sicherer Hafen innerhalb Europas. Durch die jüngsten Inflationszahlen konnte sich der Schweizer Franken wieder auf ein Niveau von 0,96 erholen.

EUR/JPY: Überraschende Fortsetzung der Yen-Schwäche sollte nun ein Ende finden

Die größte Überraschung, auch im Hinblick auf unsere Jahresprognose, war bisher die Entwicklung des Wechselkurses EUR/JPY. Mitte Dezember 2023 notierte dieser bei 155,00 und damit gleichzeitig auf dem niedrigsten Stand der letzten sechs Monate. Aktuell liegt der Wechselkurs bei 169,00 und damit rund zehn Prozent höher. **Die Gründe für die anhaltende Yen-Schwäche sind vielfältig.** Zum einen agierte die Bank of Japan (BoJ) bislang zögerlicher als erwartet und erhöhte die Zinsen erstmals im März und nicht bereits zu Jahresbeginn. Ausschlaggebend hierfür waren die überraschend schwachen Konjunkturdaten im ersten Quartal. Zum anderen sorgten die im Jahresverlauf deutlich geringeren Zinssenkungserwartungen im Euroraum dafür, dass sich die Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungsräumen nicht so stark verringerte wie erwartet.

Im weiteren Jahresverlauf sollte sich diese jedoch stärker verringern. So sind derzeit zwei Zinssenkungen in der Eurozone und drei weitere Zinserhöhungen der BoJ eingepreist, **da die mittelfristige Inflation als nachhaltig angesehen wird.** Zudem könnte die BoJ den Yen durch **Interventionen am Devisenmarkt** stützen, da der sehr schwache Yen Importe, insbesondere im Energiesektor, zunehmend verteuert, was die derzeit rückläufige Inflation wieder anheizen könnte. Schließlich dürfte der Yen auch von Kapitalzuflüssen profitieren. Die relative Attraktivität japanischer Anleihen nimmt weiter zu. Der Aktienmarkt ist im internationalen Vergleich weiterhin unterbewertet, und profitiert von positiven Gewinnrevisionen und den Aktienmarktreflexen der Tokioter Börse.

Japan: Kerninflation und Leitzins
Inflation in Prozent gegenüber Vorjahresquartal



Auch wenn im bisherigen Jahresverlauf überraschende Entwicklungen an den Devisenmärkten zu beobachten waren, gibt es ausreichend Argumente, die die grundsätzliche Richtung unserer Jahresprognose vom Dezember 2023 bestätigen. **Wir halten daher an der Richtung unserer Prognosen fest und passen lediglich die Ausprägung der von uns erwarteten Dollar-Schwäche und Yen-Stärke bis Ende 2024 an die bisherige Entwicklung an.**

Revision der Jahresprognosen:

Wir passen unsere Wechselkursziele wie folgt an:

EUR/USD: 1,13 (vorher 1,16)

EUR/GBP und EUR/CHF: unverändert (0,88 / 1,00)

EUR/JPY: 160,00 (vorher 145,00)

HEDGEFONDS

Erfreuliches erstes Halbjahr

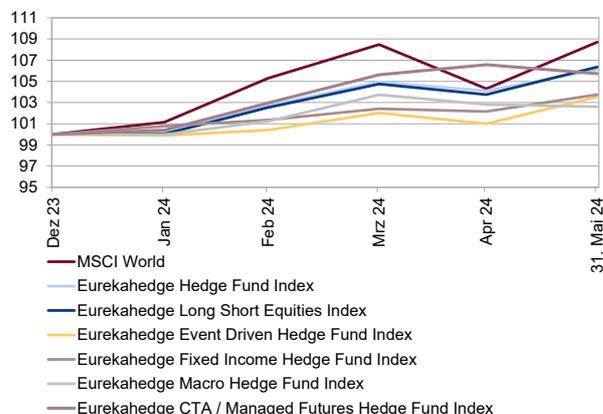
Während traditionelle Anlageklassen wie Aktien und Anleihen ein uneinheitliches Performancebild zeigten, konnten Hedgefonds gemessen am Eurekahedge Hedge Fund Index **im bisherigen Jahresverlauf eine erfreuliche Performance von 6,1 Prozent in US-Dollar** erzielen. Bewähren mussten sich die Manager im April, als es nach dem Wiederanstieg der Inflationszahlen in den USA erstmals kurzzeitig zu erhöhter Volatilität kam. Marktneutrale Strategien, fundamental orientierte Equity Long-Short Manager und Credit Fixed Income Manager meisterten diesen Monat dennoch mit einer starken Performance. Aber auch systematische Trendfolger profitierten von den ausgeprägten Marktbewegungen, und zwar sowohl auf der Aktien- als auch auf der Rohstoffseite. Global Macro Manager starteten zu konservativ ins neue Jahr und wurden vom kurzfristigen Zinsanstieg auf dem falschen Fuß erwischt.

