

Wissen entscheidet.

# Highlights

*aus dem Asset-Management –  
Märkte & Meinungen*

03

AUSGABE 06/23

**Helaba** *Invest*



# Inhalt

---



## 01

Seite 4

### Märkte

Weltbild	5
Renten & FX	6
Credit	7
Aktien	8
Multi Asset	9
Immobilien & Infrastruktur	10
Fazit – Assetklassen	11

## 02

Seite 12

### Meinungen

Kommt nach dem Zinsgipfel bald der Zinsrutsch?	13
Interview mit Reinhold Möllmann Kreissparkasse Steinfurt	17
Co-Investments in der Asien-Pazifik-Region	20





**Olaf Tecklenburg**  
Geschäftsführer



# Editorial

## Liebe Investorinnen und Investoren,

auch das zweite Quartal bestätigte unsere These für das Kapitalmarktjahr 2023, dass wir uns zwar auf ein schwaches volkswirtschaftliches Wachstum einstellen müssen, aber trotzdem solide Performanceergebnisse erwarten dürfen. Selbst die Verwerfungen im Bankensektor, beispielhaft seien hier die Ereignisse rund um die Silicon Valley Bank und die Credit Suisse genannt, haben die Investoren nur vorübergehend irritiert. Wenngleich die Notenbanken die Leitzinsen weiter erhöht haben, stabilisierten robuste Arbeitsmärkte, rückläufige Inflationsraten sowie besser als befürchtete Konjunkturdaten das Kapitalmarktgeschehen. Zur Jahresmitte notieren nahezu alle liquiden Assetklassen im Plus. Spitzenreiter stellen dabei Aktien- und High Yield-Engagements dar.

In der zweiten Jahreshälfte dürfte aufgrund des Umstandes der zeitverzögerten Wirkung von Leitzinsveränderungen spannend zu beobachten sein, inwieweit die geldpolitische Gratwanderung gelingt, eine weitere Dämpfung des Inflationsgeschehens ohne größere konjunkturelle Kollateralschäden voranzutreiben. Daher haben wir für unsere Sommerausgabe drei Themenschwerpunkte ausgewählt, die uns in dem vorherrschenden geld- und zinspolitischen Umfeld von besonderer Relevanz erscheinen. So werden wir zum einen die Zinszyklen der Vergangenheit beleuchten, um Szenarien für das künftige Kapitalmarktgeschehen nach Erreichen eines Zinsgipfels möglichst fundiert einschätzen zu können.

Zum anderen werden wir Ihnen in einem Interview Antworten auf zentrale Fragenstellungen zur Asset Allokation sowie zur Risikosteuerung der SAA geben. Ein besonderes Augenmerk legen wir dabei auf die Einflüsse der Zinswende im Kontext neuer regulatorischer Herausforderungen. Abgerundet wird unser Themenspektrum durch einen Blick auf die globalen Immobilienmärkte. Die neue Zinslandschaft hat hier für deutlichen Gegenwind gesorgt. Doch es gibt bereits wieder Chancen, wie unser Blick nach Asien zeigt.

„Der Bauch denkt nominal“, so betitelte die Neue Zürcher Zeitung vor einigen Jahren eine Kolumne. Hierin wurde die Idee skizziert, dass trotz Deflation nominelle Lohnerhöhungen erforderlich seien, da die wenigsten Menschen in Realgrößen zu denken vermögen. Vielleicht liegt genau hierin auch begründet, warum die aktuellen Leitzinsen für etliche Anleger trotz absehbarer Realvermögensverluste einen Investitionsreiz versprühen.

In diesem Sinne hoffe ich, dass wir Ihnen in unserem Newsletter einige Ideen und Impulse für den realen Vermögensaufbau liefern können. Ich wünsche Ihnen nicht nur viel Spaß beim Lesen, sondern wie immer Mut und Entschlossenheit für die richtigen Anlageentscheidungen am Kapitalmarkt

**Olaf Tecklenburg**  
Geschäftsführer







01

# Märkte

Unsere Einschätzungen zu  
den Kapitalmärkten





**Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM**  
Abteilungsleiter  
Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX



## Wie lange bleiben die Zentralbanken an der Seitenlinie?

Trotz weiterhin zu hoher Kernteuerungsraten, aber wegen rückläufiger Wachstums- und Inflationszahlen, dürften die meisten Notenbanken entweder schon bei oder kurz vor dem Leitzins-Peak angekommen sein. Infolgedessen ist der Renditeanstieg am Zinsmarkt wohl vorerst beendet und die Volatilität deutlich gesunken. Das Disinflationsumfeld hat die Risiko-Assets in unerwartete Höhen getrieben. Nun stellt sich die Frage, wie lange die Notenbanken angesichts des geplanten Liquiditätsentzugs, verschärfter Finanzierungs- und Kreditvergabebedingungen sowie schwächer werdender Wirtschaftszahlen an der Seitenlinie bleiben wollen und können.



### KONJUNKTUR: (Milde) Technische Rezession In Europa eingetreten

In der Eurozone, allen voran in Deutschland, blieb die Konjunktur zuletzt hinter den Erwartungen zurück. Wir sind nun, wie von uns erwartet, in einer technischen Rezession (Wachstum der Euro-Wirtschaft war in Q4/2022 und Q1/2023 mit je -0,1% rückläufig). Dies dürfte teils auf die Zinserhöhungen der EZB, teils auf die Belastung des privaten Konsums angesichts sinkender Realeinkommen sowie durch die Schwäche der Weltwirtschaft (Wachstum des realen Welthandelsvolumens ist im Trend rückläufig) verursacht worden sein. In den kommenden Monaten sollte die Dynamik der Konjunktur nicht wesentlich zulegen. Die Abwärtsrisiken bleiben bestehen, allerdings sollte auch ein gewisses Aufwärtspotenzial vor dem Hintergrund sinkender Energiepreise und dem Nachlassen der Inflationsraten nicht übersehen werden. Zudem erweist sich die Wirtschaft trotz sinkender Auftragseingänge und schwächerer Stimmung unter den Industrieunternehmen aufgrund des weiterhin robusten Arbeitsmarktes als überaus widerstandsfähig. Stützend wirkt v.a. der Dienstleistungssektor, wo nach der Corona-Zeit z. B. im Tourismus und in der Gastronomie ein hoher Nachholbedarf besteht. Im Jahresschnitt erwarten wir für den Euroraum ein Wachstum von 0,5% und für Deutschland mit viel Wohlwollen noch eine schwarze Null.



