

DEUTSCHE OPPENHEIM
Family Office

Marktbericht

3. Quartal 2024



Bei diesen Informationen
handelt es sich um Werbung

Nachhaltigkeit hat Zukunft. Die Produktion und die Materialien dieser Broschüre sind nachhaltig.
Sie wird digital auf FSC-zertifiziertem Recycling-Papier gedruckt.

Marktbericht 3. Quartal 2024

Stand 30.06.2024

Inhaltsverzeichnis	Seite
Globales Investmentumfeld	04
VWL	12
Aktien	17
Immobilien	21
Portfolioausrichtung	23
Glossar	24
Rechtliche Hinweise	27

„Wir versuchen nicht, die Zukunft vorherzusagen.
... Wir haben keine Fähigkeit dazu. Und auch sonst niemand.“
(David Booth – Mitbegründer von *Dimensional Fund Advisors*)

Wir beschäftigen uns immer wieder in unseren Eingangsartikeln der vierteljährlichen Marktausblicke (z. B. „Was taugen noch Prognosen?“ (4. Quartal 2011), „Weisheit der Masse oder Wahnsinn der Masse?“ (1. Quartal 2013) oder „Prognosen sind schwierig, besonders, wenn sie in die Zukunft gerichtet sind ...“ (1. Quartal 2023) mit der Prognosefähigkeit von Kapitalmarktakteuren.

Jedes Jahr werden neue Prognosen für Kapitalmärkte veröffentlicht. Allerdings kontrastieren nur die wenigsten Marktteilnehmer ihre Vorhersagen mit der in der Zukunft tatsächlich realisierten Entwicklung. Eine 2022 durchgeführte Umfrage von Bloomberg (Quelle: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-21/wall-street-strategists-say-2023-equity-recovery-won-t-be-easy>) unter Großbanken und Finanzinstituten ergibt, dass der Ausblick für 2023 negativ war. Barclays Capital prognostizierte, dass das Jahr 2023 als „eines der schlimmsten für die Weltwirtschaft in vier Jahrzehnten“ in die Geschichte eingehen wird. Fidelity International erklärte, dass eine harte Landung für die USA „unvermeidlich“ aussieht. Das Analyistenteam von J.P. Morgan erwartete, dass der S&P 500 in der ersten Jahreshälfte wieder in Richtung der Tiefststände von 2022 fallen würde. Der Konsens: „Investoren, die bereit sind, das schlimmste Jahr für Aktien seit der globalen Finanzkrise hinter sich zu lassen, sollten sich auf weitere Schmerzen im Jahr 2023 einstellen.“ Letztendlich hat der S&P 500 das Jahr mit einer Rendite von +24,2% in USD (ohne Reinvestition von Dividenden) abgeschlossen. Die Aktionäre hatten ein bemerkenswert gutes Jahr. Die Prognostiker hatten eine schreckliche Zeit.

In diesem Sinne analysierte der Bloomberg-Kolumnist Nir Kaissar eine Reihe von Prognosen von Marktforschern über einen Zeitraum von 17 Jahren von 1999 bis 2016. Er stellte fest, dass zwischen der durchschnittlichen Prognose und dem Jahresendpreis des S&P 500-Index eine bescheidene Korrelation bestand. Im jeweiligen Jahr erwiesen sich diese Vorhersagen bei großen Marktveränderungen als überraschend unzuverlässig. Kaissar stellte beispielsweise fest, dass die Strategen den Jahresendkurs des S&P 500 in den drei Rezessionsjahren 2000 bis 2002 im Durchschnitt um 26,2 Prozent überschätzten, während sie den Stand des Index im ersten Erholungsjahr 2003 um 10,6 Prozent unterschätzten.

Jeff Sommer von der New York Times bemerkt Folgendes: „Wall Street-Strategen machen trotzdem Vorhersagen, trotz einer Erfolgsbilanz, die in ihrer Unfähigkeit außergewöhnlich ist.“

Man sollte sich über diese Ergebnisse nicht allzu sehr wundern, da sie eine direkte Implikation der Effizienzmarkthypothese sind. Die Hypothese eines effizienten Marktes hat einige Schwächen, aber um die Marktmacht auf der Grundlage der Marktpsychologie zu schlagen, ist ein besseres Verständnis der massenpsychologischen Auswirkungen auf den Finanzmärkten erforderlich, die von einzelnen Prognostikern, geschweige denn von einzelnen Anlegern, kaum angenommen werden können.

Kapitalmarktprognosen sind oft falsch, weil sie mit einer Vielzahl von Herausforderungen und Unsicherheiten konfrontiert sind. Hier sind einige der Hauptgründe:

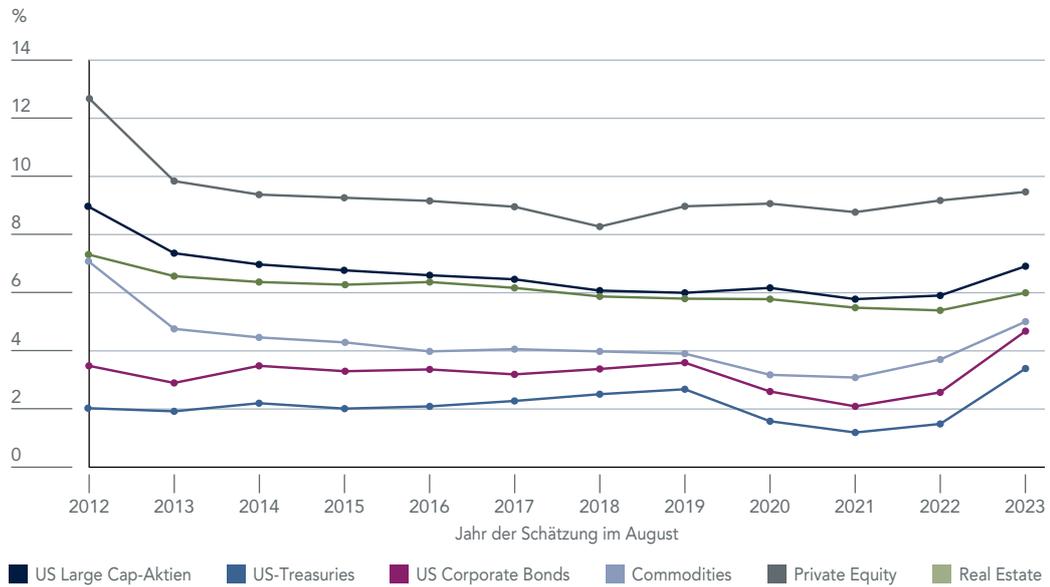
- **Komplexität der Märkte:** Kapitalmärkte sind äußerst komplexe Systeme, die von einer Vielzahl von Faktoren beeinflusst werden, darunter wirtschaftliche Indikatoren, politische Ereignisse, technologische Innovationen und soziale Trends. Diese Komplexität macht es schwierig, genaue Vorhersagen zu treffen.
- **Unvorhersehbare Ereignisse:** Ereignisse wie Naturkatastrophen, geopolitische Konflikte, Pandemien oder unerwartete politische Entscheidungen können die Märkte stark beeinflussen und sind oft nicht vorhersehbar. Solche Ereignisse können zu plötzlichen und drastischen Marktbewegungen führen.
- **Verhaltenspsychologie:** Die Märkte werden stark von der Psychologie der Anleger beeinflusst. Emotionen wie Angst und Gier können zu irrationalem Verhalten führen, das schwer vorhersehbar ist. Marktsentiment kann sich schnell ändern, oft aus Gründen, die nicht rein rational sind.
- **Datenqualität und -verfügbarkeit:** Prognosen basieren auf verfügbaren Daten, die möglicherweise unvollständig, veraltet oder fehlerhaft sein können. Selbst hochwertige Daten können falsch interpretiert werden oder unerwartete Verzerrungen enthalten.
- **Modelle und Annahmen:** Kapitalmarktprognosen stützen sich oft auf ökonomische Modelle, die auf bestimmten Annahmen beruhen. Wenn diese Annahmen falsch oder ungenau sind, können die Prognosen erheblich abweichen. Modelle können auch die Dynamik der Märkte nicht vollständig erfassen oder zukünftige strukturelle Veränderungen übersehen.
- **Selbsterfüllende und selbstzerstörende Prophezeiungen:** Prognosen können das Verhalten der Marktteilnehmer beeinflussen. Wenn viele Anleger denselben Prognosen folgen, können sich diese entweder selbst erfüllen oder ihre Auswirkungen verstärken. Gleichzeitig kann das Bewusstsein um eine weitverbreitete Prognose dazu führen, dass sich Anleger gegen diese positionieren, wodurch die Prognose ungültig wird.
- **Zeithorizont:** Prognosen variieren stark je nach Zeithorizont. Kurzfristige Prognosen sind besonders schwierig, da die kurzfristige Marktvolatilität hoch ist und stark von kurzfristigen Nachrichten und Ereignissen abhängt. Langfristige Prognosen wiederum können durch strukturelle Veränderungen und langfristige Trends erschwert werden.

Es klingt nach diesen Feststellungen etwas absurd, wenn wir trotzdem ein Plädoyer für längerfristige Prognosen am Kapitalmarkt an dieser Stelle halten. Sie sind essenziell für die Vorbereitung der wichtigsten Entscheidung im Investmentprozess, die Festlegung einer langfristigen Strategischen Asset-Allokation (SAA).

Es gibt nur wenige über viele Jahre stringente und dokumentierte langfristige Prognosen für Kapitalmärkte. So dokumentiert die US-Bank J.P. Morgan seit über 10 Jahren in einer jährlichen viel beachteten Studie mit dem Titel „Long Term Capital Assumptions“ ihre Erwartung über zahlreiche Assetklassen (vgl. <https://am.jpmorgan.com/de/de/asset-management/adv/insights/portfolio-insights/lcma/>).

Eine besonders interessante Quelle ist die seit 2010 veröffentlichte Zusammenstellung langfristiger Kapitalmarktannahmen für US-Investments mehrerer Investmenthäuser durch die US-Aktuarsfirma Horizon Actuarial Services, LLC. Aktuell liefern rund 50 Investmenthäuser ihre Prognosen für US-Assets ein.