Volatiler Jahresverlauf zu erwarten

Das makroökonomische Bild bleibt volatil. Wie sich die Inflation mittelfristig entwickeln wird und ob den Zentralbanken ein Soft-Landing-Szenario gelingen wird, ist derzeit nicht endgültig absehbar. Geopolitische Spannungen und eine richtungsweisende Präsidentschaftswahl in den USA werden für Marktbewegungen sorgen. Der S&P 500 ist teuer bewertet, aber nicht unbedingt in der Marktbreite. **Dies ist in der Regel ein gutes Umfeld für Hedgefonds**, um mit Long-, Short- oder Relative-Value- und Arbitrage-Strategien, unabhängig von der Marktichtung, auf der Aktien- oder Anleiheseite zu agieren.

Aus strategischer Sicht ist Credit Fixed Income weiterhin zu bevorzugen. Obwohl die Credit Spreads überall enger geworden sind, gibt es weiterhin attraktive Gelegenheiten und die Streuung nimmt zu. Expertise zahlt sich aus. Aktive und agile Manager finden das beste Umfeld seit einem Jahrzehnt vor. Umso wichtiger ist es, auf Qualitätsmanager mit starkem Selektionsgeschick zu setzen. Gleichzeitig haben derzeit Equity-Long-Short-Manager Rückenwind. Statistische Modelle und zu enge Risikoparameter sind in einem eher volatilen Umfeld im Nachteil (Multi-Strategie). Diskretionäre Manager, die einen fundamentalen Bottom-up-Ansatz verfolgen, können Chancen sowohl auf der Long- als auch auf der Short-Seite nutzen.

Performance Hedgefondsmarkt
31.12.2023 = 100, Total Return in US-Dollar



Die M&A-Aktivität ist nach wie vor zurückhaltend, da die Investoren angesichts der anhaltend hohen Kapitalkosten und Bewertungen weniger optimistisch sind und es derzeit auch an Deals aus dem Private-Equity-Sektor mangelt. Gleichzeitig haben sich die Merger Spreads deutlich ausgeweitet, nachdem einige prominente Deals in Turbulenzen geraten sind (z. B. Capri, US Steel). Regulatorische Risiken und die Unsicherheit im Zusammenhang mit den US-Präsidentschaftswahlen führen zu **Zurückhaltung bei Event-Driven-Strategien.**

Es ist häufig zu beobachten, dass Global Macro und Trendfolger im Tandem agieren. Es wäre jedoch nicht überraschend, wenn die Volatilität in der zweiten Jahreshälfte erratisch ansteigt, sich also nicht über die Zeit aufbaut, sondern sprunghaft zunimmt und sich dann schnell wieder normalisiert. Dies könnte für systematische Modelle sehr ungünstig sein. **Diskretionäre Makro-Manager können hier agiler reagieren als Trendfolger.**