### NOTENBANKEN: Leitzins-Peak wohl nahezu erreicht

Im Zuge der zehnten Zinsanhebung in Folge hat die Fed ihre Guidance verändert und hat sich für eine abwartende Haltung entschieden. Da die jüngsten US-Makrodaten (robuste Beschäftigung, PCE-Inflation höher als erwartet) am Markt Zweifel geschürt haben, ob der Zinsgipfel bereits erreicht ist, erscheint eine weitere Straffung der Geldpolitik noch immer wahrscheinlicher als eine nahende Lockerung. Nichtsdestotrotz bleiben wir bei unserer Meinung, dass das von der US-Notenbank beschlossene Tagesgeldzielband von 5% – 5,25% den Leitzins-Peak darstellen sollte. Die EZB dürfte im Juli ihre neunte und damit wohl vorerst letzte Zinsanhebung in Folge beschließen. Der unerwartet deutliche Inflationsrückgang sowie sinkende Kernraten im Mai dürften es der EZB erleichtern, bei einer Depositenrate von 3,75% in den „Wait and See“-Modus zu gehen. Ungeachtet dessen ist die Inflation weiterhin zu hoch, gemessen am Ziel der EZB. Vorsicht bleibt daher geboten, wenngleich wir für den weiteren Jahresverlauf und für 2024 mit einem allmählichen Rückgang rechnen.



### INFLATION: Inflationsgespenst noch nicht vertrieben, da Kernraten weiter hoch sind

Gute Nachrichten gab es zuletzt dies- und jenseits des Atlantiks von der Inflationsfront. Im Jahresverlauf ging der Preisauftrieb im Euroraum deutlich von 9,2% auf 6,1% zurück, allein im letzten Monat nochmals um über 1,0%. Auch in den USA sank die Inflationsrate um über 2,5% auf mittlerweile 4,0%. Sinkende Energie- und Rohstoffpreise waren ursächlich für den Rückgang. Bemerkenswert ist, dass auch die Kernraten zuletzt gesunken sind. In den USA handelt die Kernrate mit 5,3% mittlerweile deutlich über der Gesamtinflationsrate (inkl. Energie und Nahrungsmittel). In den kommenden Monaten dürfte der Rückgang etwas weniger ausgeprägt ausfallen. Wir prognostizieren im Jahr 2023 im Schnitt eine Teuerungsrate von ca. 5,7% für die Eurozone, in den USA ca. 3,7%.



### KAPITALMÄRKTE: Das Jahr hat gut begonnen, dürfte aber einen Dämpfer erhalten

Die Erwartung, dass die großen Notenbanken fast am Ende ihres Leitzinserhöhungszyklus angekommen sind, der im Bankensektor eingedämmte Stress, widerstandsfähige Unternehmen, die trotz des geringen Wachstums ausgezeichnete Gewinne eingefahren haben, sowie eine zurückhaltende Positionierung der Marktteilnehmer sind die wesentlichen Gründe, warum Aktienmärkte in der ersten Jahreshälfte so exzellent performt haben. Das dürfte in der zweiten Jahreshälfte kaum Bestand haben. Wirtschaftliche Unsicherheit, straffere finanzielle Bedingungen, Probleme im US-Geldmarkt und ein Wiederaufflammen der Probleme im US-Bankensektor könnten zu einer „angespannten Liquidität“ führen. Deshalb würden wir hier erst nach (deutlicheren) Marktkorrekturen Einstiegschancen sehen. Im Fixed Income-Markt existieren bei der weiterhin hartnäckigen Kerninflation in Verbindung mit einem sehr robusten Arbeitsmarkt Aufwärtsrisiken hinsichtlich der Renditeentwicklung. Nichtsdestotrotz erwarten wir bei zins-tragenden Anlageklassen in den nächsten Monaten eine positive Entwicklung, v.a. wegen der hohen Carry, der weiterhin existenten Konjunkturprobleme, dem bevorstehenden Zins-Peak der Notenbanken und wieder besseren Korrelationseigenschaften. Wir erachten besonders kurze Rentenpapiere, die einen erträglichen Renditepuffer bei vergleichsweise geringem Risiko bieten, weiterhin als sehr attraktiv. Im Multi Asset-Kontext sehen wir in der Beurteilung der relativen Attraktivität der Assetklassen für das Gesamtjahr weiterhin zins- und spread-tragende Wertpapiere vor Aktien. ■





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM

Abteilungsleiter

Kapitalmarktresearch &amp; Asset Management RentenFX

## Bundesanleihen/Zinskurve: Das warten auf den Zinsgipfel der EZB

Der Markt für Bundesanleihen war in den letzten Monaten eher trendlos. Effektiv bewegt sich die 10-jährige Bundrendite bei Betrachtung des Chartverlaufs bereits seit Jahresstart 2023 in einer Spanne zwischen knapp 2,0% und gut 2,50% seitwärts, sofern man den kurzzeitigen Ausreißer auf 2,75% ausklammert. Wir erwarten in den kommenden Monaten 10-jährige Bundrenditen eher am unteren Ende der Trading-Range Richtung 2%, so dass wir strategisch die Zinsduration übergewichten. Die Prognose bis Jahresende 2023 bleibt zunächst bei 2,50%. Rentenpositiv wirkt die Tatsache, dass sich die Konjunkturstimmung im Euroraum (und Deutschland) zuletzt wieder eingetrübt hat. Der deutliche Rückgang der EWU-Inflation inklusive sinkender Kernrate im Mai beflügelt zudem Hoffnungen auf eine beschleunigte Disinflation. Weitere Argumente für die Übernahme von Durationsrisiken sind der bevorstehende Zins-Peak der Notenbanken sowie die Korrelationseigenschaft von Bundesanleihen, die bei einer schärferen Korrektur der Risiko-Assets profitieren dürften. Am interessantesten ist aktuell sicherlich die deutsche Zinskurve (10y – 2y), die im Juni wieder neue Rekordstände der Inversion zeigte. Abgesehen von gerechtfertigten Rezessionsängsten erwarten wir im Jahresverlauf eine Normalisierung, da dieser Zustand historisch betrachtet nie von sehr langer Dauer war. Zudem ist eine deutlich weitere Inversion wegen einem nahezu erreichten Zins-Peak der EZB eher unwahrscheinlich. Vorteilhaft ist auch, dass ein Halten des „Curve Steepeners“ ertragswirksam ist, so dass das Timing nicht ganz so entscheidend ist. Der US-Markt treibt aktuell ebenfalls den Kurvenverlauf der deutschen Bundesanleihen (vgl. Abbildung). Hauptrisikofaktor sind (noch) restriktive Zinsschritte der Notenbanken, die zuletzt wieder falkenhafte Töne angeschlagen haben.