Erwarteter Ertrag in % p.a. für die nächsten 10 Jahre in USD

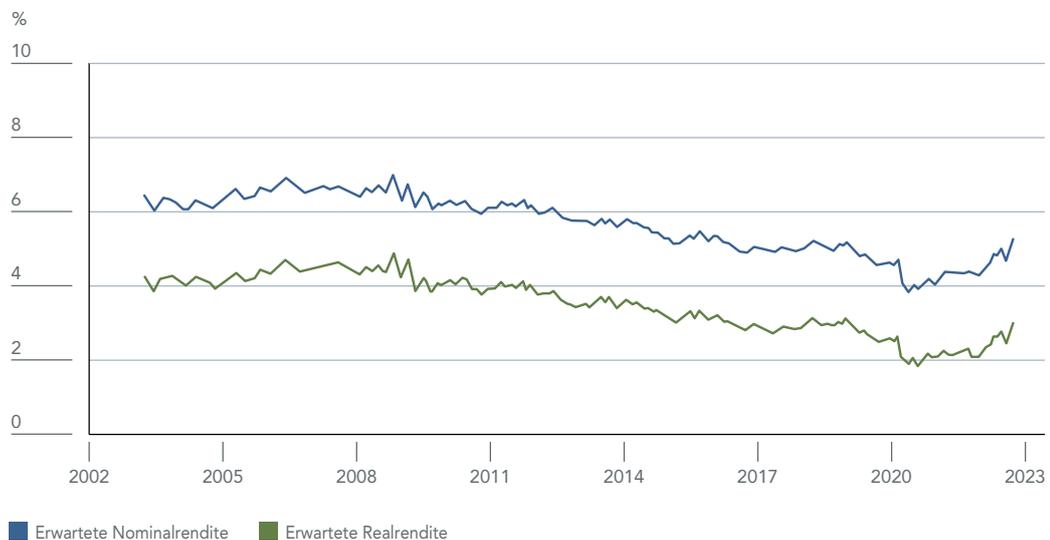


Quelle: Horizon Actuarial Services – Survey of Capital Market Assumptions Edition 2012-2023; Stand: August 2023

Diese Prognosen zeigen eine relativ geringe Volatilität innerhalb der letzten 10 Jahre.

Interessant ist auch eine Publikation der Norges Bank Investment Management, die den Norges Government Pension Fund verwaltet, der als einer der Benchmark-Investoren für liquide Kapitalmarktinvestments steht.

Erwarteter langfristiger Ertrag des NGPF



Quelle: Norges Bank Investment Management – Expected Returns on a Multi-Asset Portfolio; Stand: Januar 2022

Die Verfasser schreiben hierzu: „Wir schätzen die erwarteten Renditen von Aktien, Staatsanleihen und Unternehmensanleihen in entwickelten Märkten und kombinieren diese, um die erwarteten Renditen von Multi-Asset-Portfolios abzuleiten. Wir betonen die Verwendung von zukunftsorientierten Daten – vorwiegend eine Kombination aus marktinternen Erwartungen und Umfrageprognosen – im Gegensatz zu traditionellen Ansätzen, die auf historischen Daten basieren.“

Unsere Schätzungen zeigen, dass die erwarteten Renditen über verschiedene Anlageklassen hinweg zwischen der Finanzkrise (2007–2009) und dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie im Jahr 2020 sanken. Zum Ende des dritten Quartals 2022 werden die langfristigen erwarteten realen Renditen von Aktien und Staatsanleihen in entwickelten Märkten auf ungefähr 3,8 bzw. 0,7 Prozent geschätzt. Zusammengenommen ergibt dies eine erwartete reale Rendite von 3 Prozent für ein Multi-Asset-Portfolio, das dem Benchmark-Index des Government Pension Fund Global entspricht.“

Die Prognose 2013 mit rund 6% p.a. zukünftigem Ertrag für den gesamten Fonds wurde übrigens nach 10 Jahren Ende 2023 fast exakt erreicht.

Als eines der größten Multi-Family Offices in Deutschland beraten wir schon seit über 10 Jahren unsere Mandanten zur Strategischen Asset-Allokation (SAA). Dies haben wir zum Anlass genommen, um unsere Annahmen und Erwartungen in 2013 (!) mit der tatsächlichen Kapitalmarktentwicklung der darauffolgenden 10 Jahre (!) zu vergleichen.

In der SAA arbeiten wir mit einem proprietären quantitativen Modell, das eine Szenario-Analyse für Kapitalmärkte erstellt. Für die Modellierung einer Assetklasse befassen wir uns im Wesentlichen mit drei Fragen:

- 1) Welche Rendite wird in einem durchschnittlichen Kapitalmarktszenario erwirtschaftet?
- 2) Welche Abweichungen vom Durchschnitt können in positiven bzw. negativen Szenarien eintreten?
- 3) Welche (nicht-)linearen Zusammenhänge bestehen zu anderen Assetklassen?

Frage 1 widmet sich der erwarteten Rendite. In der folgenden Tabelle vergleichen wir für ausgewählte Assetklassen unsere langfristigen Renditeerwartungen per 2013 mit der realisierten Rendite nach 10 Jahren:

Erwartete vs. Realisierte Rendite p. a.

Annahmen per 2013 in %	Erwartete Rendite p. a. nach 10 Jahren	Realisierte Rendite p. a. nach 10 Jahren	Erwartetes Risiko anhand Volatilität p. a.
Euro-Staatsanleihen	2,8	0,9	4,7
Unternehmensanleihen	4,4	1,3	6,4
Aktien Industrieländer	7,3	11,0	18,5
Aktien Schwellenländer	9,4	5,0	29,0
Rohstoffe	5,8	1,1	18,5
Gold	5,2	7,9	15,8

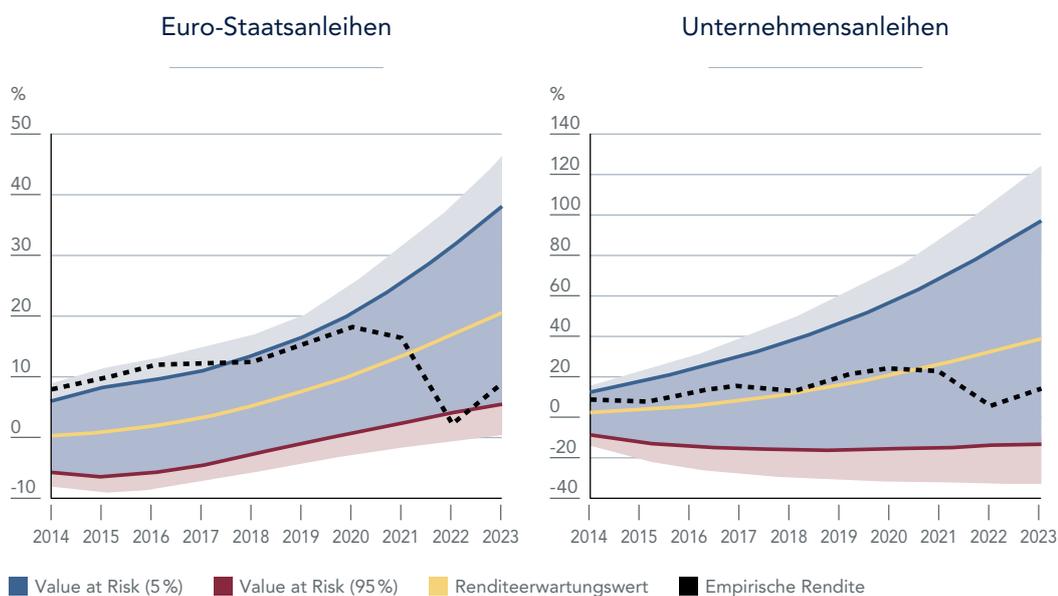
Quelle: Deutsche Oppenheim Family Office AG und Bloomberg Finance L.P., Stand: Dezember 2023
Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine geeigneten Indikatoren für die zukünftige Wertentwicklung.

Wir erkennen sofort, dass bei keiner Assetklasse die Rendite perfekt prognostiziert wurde – und das ist auch wenig verwunderlich. Um 2013 die korrekte annualisierte Rendite für 2023 vorherzusagen, hätten wir wissen müssen, dass in den kommenden Jahren ein negatives Zinsumfeld herrschen, Donald Trump Präsident werden, eine globale Pandemie ausbrechen und Russland die Ukraine überfallen würde, um nur einige wenige Großereignisse zu nennen. Sofern wir also keine Glaskugel haben, ist es unmöglich, Renditen über Jahre hinaus akkurat zu prognostizieren.

Da die Zukunft nicht vorhersehbar ist, ist deshalb Frage 2 umso relevanter. Kapitalmärkte sind von „Schocks“ geprägt, die sich in der Volatilität manifestieren. Volatilität ist der Grund, warum Punktprognosen für Renditen keinen Sinn ergeben. Stattdessen zeichnet sich eine gute SAA-Modellierung dadurch aus, dass die Marktentwicklung sich innerhalb der vorab ausgewiesenen Renditebandbreiten bzw. Risikogrenzen bewegen sollte. Werden Risikogrenzen im Nachgang signifikant gerissen, so wurden Chancen oder Risiken vorab unterschätzt.

Aufschluss über die Güte unserer Modellierung liefert ein Blick auf unsere in 2013 generierten Szenarien.

Werfen wir den ersten Blick auf die Euro-Anleihenmärkte:

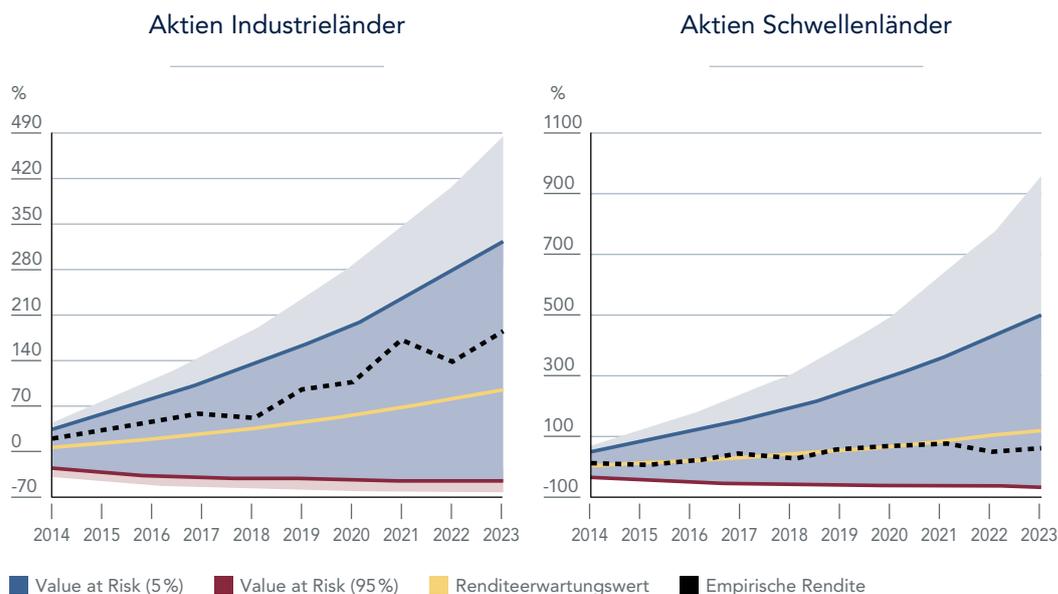


Quelle: Deutsche Oppenheim Family Office AG und Bloomberg Finance L.P., Stand: Dezember 2023
Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine geeigneten Indikatoren für die zukünftige Wertentwicklung.