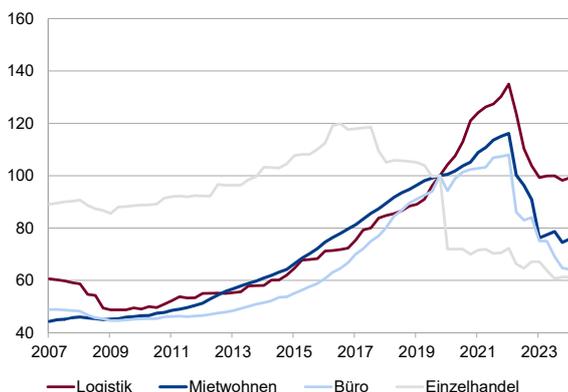
Insgesamt gilt es, in einem derart herausfordernden Umfeld auf eine breite Diversifikation zu setzen, wobei ein aktives Management und eine maximale Nähe zum Manager wichtig sind. **Durch den Zugang zu nicht-traditionellen Renditequellen mit geringer Korrelation zu den Aktien- und Anleihemärkten werden alternative Anlagen auch 2024 ein wertvoller Stabilisator in einem Portfolio sein.**

IMMOBILIEN

Deutschland: Warten auf Wiederbelebung

Die **Preise** für Anlageimmobilien in Deutschland haben sich erwartungsgemäß **überwiegend stabilisiert**. Lediglich im Bürosegment sind die Preise zwischen Oktober 2023 und März 2024 weiter um sieben Prozent gesunken.

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



Preisentwicklung Deutschland (Top 6)	10 Jahre (2014 – 2024)	5 Jahre (2019 – 2024)	24 Monate (seit 03/2022)	6 Monate (seit 09/2023)
Logistik	+71%	+11%	-27%	-1%
Mietwohnen	+25%	-21%	-35%	-4%
Büro	+25%	-30%	-41%	-7%
Einzelhandel	-41%	-42%	-15%	1%

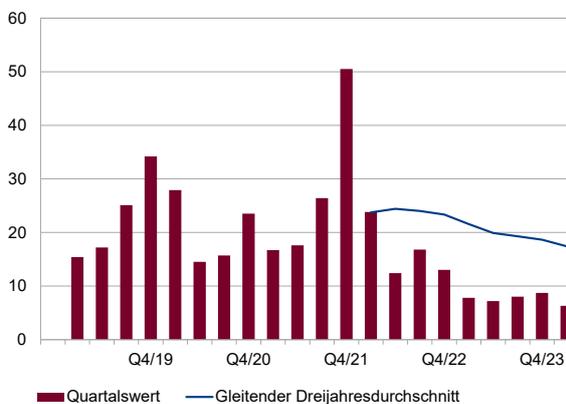
Quelle: Greenstreet

Die Preise liegen damit zum Ende des ersten Quartals 2024 27 Prozent (Logistik), 36 Prozent (Mietwohnen) und 41 Prozent (Büro) unter den Höchstpreisen von vor zwei Jahren und entsprechen den Werten von 2019 (Logistik) bzw. 2016 (Mietwohnen und Büro). Da in den letzten Jahren die Mieten gerade in den Segmenten Logistik und Mietwohnen kontinuierlich gestiegen sind, hat sich die **grundsätzliche Wirtschaftlichkeit** der Immobilien ohne Berücksichtigung von Fremdfinanzierungseffekten **deutlich verbessert**.

Ein Blick auf das **Transaktionsgeschehen** zeigt allerdings, dass sich Optimismus noch nicht in den Marktzahlen niederschlägt. Laut Zahlen von Jones Lang LaSalle liegt das Transaktionsvolumen im ersten Quartal 2024 mit 6,3 Milliarden Euro 19 Prozent unterhalb des Niveaus des Vorjahres und 64 Prozent unter dem gleitenden Dreijahresdurchschnitt.

Es gibt aber Anzeichen, dass sich die **Schockstarre langsam zu lösen beginnt**. Dabei wird die Erholung angesichts der nach wie vor bestehenden geopolitischen Risiken und Herausforderungen eher moderat und vorsichtig voranschreiten. Zur zeitlichen Einordnung: Anfang der 90er-Jahre dauerte der Abschwung am Immobilienmarkt rund fünf Jahre, bei der Dot-Com-Krise zu Beginn der 2000er-Jahre waren es dreieinhalb Jahre und nur bei der globalen Finanzkrise wurde in Deutschland der Wendepunkt bereits nach knapp zwei Jahren erreicht.