## Staaten Euroland: Renditeaufschläge zu niedrig für Neuengagements

Die Spreads verharren in vielen Ländern der Eurozone auf eher niedrigem Niveau. Weiteres Einengungspotenzial sehen wir der-

zeit kaum. Wir sind daher bei europäischen Staatsanleihen neutral positioniert. Unsere besondere Vorliebe für Italien ist zu einem Ende gekommen, da unser Jahresziel im 10-jährigen Spread vs. Bundesanleihen i.H.v. 1,75% erreicht wurde. Die immer noch steile Zinskurve sowie der sehr erträgliche Renditeaufschlag dienen zwar als Puffer für Renditeanstiege, allerdings sind bereits viele positive Nachrichten eingepreist.

## Covered Bonds: Weiterhin Top-Pick im Rates-Segment

Covered Bonds sind weiterhin, v.a. im vorderen Bereich der Kurve, unser Top Pick, weil sie im Fixed Income-Vergleich die attraktivste Assetklasse sind. Sie bieten z. B. am kurzen Ende nahezu identische Prämien wie A-Corporates (bei deutlich besserem Rating). Auch gegenüber anderen Rates-Produkten weisen sie attraktivere Risiko-/Renditeprofile auf. Die „Carry“ ist derzeit noch der wesentliche Performance-Treiber, da der Bund-Swap Spread seit Jahresanfang eher seitwärts verläuft. Die hohe Rendite schützt aber auch gegen Renditeanstiege, denn erst bei einer Spreadausweitung um ca. 0,3% wird der Excess-Return eines gegen Swap gepreisten Bonds mit 3 Jahren Restlaufzeit gegenüber einer Bundesanleihe mit gleicher Laufzeit auf 12-Monatssicht negativ. Mittelfristig erwarten wir noch leicht rückläufige Spreads, da sich der Swap-Spread im historischen Kontext auf sehr attraktiven Niveaus befindet und die Zinsvolatilität mit bevorstehendem Zins-Peak abnehmen dürfte.

## EUR/USD: Der Euro hat im Jahresverlauf Aufwertungspotenzial von tieferen Niveaus

Auch wenn eine bevorstehende Risikoaversion aufgrund von Liquiditäts- oder Rezessionsängsten USD-positiv wirken, erachten wir die Aufwertung des USD nur als Gegenbewegung und würden Niveaus nahe der Parität nutzen, um strategisch EUR-Long, USD-Short Positionen aufzubauen. Die Parität sollte mittelfristig halten. Gründe für ein EUR-Übergewicht sind höhere Kerninflationsraten in der Eurozone und ein überbewerteter USD. ■

## Differenz der Kurvensteilheit



Quelle: Bloomberg; Stand: Juni 2023







**Thorsten Lang, CCR A**  
Abteilungsleiter  
Asset Management Credit

## Gute erste Halbzeit für Credit

Unser wesentliches Investmentmotiv für die erste Hälfte des Jahres 2023 war in allen Teilsegmenten des Creditmarktes vor allem „Carry vereinnahmen“. Diese Strategie war erfolgreich. Per 15.06.2023 wiesen alle von uns gemanagten Segmente des Marktes einen positiven Ertrag auf. Den Löwenanteil trug dabei die Credit-Komponente bei, während die risikofreie Zinskomponente nur leicht im Plus lag (vgl. nachfolgende Tabelle).

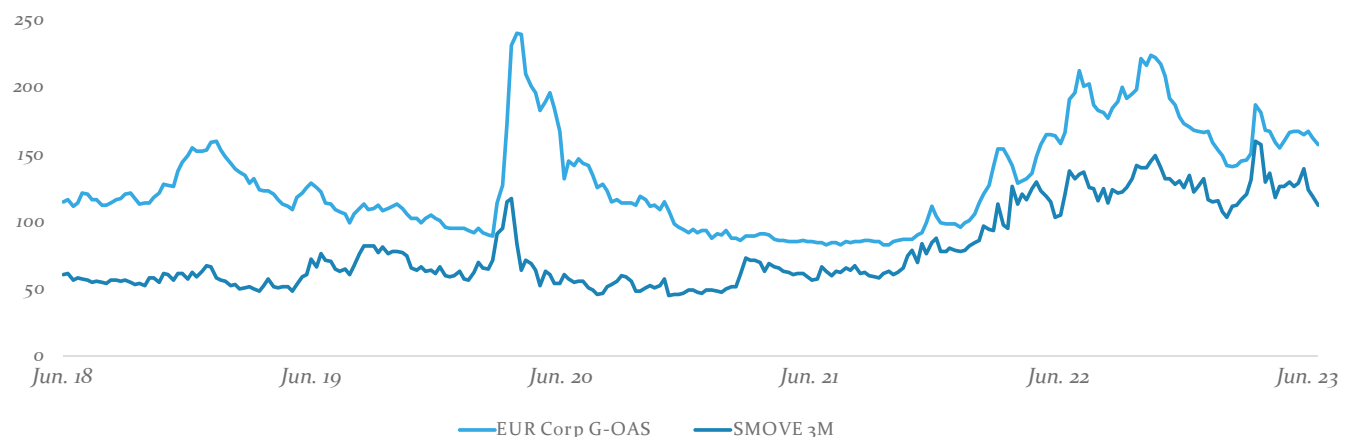
Segment	Gesamtertrag (%)	Credit Return (%)	Spreadveränderung (bp)
Investment Grade Corporates (EUR)	1,73	1,38	-9
High Yield (EUR)	4,87	4,60	-65
High Yield (Global)	4,47	3,14	-48
EM Staatsanleihen (USD)	3,39	1,26	-2
EM Corporates (USD)	3,53	1,61	-3

Tabelle: Performanceentwicklung für die Credit-Segmente seit Jahresanfang, Stand: 15.06.2023

Dabei war die Spreadeinengung, abgesehen von Euro High Yield, eher moderat. Es ist vor allem die laufende Verzinsung, die Investoren derzeit den Ertrag beschert – und nicht etwaige Preisveränderungen durch sinkende Spreads. Auffällig ist die Wertentwicklung des High Yield-Marktes, der bislang den Sorgen um die konjunkturelle Entwicklung trotzt. Das ist keineswegs die Gegenbewegung zum vergangenen Jahr. Auch 2022 war High Yield das beste Rentensegment, weil High Yield-Anleihen wegen der vergleichsweise kurzen Duration weniger unter dem starken Zinsanstieg litten.