Die gelbe Linie stellt unsere kumulierte erwartete Rendite per 2013 dar und die schwarz gestrichelte Linie die empirisch kumulierte Jahresrendite der Assetklasse. Der graue bzw. rote Bereich symbolisiert sehr positive bzw. sehr negative Szenarien. Die blaue Fläche können wir als „normale“ Szenarien interpretieren.

Während die empirische Entwicklung von Unternehmensanleihen bis 2021 nahe an unserem Renditeerwartungswert lag, ist besonders die Entwicklung von Euro-Staatsanleihen in zweierlei Hinsicht interessant. Zum einen war die Entwicklung lange Zeit als „überdurchschnittlich“ positiv zu bewerten. Ein extrem niedriges Zinsumfeld, das über Jahre hinweg negativ war, spiegelte sich in einer überdurchschnittlichen Rendite (wesentlich bedingt durch Kurssteigerungen) wider. Folglich weist das Modell korrekt auf, dass das Niedrigzinsumfeld nicht als „normal“ anzusehen war. Zum anderen erkennen wir, dass Risiken sich erst langfristig materialisieren können. Im langfristigen Kontext hat der Anleihen-Crash 2022 unser Risikobudget (Konfidenz 95%) zwar kurzfristig unterschritten, jedoch den roten Bereich nicht verlassen. Somit wurden auch langfristige Risiken realistisch eingefangen. Zusammengefasst war das letzte Jahrzehnt für Euro-Staatsanleihen ein Jahrzehnt der sehr positiven und negativen Extreme. Die empirische Entwicklung hat nicht unserem erwarteten Basisszenario entsprochen. Der Unterschied zu herkömmlichen Prognosen jedoch ist, dass wir in der SAA Investoren über Chancen und Risiken aufklären, falls Kapitalmärkte sich anders entwickeln sollten als erwartet.

Blicken wir nun als nächstes auf Aktien:

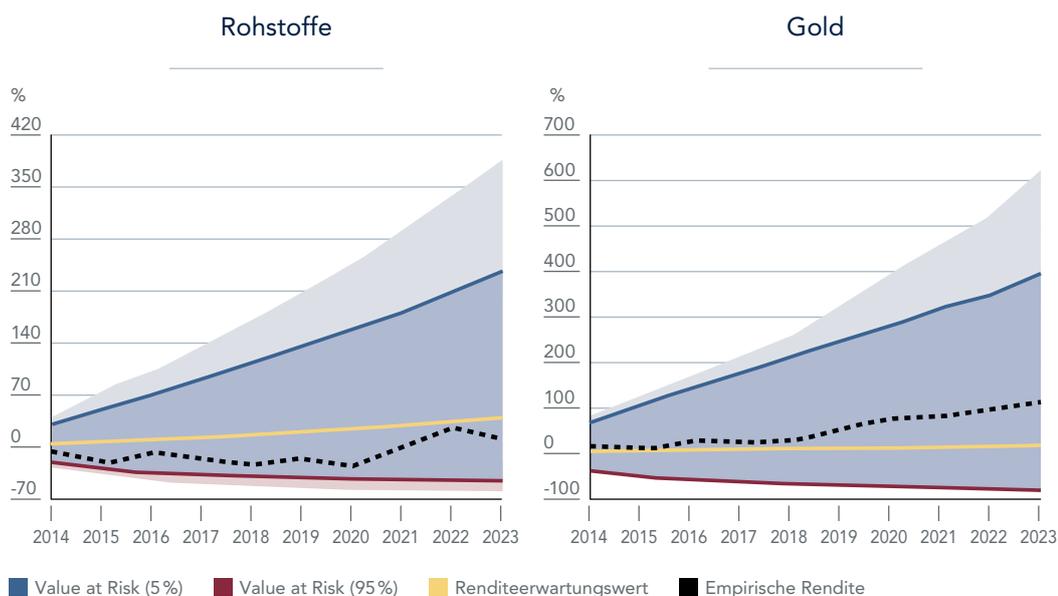


Quelle: Deutsche Oppenheim Family Office AG und Bloomberg Finance L.P., Stand: Dezember 2023
Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine geeigneten Indikatoren für die zukünftige Wertentwicklung.

Während die Entwicklung von Aktien aus Schwellenländern bis einschließlich 2021 nahezu wie erwartet verlief, war das letzte Jahrzehnt für Aktien aus Industrieländern überdurchschnittlich positiv. Einen signifikanten Anteil an dieser Entwicklung hatten amerikanische Technologiewerte, die ein zunehmend hohes Gewicht im MSCI World einnahmen. Zusätzlich erzeugte die Aufwertung des USD positive Performanceeffekte für EUR-Investoren. So hat der MSCI Europe von 2013 bis 2023 eine Rendite von 6,5% p. a. erzielt, was knapp unter unserer Erwartung von 7,3% p. a. lag. Der MSCI USA in EUR hingegen hat im gleichen Zeitraum eine Rendite von 13,9% p. a. erwirtschaftet

und somit eine Outperformance gegenüber unseren Erwartungen generiert. Nichtsdestotrotz kann die Entwicklung an den Aktienmärkten im Rahmen unserer Szenarien als „normal“ bezeichnet werden.

Abschließend bewerten wir unsere Modellierung von Rohstoffen:



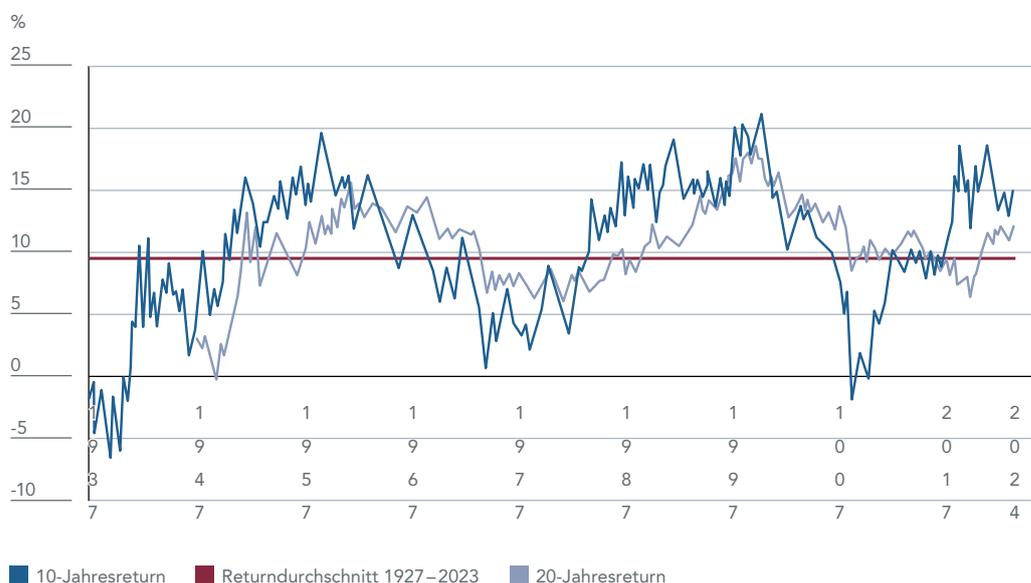
Quelle: Deutsche Oppenheim Family Office AG und Bloomberg Finance L.P., Stand: Dezember 2023
Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine geeigneten Indikatoren für die zukünftige Wertentwicklung.

Im Gegensatz zu Aktien haben wir bei Rohstoffen durchgängig eine unterdurchschnittliche Rendite beobachtet. Lediglich 2022, als Russland die Ukraine überfallen hat und dadurch die Öl- und Gaspreise in die Höhe schossen, gab es einen kurzfristigen Gleichklang zwischen langfristiger Erwartung und Realisation.

Umgekehrt verhielt es sich für Gold, das vom Niedrigzinsumfeld und positiven Währungseffekten in EUR profitieren konnte. Zudem zeigt sowohl unsere Modellierung als auch die empirische Entwicklung gut auf, dass Gold unter den Rohstoffen im Rahmen der SAA eine Sonderrolle einnimmt.

Finanzmärkte sind von Unsicherheit geprägt und den genauen zukünftigen Verlauf vorherzusagen, ist für Mensch und (wahrscheinlich auch) Maschine ein unmögliches Unterfangen.

Rollierende 10- und 20-Jahresreturns des S&P 500 von 1937 bis 2023



Quelle: Bloomberg Finance L.P., eigene Berechnungen; Stand: Mai 2024

Selbst die rollierenden 10-jährigen Durchschnitte der Renditen des S&P 500-Index bewegten sich in den letzten 85 Jahren zwischen den Extremwerten von -7% p.a. und +20% p.a.. Für die rollierenden 20-jährigen Durchschnitte verengt sich die Spannweite zwischen 0% p.a. und +18,5% p.a., bleibt aber immer noch vergleichsweise groß.