Transaktionsvolumen in Deutschland
in Mrd. Euro



Die wichtigsten Kriterien für eine Wiederbelebung des Investmentmarkts sind die **Stabilisierung der Kaufpreise**, eine **ausreichend große Risikoprämie** gegenüber alternativen Anlagen wie insbesondere Anleihen sowie **stabile Zinskonditionen** für die Aufnahme von Fremdkapital. Bei allen drei Faktoren sehen wir eine verhalten positive Entwicklung.

Die Renditen für langlaufende deutsche Staatsanleihen liegen zwischen 2,2 und 2,6 Prozent und die erwarteten Immobilienrenditen bei rund sechs Prozent, so dass mittlerweile wieder **Risikoprämien** von über 300 Basispunkten möglich sind.

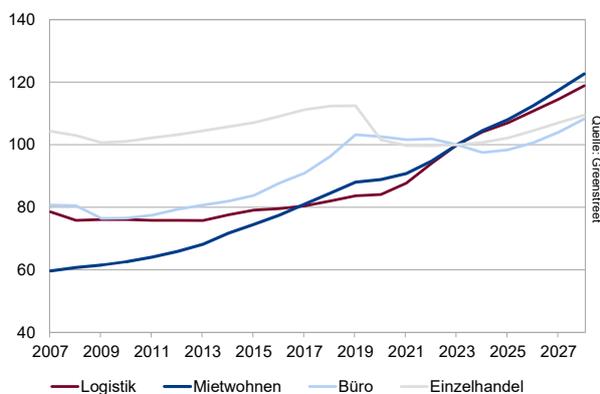
Auch die **Finanzierungskonditionen** haben sich gegenüber dem letzten Quartal 2023 kaum verändert, sodass ein kleiner positiver Leverage-Effekt zu erzielen ist. Der Markt erkennt auch hier eine Stabilisierung des Zinsniveaus und hofft auf eine leichte Veränderung nach unten angesichts

zurückgegangener und weitgehend auf Ziel liegender Inflationserwartungen.

Diese drei Faktoren erhöhen die Stabilität und damit die Planbarkeit für alle Marktteilnehmer. Je stabiler und nachhaltiger sich Preise, Risikoprämien und die Finanzierbarkeit entwickeln, desto eindeutiger und schneller wird sich der Investmentmarkt wiederbeleben.

Das Angebot an **Immobilien mit Restrukturierungsbedarf** dürfte in den kommenden Monaten deutlich zunehmen und einen Teil der Transaktionen bestimmen. Das beinhaltet Objekte, die aufgrund ihres Alters oder ihrer Struktur heutigen Nutzungsanforderungen nicht mehr gerecht werden, aber auch solche, bei denen eine Refinanzierung ansteht, die aber z. B. angesichts erhöhter Eigenkapitalanforderungen beim derzeitigen Eigentümer nicht gelingt. Diese Situation gilt insbesondere für Büroimmobilien und sollte Investoren auf den Plan rufen, die einen opportunistischen Ansatz verfolgen.

Mietentwicklung Deutschland nach Nutzung
Sechs deutsche Metropolen, 12/2023 = 100



Transaktionen im Bürosegment haben allerdings in der Gunst der Investoren deutlich nachgelassen. Während auf diese in Deutschland im Jahr 2019 ein Anteil von fast 50 Prozent entfiel, steht dieses Segment heute mit 16 Prozent erst an vierter Stelle hinter Wohnen (29 Prozent), Logistik (23 Prozent) und Einzelhandel (18 Prozent). **Investoren mit eher klassischem Investitionsansatz setzen auf langfristig positive Marktentwicklungen und fokussieren sich deshalb weiter stark auf die Assetklassen Logistik und Mietwohnen.** Die Investorennachfrage steht damit im Einklang zu einer stetigen Mietentwicklung in diesen beiden Segmenten von rund plus 20 Prozent in den vergangenen

fünf Jahren (Logistik: +22 Prozent, Mietwohnen: +18 Prozent), die in ähnlicher Höhe auch für die kommenden fünf Jahre bis 2028 prognostiziert wird (Logistik: +19 Prozent, Mietwohnen: +23 Prozent).