## Spreads vs. Zinsvolatilität

Basispunkte bzw. Indexstand  
300



Quelle: Bloomberg; Stand: Juni 2023

## Rückläufige Zinsvolatilität

Für die zweite Jahreshälfte gilt das Carry-Argument weiterhin. Auf Indexebene ist die durchschnittliche Rendite teilweise sogar höher als zu Jahresbeginn. Es kommt aber aus unserer Sicht ein weiteres Argument hinzu. EZB und Fed nähern sich unseres Erachtens dem Ende der Zinserhöhungen. Mindestens nimmt die Dynamik des Zinsanstiegs ab. Damit sollte die Volatilität am Zinsmarkt sinken, was positiv für Creditspreads ist. Die Abbildung zeigt den Verlauf von Investment Grade-Spreads und des SMOVE-Index, der die implizite Volatilität von Euro-Swaptions darstellt. Creditspreads reagieren notorisch sensibel auf Volatilität – in beide Richtungen (vgl. Abbildung).

Sinkende Zinsvolatilität als Katalysator für sinkende Spreads sollte vor allem für Investment Grade-Corporates und Emerging Markets-Anleihen wirken, da diese Marktsegmente aufgrund der längeren Duration zinsensitiver sind. Für High Yield-Anleihen ist aus unserer Sicht das Zinsniveau relevanter, weil in diesem Segment steigende Finanzierungskosten direktere Auswirkungen auf die Bonität der Emittenten haben.

## IG und EM long, High Yield neutral

Anfang des zweiten Quartals führten die Ereignisse rund um die Silicon Valley Bank und Credit Suisse vorübergehend zu einer deutlichen Spreadausweitung. Die jeweiligen Regulierungsbehörden und Zentralbanken reagierten schnell und entschlossen. Daher nutzten wir das höhere Spreadniveau, um unseren strategischen Ausblick sowohl für Corporates Investment Grade als auch EM-Anleihen (Staaten und Unternehmen) anzuheben und uns offensiver zu positionieren. Diese Einschätzung gilt weiterhin. In den Emerging Markets kommt neben der Bewertung und dem oben genannten Argument hinzu, dass einzelne Zentralbanken bereits Zinssenkungen vollzogen haben, was das robuste konjunkturelle Bild in diesem Bereich weiter unterstützt.

In High Yield-Anleihen positionieren wir uns weiterhin neutral. Konjunkturelle Abschwächung, höhere Finanzierungskosten und strengere Kreditvergaben werden die Ausfallraten ansteigen lassen. Das muss sich nicht in den relevanten Indizes materialisieren. Es kann aber zumindest das Sentiment eintrüben, weswegen wir hier vorsichtiger agieren und den Fokus auf die Selektion robuster Geschäftsmodelle legen. ■





**Martin Efferz**  
Senior Fondsmanager  
Asset Management Aktien

## Positive Trends, aber Vorsicht geboten

Die globalen Aktienmärkte haben zuletzt an Tempo zugelegt und zeigen sich bisher in robuster Verfassung. Nach dem Inflationshöhepunkt im letzten Jahr befinden wir uns weiterhin in einem Umfeld der Disinflation. Das bedeutet, dass rückläufige Inflationsraten beobachtet werden, ohne dass die restriktiven Zinsschritte der Notenbanken bisher eine Rezession ausgelöst haben. Zu dieser Entwicklung haben Zinssenkungsfantasien einiger Marktteilnehmer, die mediale Berichterstattung zum Thema „Künstliche Intelligenz“ und die Erwartung einer sanften Landung beigetragen, was die Marktstimmung positiv beeinflusst hat. Zudem haben Unternehmen von dem inflationären Umfeld profitiert, indem sie ihre Preise erhöhten. Dadurch haben steigende Löhne, höhere Inputpreise und Refinanzierungskosten die Profitabilität der Unternehmen und damit auch die Gewinnsituation bisher nicht wesentlich negativ beeinflusst.

## Entkopplung zyklischer Sektoren von der Gewinnentwicklung

Es überrascht daher nicht, dass zyklische Sektoren zuletzt defensive Sektoren in Bezug auf die Performance übertrifft haben, obwohl diese Outperformance bislang nicht durch eine ebenso starke Gewinnentwicklung untermauert wurde. Tatsächlich lässt sich beobachten, dass die relativen Gewinnschätzungen seit Monaten rückläufig sind und sich die relative Preisentwicklung von der relativen Gewinnentwicklung entkoppelt hat (vgl. Abbildung).