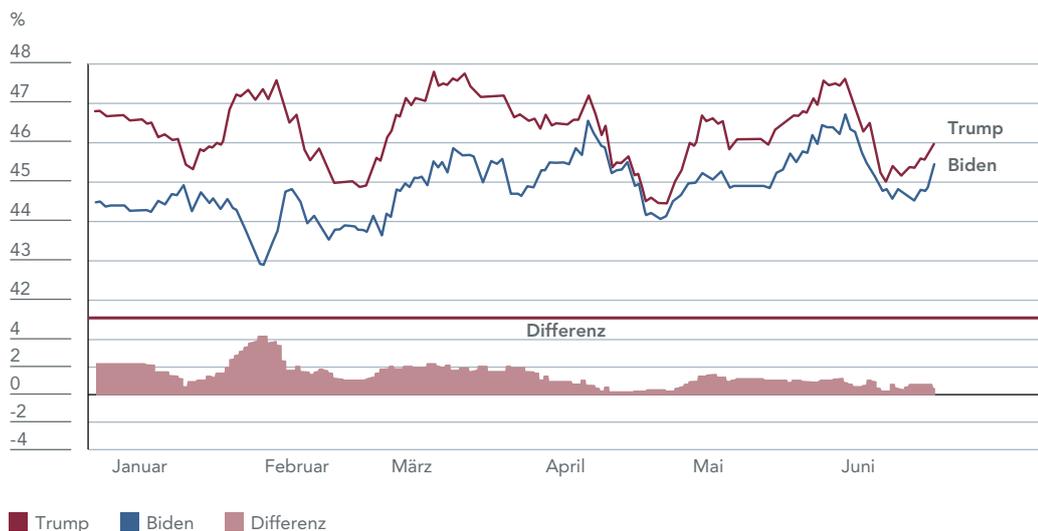
Stattdessen sollten Investoren bei der langfristigen Anlage in Szenarien bzw. in Bandbreiten für Renditen denken. Vor allem aber sollten sie sich nicht von der jüngsten Vergangenheit beeinflussen lassen, weil die Wahrscheinlichkeit, dass die Vergangenheit sich in der Zukunft wiederholt, gleich null ist.

Wie sich die US-Wahl auf diverse Bereiche der USA auswirkt

Bei der anstehenden US-Wahl am 5. November 2024 bahnt sich den jüngsten Umfragen zufolge ein Kopf-an-Kopf-Rennen zwischen Joe Biden und seinem Herausforderer Donald Trump an. Während Trump zu Jahresbeginn in den Umfragen noch einen komfortablen Vorsprung von 4 Prozentpunkten hatte, verringerte sich der Abstand zuletzt auf nur noch 0,5 Prozentpunkte. Das kürzlich misslungene Fernsehduell für Biden könnte sogar einen Wechsel des Kandidaten bei den Demokraten auslösen, der aber kein anderes politisches Programm repräsentieren würde. Ursächlich für das Kopf-an-Kopf-Rennen waren die jüngsten positiven Wirtschaftsdaten zur Inflationsentwicklung sowie zum Arbeitsmarkt in den USA. Daneben ist die Position der Republikaner zum Thema Abtreibung teilweise für die Wechselwähler problematisch. Historisch betrachtet spielt für den Wahlausgang die konjunkturelle Entwicklung zum Zeitpunkt der Wahl jedoch die entscheidende Rolle (Quelle: National Bureau of Economic Research). So wird der amtierende Präsident in der Periode nach dem Zweiten Weltkrieg zu 80% wiedergewählt, wenn sich die Konjunktur zu diesem Zeitpunkt nicht in einer Rezession befindet. Diese Wahrscheinlichkeit fällt auf nur noch 33%, wenn eine Rezession herrscht.

Damit spricht das aktuell vorherrschende konjunkturelle Umfeld in den USA eindeutig für Biden. Für Trump von Vorteil ist vor allem die längerfristige Entwicklung der Inflation, die seit Amtsantritt von Biden um 17% gestiegen ist. Der Rückgang der Jahresveränderung in den letzten Monaten hilft hier wenig. Infolge von verschiedenen Umfragen sehen die Amerikaner die Inflation und damit die Lebenshaltungskosten als wichtigstes wirtschaftliches Problem an.

US-Wahl Umfrageergebnisse 2024



Quelle: Bloomberg Finance L.P., eigene Berechnungen; Stand: Mai 2024

Den Machtverhältnissen im Kongress kommt nach der Wahl eine besonders hohe Bedeutung zu. Es scheint unwahrscheinlich, dass im Falle eines Sieges Bidens die Demokraten sowohl das Repräsentantenhaus als auch im Senat eine Mehrheit erzielen können. Ganz anders dürfte sich der Kongress präsentieren, falls Trump ins Weiße Haus einzieht. Da der Senat derzeit nur aufgrund der doppelten Stimme der Vizepräsidentin Harris von den Demokraten kontrolliert wird, könnten die Republikaner in einer Trump-Ära 2.0 erneut den gesamten Kongress dominieren und damit eine Vielzahl von strukturellen Veränderungen vorantreiben.

Wir wollen nachfolgend untersuchen, welche signifikanten Veränderungen bei einem Wechsel des Präsidenten in den Bereichen Handelsbeziehungen, Migration, Fiskalpolitik und Notenbankpolitik auf uns zukommen dürften.

Handelsbeziehungen:

Trump möchte die Rolle der USA innerhalb der WTO neu definieren, ohne konkretere Angaben dazu zu machen. Sicher ist dagegen wohl die Implementierung von neuen Handelszöllen, um das Außenhandelsdefizit zu reduzieren, mit dem Ziel, den US-Arbeitsmarkt zu stärken. Ähnlich wie bei der ersten Amtszeit von Trump dürften vor allem China und die EU davon betroffen sein. Da Biden die von Trump eingeführten Zölle aus China nicht reduzierte, sondern im Zuge des Wahlkampfes zuletzt sogar erhöhte, sollte eine weitere Eskalation eine schlechte Nachricht für den globalen Handel sein. Die Rede ist laut CNBC derzeit von bis zu 60% Zöllen auf viele chinesische Importe und auf alle anderen Länder ohne China von 10%. Laut dem Institut der deutschen Wirtschaft könnte das US-BIP in diesem Fall um bis zu 1,1% reduziert werden. Biden dürfte dagegen die aktuelle Handelspolitik nahezu unverändert lassen. Unter beiden Präsidenten ist ein Rückgang der US-Zölle allerdings sehr unwahrscheinlich.

Steuern:

Sowohl unter Biden als auch unter Trump erscheint ein Anstieg der Steuern aktuell nahezu ausgeschlossen. Der noch unter Trump verabschiedete „Tax Cut and Jobs Act (TCJA)“ läuft 2025 aus. Biden dürfte die niedrigeren Einkommensteuern nur für Gehälter unterhalb von 400.000 USD verlängern, was das Haushaltsdefizit entlastet und die Inflation eindämmt. Bei Gehältern über 400.000 USD ist der Konsum vermutlich ziemlich unverändert. Darüber hinaus möchte Biden die Unternehmenssteuer von 21% auf immer noch niedrige 28% anheben. Dieses Vorhaben könnte allerdings durch einen geteilten Kongress – also je eine Partei mit der Mehrheit einer Kammer – verhindert werden. Trump dagegen dürfte seinen TCJA verlängern, wovon auch höhere Einkommen weiterhin profitieren. Gleichzeitig hat er vor, die Unternehmenssteuer von 21% auf 15% weiter zu senken. Für die Unternehmensgewinne entsteht daher bei Trump ein nicht zu unterschätzender Rückenwind. Dafür könnte eine Trump-Regierung durch die Steuersenkungen inflationäre Tendenzen erneut aufflammen lassen, die der aktuellen Notenbankpolitik entgegenstehen sowie eine zusätzliche Belastung für das bereits angespannte Haushaltsdefizit sowie die kumulierte Staatsverschuldung darstellen.

Migration:

Unter Biden ist die Migration über Mexiko in die USA deutlich angestiegen. Während unter Trump lediglich 2,3 Millionen Versuche registriert wurden, die Grenze zu überqueren, erhöhte sich diese Zahl unter Biden auf 8 Millionen und verursachte eine Krise an der südlichen Grenze. Die Migration von Mexiko in die USA dürfte allerdings unter

beiden Kandidaten zurückgehen. Biden möchte ausgehend vom Status quo die Grenzkontrollen an der Südgrenze verstärken. Allerdings hat er erklärt, den Schutz der Ehepartner von US-Bürgern ohne gültige Papiere deutlich zu erhöhen. Im Gegenzug dürfte ein Asylverfahren nach illegaler Überquerung der Grenze erschwert werden. Trumps Kurs ist dagegen beim Thema Migration sehr hart. Er hat vor, Millionen von Migranten ohne Aufenthaltserlaubnis deportieren zu lassen – ein in der US-Geschichte einmaliges Vorhaben. Darüber hinaus sollen Asylsuchende so lange in Mexiko bleiben müssen, bis ihr Verfahren abgeschlossen ist. Hinzu kommt, dass er einen Grenzzaun an der Südgrenze errichten möchte. Insgesamt dürfte die Migration unter Trump auf ein paar Hunderttausend reduziert werden. Bei Biden sinkt die Migration von 3,3 Millionen vermutlich auf noch immer 1 Million. Diese Entwicklung dürfte signifikante Auswirkungen auf den US-Arbeitsmarkt mit sich bringen. Immerhin waren es die Migranten, die nach der Pandemie die Vereinigten Staaten mit Arbeitskraft versorgten und so zu einem rückläufigen Lohnwachstum mit entsprechend positiven Auswirkungen auf die Inflationsentwicklung beitrugen. Im Umkehrschluss bedeutet das, dass vor allem eine Trump-Administration durch die verschärfte Migrationspolitik eine Gefahr für das Wirtschaftswachstum und die rückläufige Inflationsentwicklung darstellt.