USA: Ausgeprägter Immobilienzyklus im Segment Mietwohnen

Auch der **US-amerikanische Immobilienmarkt** ist aktuell von Preisrückgängen und reduzierter Investmenttätigkeit geprägt. Gerade im Mietwohnsegment ist der US-amerikanische Markt gegenüber dem deutschen freier den Marktkräften ausgesetzt und somit **stärker von zyklischen Entwicklungen geprägt**. Auf Mietsteigerungen im Jahr 2021 von landesweit rund sechs Prozent und über 20 Prozent in einzelnen Metropolen folgte ein deutlicher Ausbau des Angebots. Dieses kommt nun in 2024 und 2025 auf den Markt, übt Druck auf die Mietpreise aus und führt zu erhöhten Leerstandsdaten. In Kombination mit deutlich gestiegenen Zinsen und Baukosten sowie gesunkenen Kapitalwerten führt diese Entwicklung dazu, dass Immobilienentwickler derzeit keine neuen Projekte beginnen. Die Markterwartung ist, dass ab 2027 die Mietnachfrage wieder das Angebot übersteigen und ein verstärktes Mietwachstum auslösen wird.

Vor dem Hintergrund eines fundamental nachhaltigen Wirtschafts- und Bevölkerungswachstums in ausgewählten Metropolen können diese Phasen des Immobilienzyklus für Immobilieninvestitionen genutzt werden.

Fazit

Wir erwarten, dass sich die Immobilienpreise im zweiten Halbjahr 2024 weiter stabilisieren werden und sich der Investmentmarkt gegenüber dem Vorjahr leicht belebt.

Revision der Jahresprognosen:

Die im Jahresausblick 2024 vorgestellten Prognosen und Thesen behalten ihre Gültigkeit.

Maßnahmen:

Innerhalb der Anlageklasse Immobilien sollte das Engagement in Multifamily USA und Logistik Europa weiter ausgebaut werden.

BETEILIGUNGEN

Weniger Gegenwind durch die Zinsen

Im Jahresausblick 2024 hatten wir bereits darauf hingewiesen, dass Private Equity erstmals seit seinen Anfängen in den 1980er Jahren mit nachhaltig steigenden Zinsen konfrontiert ist. Dabei stellt weniger das mittlerweile erreichte Zinsniveau, das in etwa dem Mittelwert der Jahre 2000 bis 2010 entspricht, sondern vor allem die Geschwindigkeit der vergangenen Zinserhöhungen die Akteure vor Herausforderungen. Diese Dynamik hat eine Kaskade ausgelöst, durch die letztlich jeder Aspekt des Private-Equity-Investitionszyklus beeinträchtigt wird.

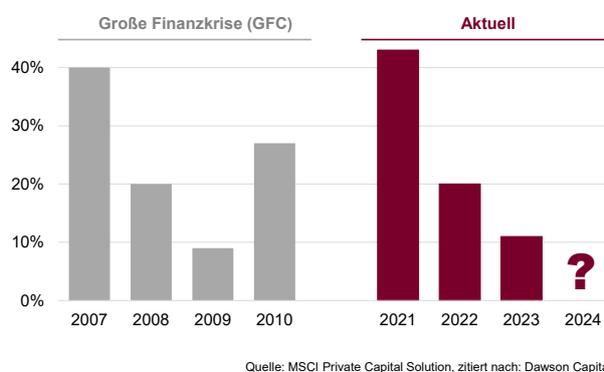
Den Anfang machen Fondsmanager mit reifen Portfolios, die ihre Vorstellungen vom Kaufpreis nicht in dem Maße reduziert haben, wie es vor dem Hintergrund der verringerten Marktbewertungen opportun gewesen wäre. Dadurch ist der Exit-Markt nahezu zum Erliegen gekommen. Zwar waren die GPs bemüht, diese Entwicklung mittels bislang eher unüblichen Maßnahmen wie dem Verkauf von Beteiligungen an Continuation-Vehikel, der Beleihung eines Gesamtportfolios (NAV-Kreditlinie) oder einzelner börsennotierter Unternehmen (Margin-Kredite) zu kompensieren. Dies konnte den deutlichen Einbruch bei den Auszahlungen aus Beteiligungsrealisierungen allerdings nur in geringem Maße kompensieren.