## Konzentration auf große Technologietitel in den USA

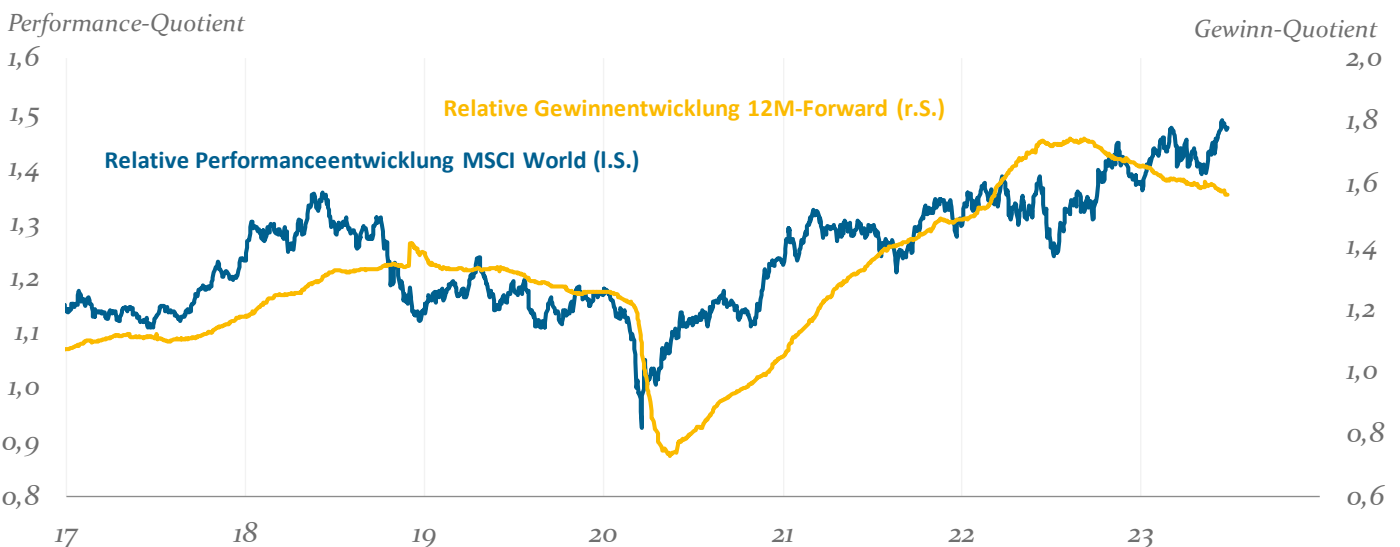
Bei genauerer Betrachtung fällt zudem auf, dass der US-Markt in diesem Jahr vor allem durch große Technologietitel angetrieben wurde. Die Marktkonzentration hat in letzter Zeit deutlich zugenommen. Diese Titel sind mittlerweile sehr hoch bewertet. Ein Beispiel dafür ist der NYSE FANG+ Index, der die zehn beliebtesten Wachstumswerte aus den Bereichen IT, Konsumgüter und Kommunikation umfasst. Diese zehn Titel machen allein knapp

30% der Marktkapitalisierung des S&P 500 aus und weisen aufgrund ihres relativ hohen KGVs nur noch eine Gewinnrendite von 1,8% auf. Damit werden sie von den Marktteilnehmern als risikoärmer eingestuft als eine 10-jährige US-Staatsanleihe, die aktuell bei 3,8% rentiert. Die Risikoprämie für diese Tech-Giganten ist daher bereits deutlich negativ, was Erinnerungen an die Dotcom-Blase wachruft. Wenn man den US-Aktienmarkt ohne Berücksichtigung der Tech-Giganten betrachtet, zeigt sich ein KGV von etwa 17, was niedriger ist als der Wert von knapp 21 für den S&P 500, der auf den ersten Blick einen sehr teuren US-Markt suggeriert. Für die Mehrheit der US-Unternehmen kann man bisher also keine Überbewertung feststellen. Im internationalen Vergleich sind jedoch weiterhin Europa und Japan am attraktivsten bewertet, die Bewertungen beider Regionen liegen immer noch unterhalb des langjährigen Medians. Auch in Relation zur Rendite der jeweiligen Staatsanleihen sind hier noch Risikoprämien von über 5% in Europa und knapp 10% in Japan zu beobachten

## Euphorie bislang nur vereinzelt spürbar

Solange die Inflation weiter rückläufig ist, dürfte das Marktumfeld für Aktieninvestoren vorerst positiv bleiben. Zu viel Euphorie ist aber trotz der erfreulichen Performancezahlen in diesem Jahr fehl am Platz. Die Wahrscheinlichkeit für deutliche Kursrücksetzer wird ansteigen, je näher man an die angepeilte Zielinflation rückt. Ironischerweise könnte die Situation entstehen, dass eine Rezession genau in dem Moment am Horizont erscheint, wenn die Anleger überzeugt sind, dass ein Abschwung vermieden wurde. Es bleibt daher dabei, dass im weiteren Jahresverlauf eine defensivere Ausrichtung angemessen sein wird, auch wenn die Aufholjagd nach der schlechten Performance in 2022 erstmal weitergehen dürfte. Das richtige Timing wird damit im weiteren Jahresverlauf entscheidend sein. Auch eine defensive Selektion risikoärmer und qualitativ hochwertiger Aktien drängt sich dann als wichtige Erfolgskomponente auf. ■

## Relative Performance zyklischer vs. defensiver Sektoren



Zyklische Sektoren: Energie, Grundstoffe, Industriegüter, zykl. Konsumgüter, Technologie; defensive Sektoren: Kommunikation, Basiskonsum, Gesundheit, Versorger, Immobilien

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 27.06.2023







**Dr. Christian Schwarz**  
Abteilungsleiter  
Asset Management Multi Asset & Overlay

## Robuste Marktentwicklung trotz schwelender Risiken

In den zurückliegenden Monaten zeigten sich die Kapitalmärkte zum Teil erstaunlich robust. Die Risikofaktoren, angefangen von Inflation und Wachstumsschwäche über restriktive Notenbankpolitik (u.a. Zinserhöhungen), die Turbulenzen im US-Bankensektor bis zum Ukraine-Russland Krieg wirken zumindest in der Wahrnehmung nicht weniger belastend als vor einigen Monaten. Auch die nicht ganz freiwillig geformte neue Schweizer Großbank sorgte bei den Marktteilnehmern für einige Schweißperlen auf der Stirn und ließ zumindest kurzzeitig Erinnerungen an die Finanzkrise vor rund 15 Jahren aufkeimen.