Fiskalpolitik:

Die Staatsschulden der USA sind aktuell bereits fast auf dem Niveau von Italien. Das Haushaltsdefizit der USA wird langfristig vor allem aufgrund des demografischen Wandels sowie der höheren Zinsaufwendungen weiter deutlich ansteigen. Jegliche Einsparungsmaßnahmen aus dem nichtmilitärischen Bereich werden durch niedrigere Steuereinnahmen bei beiden Kandidaten überkompensiert. Biden hat in seiner Amtszeit zwei große Stimulus-Programme implementiert: Zum einen den 1,9 Billionen USD-großen „American Rescue Plan Act (ARPA)“, der direkten Zahlungen an Familien sowie zusätzliche direkte Arbeitslosenunterstützung bereitstellte. Zum anderen den 1,2 Billionen USD-großen „Infrastructure Investment and Jobs Act“, der vor allem in Infrastrukturprojekte für Straßen und Brücken investiert. Biden wird vorgeworfen, mit diesen Ausgaben die Inflation auf nahezu zweistellige Werte getrieben zu haben. Dies hat in der Folge dazu geführt, dass die Notenbank FED die Zinsschraube dynamisch anziehen musste. In der Folge sind die Zinszahlungen des amerikanischen Staates ein historisch großer Anteil des Staatshaushaltes geworden. Dieser Trend wird sich auch unter Trump nicht mehr umkehren lassen. Generell dürfte das Haushaltsdefizit unter Trump aufgrund der niedrigeren Steuereinnahmen sowie der in der Summe höheren Staatsausgaben sogar deutlich höher ausfallen als unter Biden. Bei beiden Kandidaten dürfte die Ära der prozyklischen Fiskalpolitik, also die staatliche Konjunkturunterstützung auch in Phasen eines positiven Wirtschaftswachstums, somit weitergehen. In der Folge wird das Problem der längst notwendigen Haushaltskonsolidierung weiter ignoriert – mit dem Risiko, dass Investoren aufgrund der hohen Verschuldung die Tragfähigkeit des Schuldenbergs früher oder später infrage stellen und dann höhere Prämien auf Investments in US-Treasuries verlangen. Bereits seit 2011 besitzen die USA bei der Rating-Agentur Standard & Poor's nur noch ein AA-Rating.

Prognose für das Haushaltsdefizit als Anteil am BIP



Quelle: BCA Research Inc., CBO, Stand: 2024

Notenbankpolitik:

Im Falle eines Wahlsiegs von Donald Trump könnte die neue Regierung versuchen, Einfluss auf die geldpolitischen Entscheidungen der Notenbank FED auszuüben. Es ist kein Geheimnis, dass Trump kein Fan von Notenbankchef Powell ist, da dieser in Trumps Augen bei Zinssenkungen zu zögerlich und bei Zinserhöhungen zu früh agierte. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Trump den aktuellen Notenbankchef vorzeitig aus seinem Amt drängen könnte, um ihn durch einen für Trump angenehmeren Nachfolger zu ersetzen. Aber kann er das so einfach?

Gemäß dem „Federal Reserve Act“ werden die sieben Mitglieder des zentralen Federal Reserve Board (Direktorium der US-Notenbank) durch den Präsidenten der Vereinigten Staaten nominiert. Darüber hinaus nominiert der Präsident sowohl den Vorsitzenden des Boards (aktuell Powell) als auch den Vize-Vorsitzenden. All diese Nominierungen müssen allerdings vom Senat verabschiedet werden. Daher kommt bei diesem Thema der Zusammensetzung des US-Kongresses, also welche Partei den Senat und das Repräsentantenhaus kontrolliert, eine besonders hohe Bedeutung zu. Aktuell wird der Senat von den Demokraten dominiert. Die nächsten Senatswahlen finden ebenfalls im November statt. Wichtig zu wissen ist auch, dass der US-Präsident ein Mitglied des Notenbank-Boards nur aus gutem Grund („for cause“) entlassen kann. Nur die Tatsache, dass es Meinungsverschiedenheiten über die Ausrichtung der Geldpolitik gibt, dürften hier nicht ausreichen. Trump ist aber zuzutrauen, dass er in diesen Dingen durchaus erfinderisch sein wird. Theoretisch könnte Trump versuchen, Powell den Vorsitz zu entziehen, ihn aber als Direktoriumsmitglied zu belassen. Die rechtlichen Voraussetzungen für einen solchen Schritt sind allerdings unklar.

Dennoch könnte Powell den Offenmarktausschuss (FOMC), der die Zinsentscheidungen trifft, weiterführen. Dieser setzt sich aus den sieben Direktoriumsmitgliedern sowie dem Präsidenten der New York FED sowie aus vier der elf Vorsitzenden der regionalen Notenbanken (rotierend) zusammen. Die verbliebenen sieben Notenbankpräsidenten nehmen zwar an den Sitzungen teil, besitzen aber kein Stimmrecht.

Im Extremfall könnte Trump sogar mit Zustimmung des Kongresses den Federal Reserve Act ändern und so die Unabhängigkeit der Notenbank abschaffen. Trump wird vermutlich auf die eine oder andere Weise versuchen, eine expansivere Geldpolitik während seiner Amtszeit zu erreichen.

Sollte die Unabhängigkeit der FED vom Kapitalmarkt angezweifelt werden, hätte dies gegebenenfalls dramatische Folgen – nicht nur für den USD, dessen Stabilität in Gefahr geraten dürfte. Investoren könnten Angst vor einem ungezügelter Inflationenanstieg bekommen, da die aktuell recht erfolgreiche Inflationenbekämpfung der FED sich nicht wiederholen würde. Dies hätte wiederum Auswirkungen auf die Kapitalmarktinzinsen am langen Ende der Zinskurve, die stark steigen könnten. Damit wäre dann wohl auch das Ende der Aktienmarkt-Hausse besiegelt.

Fazit:

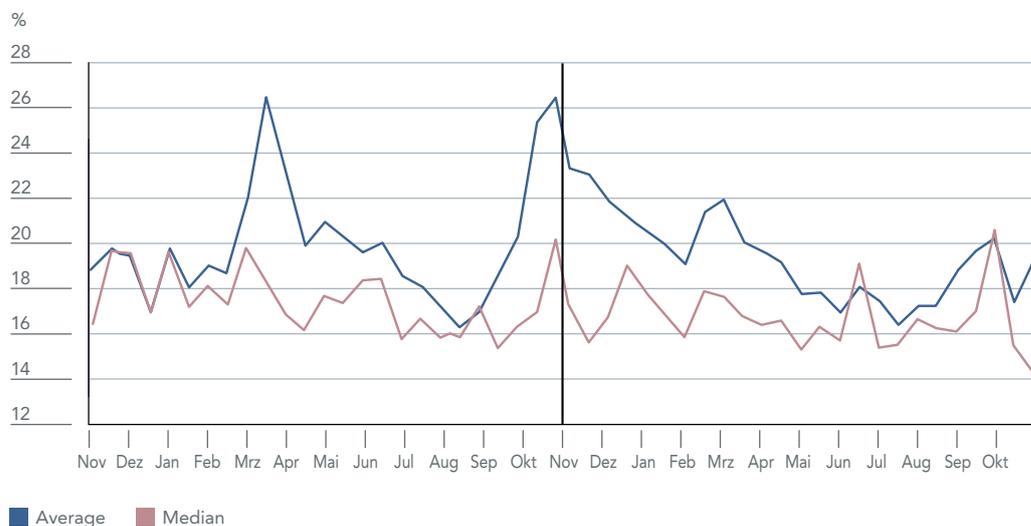
Insgesamt ist zu erwarten, dass ein Regierungswechsel in den USA vermutlich für ein noch höheres Staatsdefizit, eine Vergrößerung der Einkommensunterschiede und damit sozialen Ungleichheiten, einen höheren Arbeitskräftemangel, höhere Preise für Importgüter und eine Diskussion um die Unabhängigkeit der Notenbank verursachen könnte. Die höchsten Chancen auf einen Wahlerfolg hätte Donald Trump, sollte die Wirtschaft der USA vor der Wahl noch in eine Rezession rutschen. Für die Konjunktur könnte Trump kurzfristig einen positiven Einfluss aufgrund der durch die Steuersenkungen induzierten Anstieg der Unternehmensgewinne haben. Auf mittelfristige Sicht könnten aber die negativen Konjunkturreffekte vor allem aufgrund der strukturell höheren Inflation sowie eines unkontrolliert ausufernden Haushaltsdefizites überwiegen.

Wie beeinflusst die US-Wahl die Entwicklung an den Aktienmärkten?

Im Abschnitt „Globales Investmentumfeld“ dieses Marktberichts haben wir uns mit dem Thema Kapitalmarktprognosen beschäftigt und die damit verbundenen Herausforderungen beschrieben. Eine Prognose zum Ausgang der Präsidentschaftswahl zu treffen, ist nicht minder herausfordernd. Das für Präsident Biden misslungene Fernsehduell mit seinem Herausforderer Trump könnte sogar noch zu einem Umdenken hinsichtlich der Kandidatenfrage im demokratischen Lager führen. Dennoch möchten wir uns im kommenden Abschnitt mit der im November anstehenden US-Präsidentschaftswahl und den möglichen Auswirkungen auf die Kapitalmärkte – an dieser Stelle insbesondere auf den Aktienmarkt – beschäftigen. Dabei soll weniger der mögliche Ausgang der Wahl, sondern vielmehr die Konsequenzen der möglichen verschiedenen Konstellationen beleuchtet werden.

Ab welchem Zeitpunkt ist das Thema US-Wahl überhaupt an den Kapitalmärkten relevant? Anhand der Entwicklung des Volatilitätsindex VIX kann man beobachten, ab wann der Aktienmarkt von den Entwicklungen rund um die Präsidentschaftswahl in den letzten 45 Jahren beeinflusst wurde. Fazit: Die Volatilität nimmt insbesondere ab 2-3 Monate vor dem Wahltermin deutlich zu.

Präsidentschaftswahlen – VIX-Saisonalität (1990 bis heute)



Quelle: Finance L. P., Morgan Stanley AG Research, Stand: April 2024

Interessant ist in diesem Zusammenhang ebenso die aus einer Studie der Deutschen Bank zum Wahljahr 2020 gewonnene Erkenntnis, dass im Vorfeld von Wahlen mit vorhersehbarem Ausgang der Einfluss der Wahl auf die Aktienmärkte nicht nennenswert war. In Jahren hingegen, die von einem unsicheren Ausgang geprägt waren (wie es auch in diesem Jahr der Fall zu sein scheint), lief der Markt im Schnitt ab Juli seitwärts, um sich als Folge einer steigenden (Unsicherheits-)Risikoprämie einige Wochen vor

dem Wahltag schwächer zu entwickeln und schließlich – bei Vorliegen des Ergebnisses und dem damit einhergehenden Abbau der Risikoprämie – wieder zuzulegen. Der tatsächliche Ausgang der Wahl war dabei (zumindest auf Indexebene) zweitrangig, das Vorliegen einer Entscheidung und damit das Ende der zuvor herrschenden Unsicherheit zählte. Ein ähnliches Muster war auch vor anderen wichtigen Wahl-Entscheidungen an den internationalen Aktienmärkten zu beobachten wie z. B. beim BREXIT-Referendum. Dieser Erkenntnis zum Trotz kann es auf Sektor-Ebene jedoch durchaus Sinn machen, sich mit den möglichen Szenarien und Parteiprogrammen zu beschäftigen.