Entsprechend hatten Investoren neben **fehlender Liquidität** durch ausbleibende Rückflüsse vor allem auch mit tendenziell wachsenden Private-Equity-Quoten in ihren Portfolios zu kämpfen. Für neue Investitionen stand in der jüngsten Vergangenheit daher weniger Kapital zur Verfügung, was sich deutlich hemmend auf die Fundraising-Zahlen ausgewirkt hat. Um in diesem Umfeld nicht neues Kapital einwerben zu müssen, haben Fondsmanager schließlich das **Investitionstempo reduziert**, um die Reichweite des investierbaren Kapitals („Dry Powder“) zu verlängern. Darunter wiederum litt das Dealvolumen, das sich gemäß PitchBook weiterhin unter dem Vor-Corona-Niveau bewegt.

Wie gravierend die geschilderten Auswirkungen im Zuge **des starken Zinsanstiegs** in den Jahren 2022 und 2023 tatsächlich waren, zeigt eine Analyse von Dawson Capital, in die alle auf Nordamerika fokussierten Buyout-Fonds mit einer Größe von mindestens 250 Millionen US-Dollar einbezogen wurden. Demnach sind die Auszahlungen an die Investoren,

die sich in einem stabilen Marktumfeld auf jährlich rund 40 Prozent des aktiven Portfoliowerts belaufen, **um etwa Dreiviertel** auf nur noch elf Prozent des Portfoliowerts im Jahr 2023 **eingebrochen**. Damit weist die Entwicklung große Parallelen zum Einbruch während der Finanzkrise von 2007 bis 2009 auf.

Entwicklung der Private-Equity-Rückflüsse
Jährliche Median-Auszahlungen bezogen auf den jeweiligen Portfoliowert



Seinerzeit hatte sich die Auszahlungsquote im Folgejahr 2010 auf das Dreifache deutlich erholt. Auch wenn dies nicht zwingend für eine ähnlich dynamische Normalisierung im aktuellen Fall spricht, **gibt es dennoch erste Anzeichen für eine Entspannung**. Denn aktuell ist eher mit moderaten Zinsänderungen zu rechnen, wodurch die Planungsgrundlage der Private-Equity-Manager nicht in erheblichem Maße gefährdet sein dürfte. An das aktuelle Zins- und Bewertungsniveau sollten sie sich mittlerweile angepasst haben und **dank der Erholung** der Aktienmärkte sollten die gestiegenen Bewertungs-Multiples leichter wieder wirtschaftlich sinnvolle Beteiligungsrealisierungen ermöglichen. Perspektivisch dürften auch Börsengänge wieder verstärkt als Exit-Kanal in den Fokus rücken.

Darüber hinaus lassen sich nicht alle Entwicklungen unendlich verzögern. **Der Druck der Investoren auf GPs**, Beteiligungen zu veräußern, wird mit zunehmender Dauer beständig größer, gerade wenn sich die Laufzeit eines Fonds dem Ende nähert. Sofern ein GP nicht bis zum Ende der Investitionsphase das zugesagte Fondskapital vollständig zum Arbeiten gebracht hat, entgehen ihm Managementvergütungen. Darüber hinaus kann sich dies auf die Reputation des GPs auswirken, sofern die avisierte

Diversifizierung des Portfolios nicht erreicht wird, was eine Kapitaleinwerbung für Nachfolgefonds erschwert.

Insgesamt überwiegen die Argumente für eine allmähliche **Belebung des Private-Equity-Marktes im zweiten Halbjahr 2024**, auch wenn dieses durch die üblichen Verhandlungsvorläufe erst in drei bis sechs Monaten zeitverzögert sichtbar werden dürfte.