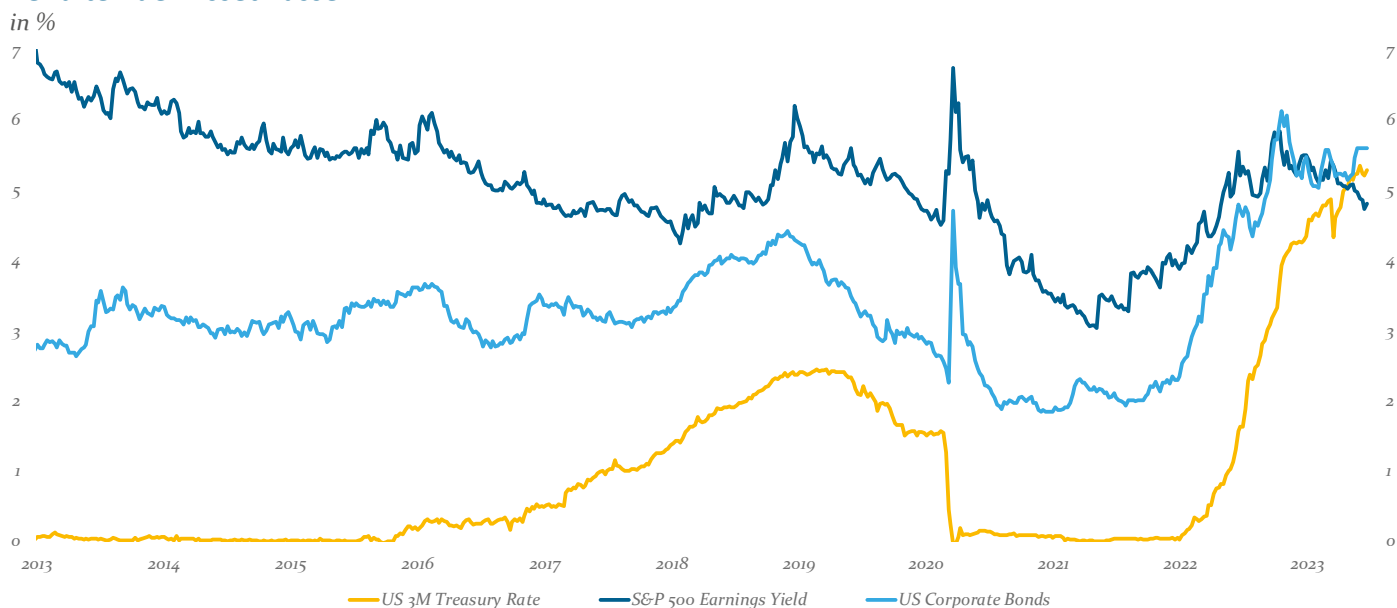
## Investitionen und Risikoaufbau mit Augenmaß

In diesem Umfeld hielten wir in der 1. Jahreshälfte eine offensive, „Risk On“-Ausrichtung der Portfolios für schwer vorstellbar. Zudem bewirtschafteten wir die strapazierten Risikobudgets nach dem letzten Jahr weiterhin mit Vorsicht und Augenmaß, sofern diese in auskömmlichem Maße überhaupt bereitgestellt wurden bzw. werden konnten. Daher blieb auch in den letzten Monaten ein Herantasten in den Markt begleitet von einem sukzessiven Wiedereinstieg mit einer Erhöhung der Markt-Exposures unsere bevorzugte Investitionsstrategie. Angesichts der jüngsten Steigerung der Zins- und Renditeniveaus (vgl. Abbildung), insbesondere am kurzen Ende, hat sich eine reduzierte Durationsposition als vorteilhaft erwiesen. Durch die defensive Positionierung sowie schrittweises Investieren konnten wir nicht vollständig an der Entwicklung der Risikomärkte, insbesondere den Aktienmärkten, partizipieren.

## Trotz verlockendem Zins nicht alles auf eine Karte setzen

In Summe bleibt festzuhalten, dass ein exemplarisches Multi Asset-Portfolio mit einer Mindestaktienquote von 15% und internationaler Ausrichtung eine Wertsteigerung von über 3% erzielt hat. Wir neigen in der Portfolioallokation dazu, aus der relativen

## Renditen der Assetklassen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: Juni 2023

Perspektive Anleihen gegenüber Aktien zu bevorzugen. Die Struktur der Zins- und Spread-Kurven bestätigt weiterhin die Attraktivität von Investitionen am kurzen Ende. Es ist jedoch aus unserer Sicht wesentlich, keine extremen Positionierungen zu verfolgen. Ein global orientiertes, breit diversifiziertes Portfolio mit bedeutender Beimischung von realen Assets ist entscheidend. Nominell betrachtet mag der aktuell existierende Zins sehr attraktiv wirken. Bei langfristiger und inflationsbereinigter Betrachtung fällt dieser jedoch erheblich zu niedrig aus, um beispielsweise langfristige Verpflichtungen zu erfüllen.

## Zins und Carry erhalten weiterhin Vorrang im Portfolio

Im Ausblick bleibt unsere Positionierung der Portfolios defensiv. Wir bevorzugen zinstragende gegenüber wachstumssensitiven Anlagen sowie eine etwas höhere Duration im Portfolio. Zudem sehen wir Chancen in relativen Positionen, insbesondere bei kurzlaufende Unternehmensanleihen. Wir nutzen die Inversion der Zinskurve und bevorzugen eine Positionierung am kurzen Ende der Zinsstruktur. Bei Aktien bleiben wir vorsichtig bis neutral positioniert. Bei der Portfoliokonstruktion achten wir auf eine erhöhte Liquidität und nutzen Chancen zur Absicherung von Tail-Risiken.

## Vorsicht bleibt weiterhin geboten

Am Ende bleibt es nach wie vor ein schmaler Grat für die Notenbanken, die sich weiterhin in einem Zielkonflikt zwischen Wachstum, Inflation sowie Finanzmarktstabilität befinden und mit viel Fingerspitzengefühl den Zinsgipfel ausloten müssen. Herausforderungen bilden aus unserer Sicht das fragile Wachstum und die schwelenden Rezessionsrisiken gepaart mit vergleichsweise niedrigen Marktrisikoprämien. Insbesondere dürfte eine sich abzeichnende hartnäckige Inflation sowie die anhaltend restriktive Geldpolitik auf Dauer belastend wirken. Demnach ist für die Risikoauslenkung der Portfolios aus unserer Sicht weiterhin Vorsicht geboten. ■





**Axel Drwenski**  
Head of Research  
Transactions & Strategy – Real Assets

## Der globale Immobilienmarkt – Zeit für eine Nachjustierung

Die Herausforderungen auf den globalen Immobilienmärkten sind vor dem Hintergrund der gestiegenen Zinsen, der Neujustierung der weltweiten Handelsströme und der sich verändernden Büroarbeitswelt vielfältig. Immobilien stehen, so scheint es jedenfalls der deutliche Rückgang des weltweiten Transaktionsvolumens zu zeigen, derzeit nicht weit oben auf der Einkaufsliste von Anlegern. Allerdings trägt der Schein etwas, denn schaut man hinter die Kulissen, ergibt sich ein etwas anderes Bild: Während über die letzten Monate deutlich weniger Immobilien ihren Besitzer wechselten, wurde über 2022 mit 246 Mrd. USD nahezu so viel Kapital für bestehende und neue Immobilienfonds eingesammelt wie die 254 Mrd. USD in dem Rekordjahr 2021<sup>1</sup>. Insbesondere breit geographisch diversifizierte Immobilienfonds konnten viel Kapital einsammeln.