Die aus Kapitalmarkt-Sicht wohl wichtigsten Wahlkampf-Themen sind wahrscheinlich in den Bereichen Fiskalpolitik, Steuern und Handelspolitik (Zölle) zu finden. Aber auch Themen wie Migrationspolitik und Regulierung sind für die Wirtschaft von großer Bedeutung. Dabei ist das politische Geschehen nicht nur für die USA selbst, sondern aufgrund der internationalen Verflechtungen natürlich auch für den Rest der Welt von Bedeutung. So sind die Vereinigten Staaten der größte Handelspartner für die Europäische Union, sowohl auf der Import- wie auch auf der Exportseite. Seit dem Ausbruch der Ukraine-Krise hat die Bedeutung der USA für Europa auch in ihrer Rolle als Energielieferant zugenommen. Auch das Thema Verteidigung ist in diesem Zusammenhang ins Zentrum des Interesses gerückt. Die Supermacht USA erwartet von ihren NATO-Partnern, dass sie ihrem Versprechen, mindestens 2% des GDPs für Verteidigung auszugeben, endlich nachkommen. Inwieweit die USA nach einem möglichen Wahlsieg der Republikaner ihrer unterstützenden Rolle im Ukraine-Konflikt und zukünftigen Konflikten nachkommen werden, ist völlig offen. Die Staatshaushalte sind nach den durch die Pandemie und die Energiekrisen bedingten Mehrausgaben jedoch ohnehin angespannt, so dass sich das Nachkommen dieses Wunsches herausfordernd darstellt. Die genannten Punkte stellen lediglich eine Auswahl der Themen dar, die sich im Zusammenhang mit der US-Wahl als relevant darstellen. Im Folgenden wollen wir auf die parteipolitischen Programmpunkte blicken.

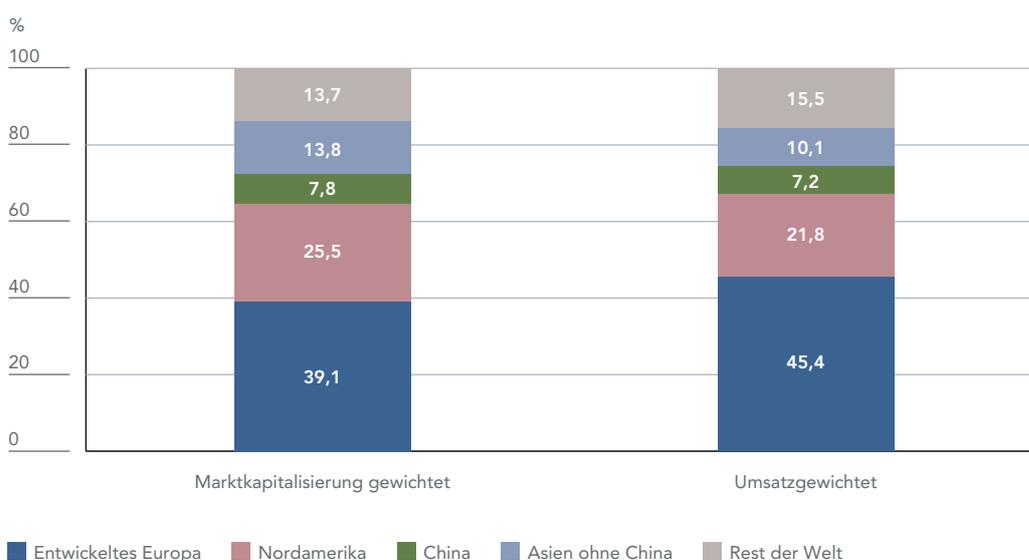
Beginnen wir mit dem Thema Fiskalpolitik. In den jeweiligen „Sweep“-Szenarien, also der Kontrolle des Senats und des Repräsentantenhauses durch ein und dieselbe Partei, sind die erwarteten Veränderungen am größten, da unter einer geteilten Regierung größere Veränderungen kaum durchzusetzen wären. Im Falle eines republikanischen Durchregierens herrscht die Erwartung vor, dass Steuererleichterungen mindestens verlängert, wenn nicht gar ausgebaut werden. Kompensiert werden diese Mindereinnahmen von Einnahmen aus höheren Zöllen. Die niedrigeren Steuern könnten das GDP anheizen und damit auch die Inflation auf hohem Niveau halten, was wiederum Zinssenkungsfantasien dämpfen würde. Im Rahmen einer Wiederwahl Donald Trumps werden für bestimmte Branchen Deregulierung und Erleichterungen erwartet – hierunter fällt z. B. die Finanzindustrie, deren Kapitalvorschriften aufgeweicht werden sollen, die Förderung der (fossilen) Energiebranche, protektionistische Maßnahmen für die heimische Stahlindustrie, um die wichtigsten Bereiche zu nennen. Andererseits könnte Trump durch ein teilweises Zurückdrehen des IRA (Inflation Reduction Act) Unternehmen benachteiligen, die einen Fokus auf den grünen Wandel legen.

Im Szenario eines demokratischen „Sweep“ kann man von der Einführung höherer Unternehmenssteuern ausgehen, der Mindereinnahmen durch eine Verlängerung der Kinder-Steuer-Vergünstigung („child tax credit“) entgegenstehen. Eine höhere Besteuerung einkommensstarker Haushalte würde dazu beitragen, den Konsum abzukühlen und weniger Wachstum zu erzeugen. Gleichzeitig hätte dies wohl dämpfende Effekte auf die Inflation. Auf Branchenebene rechnen wir mit keinen größeren Bewegungen, Unternehmen aus dem Bereich nachhaltige Energien könnten eventuell von einer Erleichterungs-Rallye profitieren.

Beim Thema Zölle wird den Republikanern ein strengerer Kurs vorausgesagt. Grundsätzlich haben Zölle einen belastenden Einfluss auf die Inflationsentwicklung. Sie mindern die Profitabilität und erhöhen die Unsicherheit insbesondere für diejenigen Unternehmen, die auf importierte Vorprodukte angewiesen sind, oder die ihrerseits Produkte in Märkte exportieren, die aufgrund von Vergeltungsmaßnahmen des betroffenen Landes unter erhöhten Zöllen leiden.

Ex-Präsident Trump hat bereits Pläne bekannt gegeben, im Falle seiner Wahl einen allgemeinen Zoll in Höhe von mindestens 10% auf Importe aus allen Ländern zu erheben. Bei chinesischen Waren sollen die Zölle bis zu 60% betragen. Nach seinen Aussagen sei es sein Ziel, damit die Produktion im eigenen Land anzukurbeln. In der Vergangenheit haben vergleichbare Maßnahmen jedoch zu einem Anstieg der Inflation geführt, da auch die Kosten für diejenigen Teile und Materialien steigen, die im Inland für die Produktion der Endprodukte verwendet werden. Aber auch für das Ausland wären die Folgen bemerkenswert: Einer im Frühjahr veröffentlichten Studie des Instituts der deutschen Wirtschaft (IW) zufolge würde eine zweite Amtszeit Trumps allein die deutsche Wirtschaft bis zu 150 Milliarden Euro an Einnahme- bzw. Wohlstandsverlust kosten. Betroffen wäre hierzulande insbesondere die Automobilindustrie, aber auch andere Branchen wie z.B. der Maschinenbau. Es ist davon auszugehen, dass insbesondere China seinerseits die Zölle für US-Importe deutlich erhöhen würde, was einen möglicherweise eskalierenden Handelskrieg auslösen könnte und in der Folge den Weltmarkt dämpfen und in Deutschland neben den Exporten auch die privaten Investitionen sinken lassen würde. Für die Aktienmärkte wäre dieses Szenario selbstredend klar negativ, insbesondere exportorientierte zyklische Branchen würden darunter leiden. Die im breitgefassten MSCI Europe notierten Unternehmen erzielen einen bedeutenden Teil ihrer Umsätze in Märkten außerhalb Europas/UKs. Insbesondere der Anteil der in die USA exportierten Umsätze ist mit mehr als 25% recht hoch (siehe Grafik).

Europäische Aktien mit regionalem Einkommen (2023)



Quelle: MSCI Inc. Factset Corp., Company data, Morgan Stanley AG Research, Stand: April 2024

Interessant ist an dieser Stelle, einen genaueren Blick auf das Umsatz-Exposure europäischer Unternehmen in die USA zu werfen: Die Analysten von Morgan Stanley analysieren, dass von den genannten 25% US-Exposure ca. 11,5% auf sogenannte „local to local goods“ (also von europäischen Unternehmen in den USA für den US-Markt hergestellte Güter) und weitere 7,5% auf Dienstleistungen entfallen. Das heißt, dass der Anteil der tatsächlich in die USA exportierten und damit direkt von potenziellen Zollerhöhungen betroffenen Güter lediglich 6,4% beträgt. Von diesen 6,4% sind einige Sektoren voraussichtlich weniger von potenziellen Zollerhöhungen betroffen wie bspw. Energie oder Verteidigung – diese herausgerechnet, verbleiben ca. 5,7%, was durchaus überschaubar erscheint. Im Falle einer Eskalation des Handelskrieges sollte man jedoch ebenso den Anteil der Exporte Richtung China berücksichtigen, der marktkapitalisiert-gewichtet 7,8% ausmacht. Für den Fall einer Eskalation eines Handelsstreits, innerhalb dessen Zölle global und in der Breite um 10 Prozentpunkte erhöht werden würden, könnte das globale BIP gemäß einer Studie des Centre for Economic Policy Research (CEPR) um fast 2% sinken. Es bedarf wohl keiner Glaskugel, sich auszumalen, dass eine derartige Entwicklung entsprechend auf den Aktienmärkten lasten würde.