Markt für GP Stakes gewinnt für Private Equity immer mehr an Bedeutung

Die Aktivität von Wachstumskapitalinvestitionen für private Vermögensverwalter hat in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Unter „**GP Stake Investing**“ versteht man den Erwerb von Minderheitsbeteiligungen (i. d. R. zwischen 10 und 30 Prozent) an z. B. Private Equity Managern durch spezialisierte Fondsgesellschaften. Bei GP-Stakes-Investments wird zur Vermeidung der Verunsicherung bei LPs der Zielgesellschaft der Einfluss bewusst auf strategische Wachstumsthemen durch die Bereitstellung von Know-how und Ressourcen beschränkt. Der Minderheitsgesellschafter hält sich insbesondere aus konkreten Investitionsentscheidungen heraus.

Die wesentliche Motivation für einen GP-Stake-Investor liegt in der **Beteiligung am wirtschaftlichen Erfolg** der Zielgesellschaft begründet. Einerseits erhält er einen Anteil an den laufenden Einnahmen (Management Fees) sowie variablen Vergütungen (Carried Interest) der Managementgesellschaft. Andererseits profitiert er indirekt vom Geschäftsmodell durch Partizipation an der Entwicklung der vom GP aufgelegten Fonds (GP-Commitment). Das Investitionsziel ist die kontinuierliche **Steigerung der vereinnahmten Erträge** durch die Auflage neuer Fonds und Produkte der Zielgesellschaft bei anhaltendem Erfolg.

Drei wesentliche Einnahmequellen zzgl. weiteres Wertsteigerungspotenzial



Für einen Exit verfügt der GP-Stake-Investor über mehrere Kanäle. Neben dem Verkauf des Anteils an größere

Organisationen oder die Übernahme durch Wettbewerber kann auch ein Rückkauf der Beteiligung durch die Zielgesellschaft oder ein Börsengang in Betracht kommen.

Nach Recherchen von Pitchbook hat sich das in diesem Segment verwaltete Volumen seit 2020 von 5,7 Mrd. US-Dollar auf knapp 13 Mrd. US-Dollar mehr als verdoppelt. Der starke Anstieg des Transaktionsvolumens könnte dabei auf die Suche der Fondsmanager nach kreativen Lösungen zurückzuführen sein, um das Wachstum der Gesellschaft bzw. eine Professionalisierung der Struktur zu finanzieren.

Bei der **Auswahl geeigneter Investitionsziele gehen GP-Stake-Investoren sehr selektiv vor**. Da die Höhe des verwalteten Kapitals die Grundlage für alle Ertragsquellen stellt, ist das zukünftige Wachstumspotenzial der Zielgesellschaft der wesentliche Aspekt. **Der Erfolg der bisherigen Fonds dient dabei als Indikation**, ob auch zukünftig große Volumen mit Nachfolgefonds eingeworben werden können, weshalb der Fokus auf den qualitativ hochwertigen PE-Gesellschaften liegt.

Wie bei den meisten Private-Equity-Strategien besteht auch beim GP Stake Investing **das Hauptrisiko** darin, dass die zugrundeliegenden Investitionen die Renditeerwartungen nicht erfüllen können. In dem Falle verringerten sich nach zunächst variablen Ertragsbausteinen mittelfristig auch die laufenden Komponenten. Aufgrund des jungen Alters der Assetklasse handelt es sich beim GP-Investing um eine Nischenstrategie, weshalb es nur wenige namhafte große Akteure am Markt gibt.

Da viele GP-Stakes-Fonds typischerweise unbefristet sind bzw. überdurchschnittliche lange Fondslaufzeiten aufweisen, ist trotz nennenswerter laufender Erträge die erwartete Haltedauer länger, wodurch potenzielle Investoren mit einer höheren Kapitalbindung rechnen müssen.