Globale Strategien werden demnach in dieser Marktphase u.a. von Versicherern, Pensionskassen und Staatsfonds bevorzugt. Besteht mit diesen doch die Möglichkeit, breit zu diversifizieren und von regional unterschiedlichen Momenta zu profitieren. Insbesondere der asiatische Raum rückt mit seiner Vielfältigkeit in den Fokus von global orientierten Anlegern. Allerdings ist die kulturelle, wirtschaftliche und rechtliche Vielfalt für nicht-heimische Investoren herausfordernd.

## Wie „ticken“ die asiatischen Märkte?

Die asiatischen Immobilienmärkte sind zwar über die Wirtschaft miteinander verwoben, gleichzeitig sind sie sehr individuell und werden oft von ganz verschiedenen Faktoren bestimmt. So sehen wir beispielsweise, wie in Japan und China die Bevölkerung schrumpft, während sie in Indien, Vietnam und Australien dynamisch wächst. Während also in den erstgenannten der Bedarf an altersgerechtem Wohnen und Gesundheitsinfrastruktur wächst, steigt in den drei letztgenannten die Nachfrage nach Wohnraum, Schulen und Kindergärten. Ebenfalls wird sehr unterschiedlich gehandhabt, inwieweit die Menschen nach Corona wieder ins Büro zurückkehren. So sind die Flächen in Singapur, Seoul und den chinesischen Büromärkten nahezu wieder normal belegt. In Australien hingegen ist derzeit noch zwischen 25% und 50% der Fläche verwaist. So unterschiedlich die

Marktstrukturen und -treiber sind, so unterschiedlich sind auch die Immobilienerträge. Sie schwanken im Durchschnitt der letzten 10 Jahre zwischen knapp 2% p.a. (Hotels in Hongkong) und +14% p.a. (australische Logistik)<sup>2</sup>.

## Breite Streuung sorgt für widerstandsfähigere Portfolios

Die Chancen, die der asiatische Raum bietet, gehen mit entsprechenden Risiken einher. So sehen wir beispielsweise, dass die Erträge für Einzelhandelsimmobilien in Hongkong erheblich volatil und damit riskanter sind als die für japanische Wohnimmobilien. Doch „riskanter“ sollte in Relation zu den uns eher geläufigen europäischen Immobilienmärkten interpretiert werden. Dabei sieht man, dass die Volatilität der Erträge von Einzelhandelsimmobilien in Hongkong in derselben Größenordnung wie die irischer Einzelhandelsimmobilien liegt. Ebenfalls kann man das Risiko einer Investition in Schweizer Wohnimmobilien mit dem eines japanischen Investments in den entsprechenden Sektor gleichsetzen.

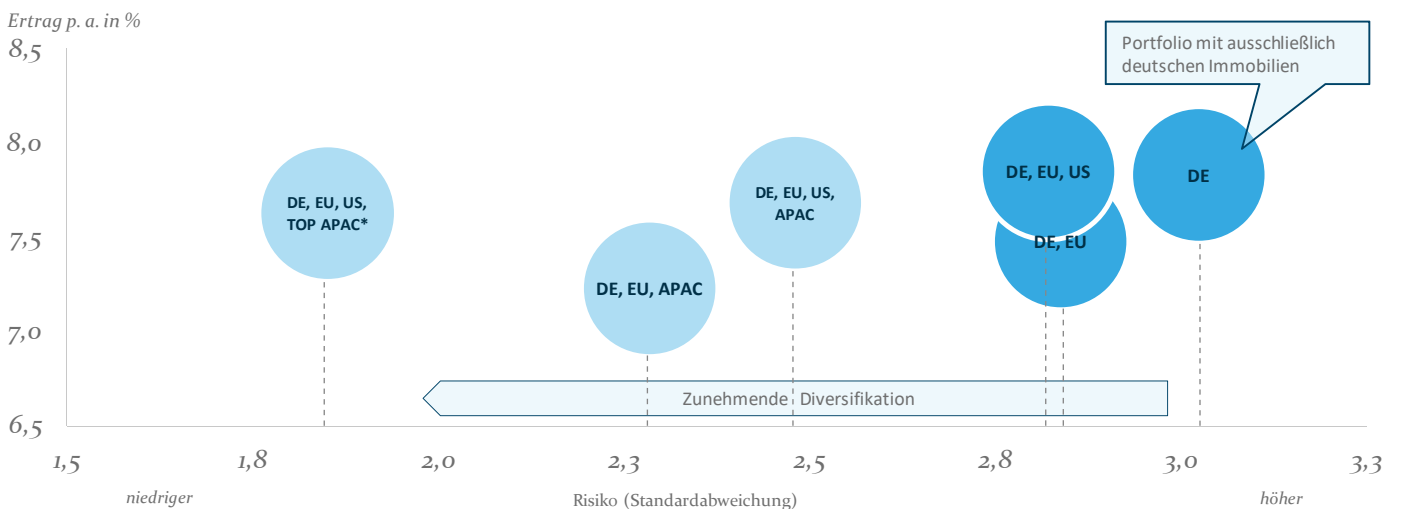
Markowitz, Miller und Sharpe haben uns in ihrer Portfoliotheorie unter anderem gelehrt, dass durch eine breite Streuung von Investitionen das Risiko bei einer gleichbleibenden Ertragsersparung verringert werden kann. Auf Real Assets bezogen heißt das, dass durch die Kombination von Immobilienanlagen in unterschiedlichen Regionen und Sektoren Risiken reduziert werden können. In unserer Kalkulation sinkt beispielsweise der Ertrag eines rein deutschen Portfolios gegenüber einem weltweit gestreuten von 7,8% p. a. auf 7,6% p.a.. Gleichzeitig sinkt mit zunehmender Diversifikation das Risiko um bis zu einem Drittel (vgl. Abbildung). Die Beimischung asiatischer Immobilien kann einen deutlich positiven Effekt auf die Risikostruktur eines Portfolios haben und stellt gleichzeitig eine interessante Möglichkeit dar, an dem Wachstum in einer der wichtigsten Weltregionen teilzuhaben. ■

<sup>1</sup> INREV: Capital Raising Report 2023

<sup>2</sup> MSCI, Q1 2023

Die Durchschnittlichen Erträge und die Volatilität des Total Return als Indikator für das Risiko basieren auf den letzten 10 Jahren, Quelle MSCI, Q1 2023

## Performance und Risiken geographisch diversifizierter Immobilienportfolios



DE: Deutschland; EU: Europa; US: USA; APAC: Asien Pazifik; Top APAC: Top Märkte Australien, Japan, Korea und Singapur.