Nicht wenige Investoren sind der Meinung, eine Blaupause bezüglich der positiven Entwicklung der Aktienmärkte nach Trumps Wahl zum Präsidenten im Jahr 2016 zur diesjährigen Wahl erstellen zu können. Man sollte jedoch beachten, dass die Ausgangslage heute im Vergleich zu damals eine ganz andere ist:

Die US-Wirtschaft ist heute deutlich später im Wirtschaftszyklus, die Inflation weiter hartnäckig über dem Zielwert der FED und gleichzeitig ist das Niveau der Arbeitslosenquote unterhalb der die Inflationsrate nicht beschleunigenden Schwelle. Bei „Trump 1.0“ waren die Wirkungen der Steuersenkungen auf Wachstum und Sentiment stärker, als sie es sehr wahrscheinlich im Herbst wären. Eine (aggressivere) Erneuerung des Handelskrieges und die deutlichere Eindämmung von Einwanderung dagegen hätten negative Folgen. Der mit der Einwanderung verbundene positive Angebotsschock während der letzten drei Jahre hat nicht nur für mehr geschaffene Stellen gesorgt, sondern auch die private Gesamtnachfrage insbesondere nach Gütern befeuert. Nach vorne blickend wird die Einwanderung politisch gewollt begrenzt werden, was sich in einem engeren Arbeitsmarkt und potenziell höherer Inflation bei schwächerer Konsumnachfrage widerspiegeln könnte.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass eine Fortführung der Präsidentschaft unter Biden oder eines anderen demokratischen Präsidenten für eine gewisse Kontinuität und damit verbunden für einen für die Kapitalmärkte kalkulierbareren Pfad stehen würde. Ein Zurück-Erobern des Weißen Hauses durch Donald Trump würde zumindest kurzfristig für mehr Unsicherheit und damit mehr Volatilität an den Märkten sorgen. Wesentliche politische Änderungen sind jedoch nur bei einem Ausgang mit gleichzeitiger Kontrolle des Senats und des Repräsentantenhauses durch eines der beiden Lager zu erwarten. Es ist durchaus möglich, dass das an den Börsen bekannte Muster im Zusammenhang mit wichtigen politischen Ereignissen auch dieses Mal wieder auftritt. Auf die zunehmende Unsicherheit und steigende Volatilität im Vorfeld des Wahltermins folgt bei Vorliegen des Wahlergebnisses der Abbau der Risikoprämie und damit einhergehend eine Erleichterungs-Rallye, unabhängig vom Wahlausgang.

Erwachen am Immobilienmarkt?!

Der Immobilienmarkt muss sich weiterhin den aktuellen Veränderungen stellen. Längst sind die Zeiten von paradiesischen Nullzins-Krediten vorbei und die Immobilien müssen sich wieder mit Festgeldzinsen und Anleihen auf einem vergleichsweise auskömmlichen Zinsniveau messen. Auf dieser Basis liegen heute die Renditeerwartungen im Ankauf bei mindesten 4% und somit ist auch der Faktor 25 für Wohnneubauten in den besten Lagen der Top 7-Städte die Obergrenze bei den wenigen Transaktionen, die man derzeit sieht.

Tatsächlich steht die Aktivität am Investmentmarkt mit Immobilien annähernd still. Die Gründe hierfür sind vielfältig:

Projektentwickler können derzeit zu dem nachgefragten Preisniveau nicht wirtschaftlich Neubauten errichten. Obwohl die Baukosten sogar geringfügig gesunken sind und die Mieten steigen, liegen die teuren Grundstückseinkäufe aus den vergangenen Jahren schwer im Bestand der Entwickler. In der Hoffnung einer raschen Erholung wurde zwar vielfach auf diesen Grundstücken das Baurecht für Wohnraum geschaffen, das sich aber aktuell aus Kostengründen nicht umsetzen lässt. Derzeit gibt es jedoch positive Entwicklungen für Bauherren von staatlicher Seite. So ermöglichen neue Förderungen der Länder für preisgebundenen Wohnraum, die Baukosten mit Zuschüssen zu senken und mit zinsgünstigen Darlehen für den Investor wieder rechenbar zu machen. Tatsächlich lassen sich trotz gedeckelter Mieten damit Wohnobjekte mit Eigenkapitalrenditen von 6-8% realisieren.

Mit der jüngst verabschiedeten Einführung einer degressiven AfA und der Erweiterung von Sonderabschreibungen für Wohnungsneubauten lassen sich die Renditen ebenfalls deutlich optimieren. Es sind Abschreibungen auf die Erstellungskosten von insgesamt fast 37% in vier Jahren möglich.

Aktuell gibt es jedoch bei vielen Family Offices noch psychologische Hürden. Während die einen mit ihrem Eigenkapital auf Schnäppchenjagd gehen und versuchen, Objekte aufgrund der Notlage einiger Verkäufer mit erheblichen Nachlässen zu bekommen, bleiben viele andere Familien zurückhaltend. In einem persönlichen Gespräch erklärte uns ein Patriarch, dass es sich eben falsch anfühlen würde, wenn er der Einzige ist, der ein Objekt erwirbt. Diese Unsicherheit treibt tatsächlich viele Entscheider zu einer aktuell abwartenden und beobachtenden Haltung. Sie führt dazu, dass viele Investitionen in den existierenden Immobilienbestand fließen. Modernisierungen werden mit dem Ziel getätigt, u. a. zukünftige CO₂-Abgaben zu minimieren und die Mietrendite zu steigern. Letztlich sind die modernisierten Bestandsobjekte anschließend fit für den Verkauf, sobald der Transaktionsmarkt wieder anzieht.

Im Investmentmarkt mit gewerblichen Immobilien wird der Markt noch durch weitere Faktoren beeinflusst.

Da auf Verkäuferseite das gesunkene Preisniveau noch nicht durch Abschreibungen realisiert wurde, liegen die Angebotspreise noch deutlich über dem, was institutionelle Käufer bereit sind zu zahlen. Während in früheren Zeiten insbesondere die großen Transaktionen im Bürosektor den Markt bestimmt haben, sind diese gänzlich verschwunden. Die schwindende Mieternachfrage und nicht getätigte Modernisierungen in die Gebäudestrukturen lassen durch den damit verbundenen Investitionsstau die Preise purzeln, so dass heute fast ausschließlich opportunistische Investoren am Büromarkt aktiv sind.

In den übrigen Assetklassen sieht man bei Logistik, Nahversorgern aber auch bei Senior Living eine verhaltene Nachfrage.

Bestimmt wird die Nachfrage derzeit nicht nur durch die bekannten lokalen Investoren – zunehmend entdeckt auch das Ausland den einst teuren deutschen Markt wieder. So wird der deutsche Investmentmarkt bei Renditen um 5,5-6,5% wieder für ausländische Anleger interessant. Auch opportunistische Investmentgesellschaften stehen bereit, um großvolumige Pakete mit notleidenden Krediten von den Banken zu erwerben.

Die aktuellen Entwicklungen zeigen, dass sich die Märkte bei Zinshäusern aufgrund von staatlichen Hilfen schon bald wieder erholen können. Im gewerblichen Sektor wird die Realisierung von Abschreibungen als Grundlage für marktgerechte Verkaufspreise den Transaktionsmarkt beleben. Somit erwarten wir ein spannendes Jahresende, in dem viele Investoren ihren Wiedereintritt in den Markt planen.

Aktien	Europa:	untergewichten
	USA:	untergewichten
	Asien:	übergewichten
Anleihen	EUR-Anleihen:	übergewichten
	EUR-Duration:	neutral
Alternative Investments		übergewichten
Rohstoffe		neutral
Liquidität		untergewichten
US-Dollar		untergewichten

Aktuar	Aktuarinnen und Aktuar sind Expertinnen und Experten, die mit mathematischen Methoden der Wahrscheinlichkeitstheorie und der Statistik finanzielle Unsicherheiten in den Bereichen Versicherung, Bausparen, Kapitalanlage und Altersversorgung bewerten.
Alternative Investments	Kapitalanlagen, die nicht zu den traditionellen Finanzprodukten (z. B. Bank-einlagen, Rentenpapiere oder Aktien) gehören. Es handelt sich um spezialisierte Anlagestrategien und -konzepte, die einer besseren Diversifizierung sowie Optimierung der Rendite- und Risikostruktur eines Investmentvermögens dienen sollen.
Asset	Vermögen
Benchmark	Vergleichsmaßstab oder Bewertungsmethode für die Messung des Anlageerfolges eines Fonds. Üblicherweise wird als Benchmark der jeweils marktrelevante Aktien- oder Rentenindex verwendet. Ziel des Fondsmanagers ist es, eine bessere Wertentwicklung als der zugrunde gelegte Index zu erzielen.
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BREXIT	Als Kurzbezeichnung für den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union ist weltweit das Kunst- und Kofferwort Brexit etabliert – eine Verschmelzung von British und exit (deutsch britischer Austritt).
Centre for Economic Policy Research (CEPR)	Zentrum für wirtschaftspolitische Forschung
CBO (Congressional Budget Office)	Für die offizielle Analyse der Bundeshaushaltslage sowie entsprechende Projektionen ihrer Entwicklung ist in Amerika das „Congressional Budget Office“ (CBO) zuständig. Es wurde 1974 als eine überparteiliche, also politisch neutrale, in Washington DC ansässige Institution gegründet. Seine regelmäßigen Analysen sollen den Haushaltsprozess im amerikanischen Kongress unterstützen.
Commodities	Begriff für Rohstoffe oder Waren, die an Börsen gehandelt werden. Hierzu zählen nicht-metallische Rohstoffe wie Kakao, Zucker, Getreide etc. sowie metallische Rohstoffe, die an einer entsprechenden Börse gehandelt werden. Soft commodities sind Waren, die angebaut oder als Nutztiere gehalten werden (Kaffee, Baumwolle, Vieh), hard commodities bezeichnen hingegen abbaubare Güter (Gold, Silber, Kupfer, Erdöl).
Corporate Bonds	Unternehmensanleihen
CNBC	CNBC ist eine Gruppe von Nachrichtensendern, die Wirtschaftsnachrichten übertragen und live von den Geschehen an den Finanzmärkten berichten.
Crash	Börsenkrach, Kurseinbruch
Degressive AfA (Absetzung für Abnutzung)	Die degressive Abschreibung ist auch als Buchwertabschreibung bekannt. Anstatt jedes Jahr denselben fixen Betrag abzuschreiben, bedient man sich eines prozentualen Abschreibungsanteils.
Dividende	Gewinnausschüttung eines Unternehmens an seine Anteilseigner.
Duration	Duration ist die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer einer Geldanlage in einem festverzinslichen Wertpapier.
Eigenkapitalrendite	Nachsteuergewinn im Verhältnis zum Eigenkapital.
Empirische Rendite	Tatsächlich realisierter Gewinn
Exposure	Engagement einer Anlage, d. h. das Risiko (Chance) eines Kursverlusts (-gewinns)
Federal Reserve Act	Mit dem Federal Reserve Reform Act von 1977 wurde die Federal Reserve einer Reihe von Reformen unterzogen, die ihre geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen rechenschaftspflichtiger machten und mit dem Ziel betrauten, maximale Beschäftigung, Produktion und Preisstabilität zu fördern.