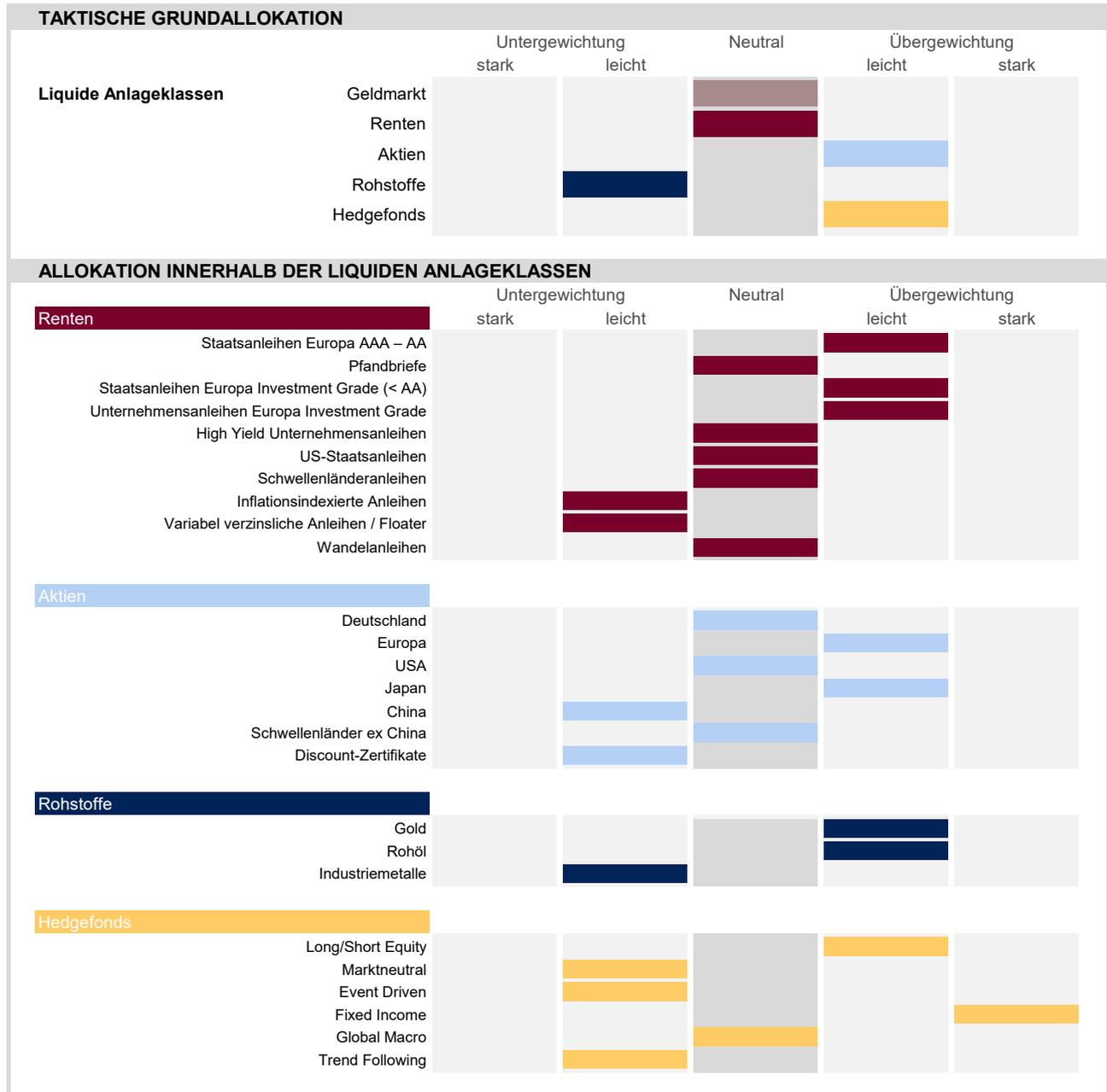
Revision der Jahresprognosen:

Die im Jahresausblick 2024 vorgestellten Thesen behalten unverändert ihre Gültigkeit.

Maßnahmen:

Die Konstanz beim weiteren Portfolioaufbau im Bereich Private Equity sollte beibehalten werden. Innerhalb Private Debt ist eine Allokation im Bereich Senior Secured Direct Lending in Erwägung zu ziehen.

TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG



IMPRESSUM

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren

Christian Bußmann, Nils Breckling, Yannick Düring, Thomas R. Fischer, Ralph Groß, Dr. Christoph Kind, Malte Knigge, Thomas Kühl, Dr. Claus Roggatz, Christian Sternberg, Maximilian Völpel

Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Elina Kilimnik

Redaktionsschluss

11. Juni 2024

Urheberrechtshinweis

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

Haftungsausschluss

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

Datenquellen

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

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