Federal Open Market Committee (FOMC)	Entspricht dem Offenmarktausschuss der US-amerikanischen Notenbank, der Federal Reserve Bank. Das FOMC entscheidet über die Geldpolitik der USA. Dazu gehört maßgeblich die Festsetzung des US-amerikanischen Leitzinses. Zudem wird ein Ausblick für die künftige Zinsentwicklung gegeben.
FY	Fiscal Year – Steuerjahr, Wirtschaftsjahr
GDP	Gross Domestic Product – Bruttoinlandsprodukt
Government Pension Fund Global	Der Government Pension Fund Global ist einer der größten Fonds der Welt. Die Investitionen verteilen sich auf die meisten Märkte, Länder und Währungen, um ein breites Engagement in Bezug auf globales Wachstum und Wertschöpfung zu erreichen und eine gute Risikostreuung zu gewährleisten.
Hausse	Der französische Begriff „Hausse“ bedeutet „Anstieg“ und bezeichnet an der Börse eine längerfristig anhaltende Marktphase mit stark ansteigenden Wertpapierkursen, einem sogenannten Bullenmarkt. Der Bulle steht hierbei als Symbol für Börsenaufschwung und anhaltenden Optimismus.
Industrielländer	Als Industrieland bezeichnet man technisch und wirtschaftlich hoch entwickelte Staaten (Länder) mit einer bedeutenden industriellen Produktion. In ihnen besteht eine durch hochspezialisierte Arbeitsteilung gekennzeichnete Industriegesellschaft.
Inflation Reduction Act (IRA)	Ein kürzlich beschlossenes Gesetzespaket der US-Regierung: Der „Inflation Reduction Act 2022“ zielt darauf ab, die hohe Inflation in den USA einzudämmen, vor allem aber die Klimatransformation der US-amerikanischen Wirtschaft erheblich zu forcieren.
Konfidenz 95%	Konfidenz 95% bedeutet in dem Zusammenhang, dass wir in 95 von 100 Fällen erwarten, das Risikobudget einzuhalten.
Korrelation	Statistische Kennzahl, die die Abhängigkeit zweier Zufallsvariablen misst.
Large Cap Aktien	Sind Aktien großer und etablierter Unternehmen.
Liquidität	Wird in drei Zusammenhängen benutzt: Der von Zentralbanken dem Finanzsystem zur Verfügung gestellten zusätzlichen liquiden Mittel, der Möglichkeit, Vermögenswerte schnell und in großem Umfang liquidieren zu können oder die liquide Anlage in einem Vermögen.
Long Term Capital Assumptions	Langfristige Kapitalannahmen
MSCI Europe	Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen aus den entwickelten Aktienmärkten Europas abbildet.
MSCI USA	Aktienindex, der große und mittelgroße Unternehmen aus den USA abbildet.
MSCI Welt	Index für 23 entwickelte Industrienationen, der mehr als 1.600 große und mittelgroße notierte Unternehmen beinhaltet.
National Bureau of Economic Research	Nationales Büro für Wirtschaftsforschung
NATO (engl. North Atlantic Treaty Organization)	Ist ein Verteidigungsbündnis von 30 europäischen und nordamerikanischen Mitgliedstaaten, das dem gemeinsamen Schutz der eigenen Territorien dient und darüber hinaus das Ziel weltweiter politischer Sicherheit und Stabilität verfolgt.
NBER	National Bureau of Economic Research. Das National Bureau of Economic Research ist eine US-amerikanische private, überparteiliche Nonprofit-Forschungsorganisation, die sich dem Studium von Theorie und Empirie der Ökonomik widmet, insbesondere der amerikanischen Wirtschaft.
Norway Government Pension Fund (NGPF)	Pensionsfonds der norwegischen Regierung, der zum Wohle der norwegischen Gesellschaft verwaltet wird.

Outperformance	Bessere Wertentwicklung als eine Vergleichsgröße.
Performance	Wertentwicklung
Private Equity	Finanzierung über Eigenkapital, das an öffentlichen Börsen in Form von Aktienkapital aufgenommen wird.
Prognose	Eine Prognose stellt eine Aussage über zukünftige Entwicklungen dar, Sie ist in der Regel verbunden mit der Vorstellung eines kausalen Zusammenhangs zwischen Zukunft und Vergangenheit. Im Finanzbereich werden häufig Punktprognosen zu zukünftigen Kursentwicklungen getroffen (z. B. Indexstand DAX in einem Jahr). In einzelnen Fällen werden Prognosen in Form eines Intervalls formuliert. Entscheidend in diesem Zusammenhang ist, dass sich die Prognose auf das Ereignis selbst (z. B. der Kursentwicklung des DAX) bezieht. Zur Erstellung von Prognosen können qualitative, quantitative (auch statistische) Techniken genutzt werden.
Rallye	Umgangssprachlich für eine Phase schnell steigender Kurse.
Rating	Standardisierte Beurteilung der Bonität des Emittenten und seiner Schuldtitel durch spezialisierte Agenturen.
Rating Standard & Poor's	Das Rating geht von AAA (beste Bewertung) bis D (schlechteste Bewertung). AA- bedeutet hohe Qualität, aber etwas größeres Risiko als die Spitzengruppe.
Real Estate	Immobilien
Rendite	Die Rendite ist eine Kennzahl zur Verdeutlichung des Erfolgs einer Kapitalanlage. Sie gibt den Ertrag einer Vermögensanlage üblicherweise für ein Jahr wieder und wird in Prozent ausgedrückt.
Rendite-erwartungswert	Geometrisch annualisierter Mittelwert aller simulierten Renditepfade.
S&P 500 Index	Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der die 500 führenden notierten Unternehmen der USA abbildet.
Schwellenländer	Als Schwellenländer werden die Länder angesehen, die zum Zeitpunkt der Anlage seitens des Fonds vom Internationalen Währungsfonds, der Weltbank, der International Finance Corporation (IFC) oder einer der großen international tätigen Investmentbanken als nicht entwickelte Industrieländer betrachtet werden.
Senior Living	Wohnobjekte für Senioren
Strategische Asset-Allokation (SAA)	Mit der Strategischen Asset-Allokation wird die langfristige Aufteilung der Kapitalanlagen auf die einzelnen Assetklassen festgelegt. Dabei dienen die zuvor definierten Anlageziele, der Anlagehorizont sowie die Risikotragfähigkeit und die Risikoneigung als begrenzende Parameter.
Tax Cuts and Jobs (TCJA)	Der zum 1.1.2018 in Kraft getretene Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) stellt die größte US-Tax Reform – also Steuerreform – seit 1986 dar. Vor allem im Bereich der Unternehmenssteuern kam es zu gravierenden Änderungen. Er änderte Abzüge, Abschreibungen, Aufwendungen, Steuergutschriften und andere Steuerposten, die Unternehmen betreffen.
Top 7-Städte	Berlin, München, Hamburg, Frankfurt, Düsseldorf, Köln und Stuttgart.
US-Treasuries	US-amerikanische Staatsanleihen
Value at Risk (VaR)	Eine Bezeichnung für ein Risikomaß: Welchen Wert hat der Verlust einer bestimmten Risikoposition mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit innerhalb eines gegebenen Zeithorizonts.
VIX	Kennzahl für die erwartete Schwankungsbreite des S&P 500-Index, gemessen anhand von Indexoptionen.
Volatilität	Standardabweichung einer Kursveränderung vom Mittelwert der Kursveränderungen in einem Zeitintervall, die die Schwankungsintensität eines Wertpapiers angibt und daher als Kenngröße für das Risiko verwendet wird.
WTO	Welthandelsorganisation

Rechtliche Hinweise

Prognosen und Werturteile

Die in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen des Verfassers/der Verfasser sowie Dritter stellen nicht notwendig die Meinung der Deutsche Oppenheim Family Office AG dar. Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen sind Einschätzungen aufgrund der jeweils aktuellen Informationen und können sich ändern, ohne dass dies zuvor oder später bekannt gemacht wird.

Kein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten, keine Anlageberatung

Dieses Dokument dient lediglich zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebots dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch eine sonstige Wertpapierdienstleistung dar. Diese Informationen können eine auf die persönlichen Kenntnisse und Erfahrungen, Anlageziele und finanziellen Verhältnisse des Anlegers zugeschnittene Aufklärung über die mit Finanzinstrumenten und Anlagestrategien verbundenen Risiken und Beratung nicht ersetzen.

Steuerliche Hinweise

Die steuerliche Behandlung eines Finanzinstruments hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers ab und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Weitere Hinweise zu den in diesem Dokument enthaltenen Aussagen zur Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Finanzindex oder einer Wertpapierdienstleistung

1. Bei Anlagen in anderen Währungen als Euro kann die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.
2. Falls nicht abweichend angegeben, wird auf die Bruttowertentwicklung ohne Berücksichtigung von Provisionen, Gebühren und anderen Entgelten Bezug genommen, die – je nach Haltedauer – zu einer geringeren Nettorendite führen.
3. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.

Urheberrechtsschutz

Der Inhalt dieses Dokuments ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial, bedarf der vorherigen Zustimmung der Deutsche Oppenheim Family Office AG.

Nachhaltigkeit

Derzeit fehlt es an einheitlichen Kriterien und einem einheitlichen Marktstandard zur Bewertung und Einordnung von Finanzdienstleistungen und Finanzprodukten als nachhaltig. Dies kann dazu führen, dass verschiedene Anbieter die Nachhaltigkeit von Finanzdienstleistungen und Finanzprodukten unterschiedlich bewerten. Zudem gibt es aktuell neue Regulierungen zum Thema ESG (Environment = Umwelt, Social = Soziales, Governance = Unternehmensführung) und Sustainable Finance (nachhaltige Finanzwirtschaft), die noch konkretisiert werden müssen, sowie noch nicht finalisierte Regulierungsvorhaben, die dazu führen können, dass gegenwärtig als nachhaltig bezeichnete Finanzdienstleistungen und Finanzprodukte die künftigen gesetzlichen Anforderungen an die Qualifikation als nachhaltig nicht erfüllen.

DEUTSCHE OPPENHEIM
Family Office

Deutsche Oppenheim Family Office AG
Oppenheimstraße 11
50668 Köln
Telefon +49 221 57772 0
info@deutsche-oppenheim.de
www.deutsche-oppenheim.de