Die Auswertung basiert auf dem jährlichen „Total Return“ aller erfassten Immobilienarten von 2013 bis 2022. In der Berechnung der unterschiedlich zusammengestellten Portfolios flossen die Länder bzw. Regionen mit gleichem Gewicht ein. Der Ertrag ist vor Abzug von Steuern, Gebühren etc. Historische Entwicklungen sind kein Garant für zukünftige Entwicklungen.

Quelle: Helaba Invest, MSCI; Stand: Juni 2023







**Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM**  
 Abteilungsleiter  
 Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

### Bundesanleihen und Covered Bonds interessant

Nachdem die großen Notenbanken allmählich am Zinsgipfel angekommen sind, haben wir unsere strategische Empfehlung für 10-jährige Bunds auf „Übergewichten“ geändert. Wir erwarten 10-jährige Bundrenditen mittelfristig eher am unteren Ende der diesjährigen Seitwärtsphase Richtung 2,0%. Die deutsche Zinskurve (10y – 2y), die im Juni neue Rekordstände der Inversion anzeigte, erachten wir weiterhin als sehr gute Investitionschance für einen „Curve Steeper“. Im EUR-Staatenbereich (inkl. Italien) allokieren wir neutral gegenüber Bunds. Covered Bonds, insbesondere im kurzen Laufzeitbereich, präferieren wir im Rentenuniversum weiterhin aufgrund eines überdurchschnittlichen Total Return-Potenzials bei insgesamt hervorragender Bonität.

### Carry-Argument gilt im Credit-Segment weiterhin

Im Credit-Segment haben wir die Ereignisse rund um die Silicon Valley Bank und Credit Suisse, die zu einer vorübergehenden Spreadausweitung geführt haben, genutzt, um unseren strategischen Ausblick sowohl für Corporates Investment Grade als auch Emerging Markets-Anleihen (Staaten und Unternehmen) anzuhäben. Für die zweite Jahreshälfte gilt das Carry-Argument weiterhin, auch wenn es mit Blick auf schwelende Risiken nochmal zu Spreadausweitungen kommen kann.

### Aktien mit Korrekturpotenzial in zweiter Jahreshälfte

Die starke Performance bei den Aktienmärkten seit Jahresanfang sowie die zu erwartenden Konjunktur- und Liquiditätsprobleme in der zweiten Jahreshälfte 2023 sind der Hauptgrund, warum wir bei den Aktienmärkten strategisch nach wie vor neutral allokieren. Für die noch vorhandenen Risiken scheint uns der Markt zu weit gelaufen zu sein. Im weiteren Jahresverlauf dürfte

#### Strategisches Bild

	--	-	#	+	++
<b>Renten</b>					
Deutschland (10J Bund)				█	█
Eurozone Staatsanleihen (Index vs. Bunds)				█	█
Int. EUR Covered Bonds (1-10J vs. Bunds)				█	█
U.S. Staatsanleihen (10J T-Note vs. Bunds)				█	█
<b>Credit</b>					
IG EUR (Index OAS)				█	█
HY EUR (Index OAS)				█	█
EM (je 50% EUR / 50% USD Index vs. Staat)				█	█
EM Corporates (CEMBI Broad Div. OAS)				█	█
<b>Aktien</b>					
Welt (MSCI World)				█	█
Euroland (EuroStoxx 50)				█	█
USA (S&P 500)				█	█
EM (MSCI EM)				█	█
<b>Währungen</b>					
EUR vs. USD				█	█

#### Strategisches Bild - Illiquide Europa

	--	-	#	+	++
<b>Immobilien</b>					
Büro				█	█
Logistik				█	█
Wohnen				█	█
Einzelhandel				█	█

eine defensivere Ausrichtung angemessen sein, auch wenn die Aufholjagd nach der schlechten Performance im Jahr 2022 erstmal weitergehen könnte. Das richtige Timing wird im weiteren Jahresverlauf entscheidend sein.

### Multi Asset bevorzugt zinstragende Anlageklassen

Im Multi Asset-Kontext sehen wir die zinstragenden Anlageklassen Renten und Credit im Vorteil, wobei kurze Laufzeiten bevorzugt werden. Bei Aktien ist noch Vorsicht geboten. Der Euro sollte im Jahresverlauf gegenüber dem US-Dollar aufwerten, allerdings erst nach Rücksetzern Richtung Parität.

### Infrastruktur bleibt Investors „Darling“

Die globalen Immobilienmärkte stehen weiter unter Abwärtsdruck, da die gestiegenen Zinsen für Fremdkapital eine Neujustierung des Preisniveaus notwendig gemacht haben. Demgegenüber stehen robuste Mieteinnahmen und eine gesunde Nachfrage insbesondere nach Logistik- und Wohnimmobilien. Trotz des fehlenden Rückenwinds von der Finanzierungseite ist die Nachfrage nach Infrastruktur hingegen sehr hoch. Gründe sind das zunehmende Nachhaltigkeitsbewusstsein von Unternehmen und Anlegern. Hinzu kommen der massive Investitionsbedarf zum Erhalt und Aufbau von Infrastruktur sowie vergleichsweise höhere Renditen.

### Risiken nicht zu unterschätzen

Die Risiken für unseren Ausblick sehen wir bei einer sich verschärfenden Geopolitik und einer Baukrise durch Auftrags- und Personalmangel. Hinzu kommen die Risikofaktoren Finanzmarktstabilität (durch die restriktive Notenbankpolitik oder weiterer Probleme im US-Bankensektor) sowie eine mögliche Preis-Lohn-Spirale (dauerhaft hohe Kerninflation). ■

Juni 2023	Zielkorridor (Jahresende)
2,50%	2,40% bis 2,60%
70 bp	65 bp - 75 bp
92,5 bp	55 bp - 65 bp
120 bp	110 bp - 130 bp
145 bp	120 bp - 140 bp
430 bp	420 bp - 450 bp
360 bp	350 bp - 370 bp
360 bp	330 bp - 350 bp
2.950	2.850 - 3.100
4.350	4.200 - 4.550
4.450	4.300 - 4.550
1.025	975 - 1.050
1,09	1,07 - 1,12

	--	-	#	+	++
<b>Infrastruktur</b>					
Energie				█	█
Versorgung				█	█
Kommunikation				█	█
Transport				█	█

Quelle: Helaba Invest, MSCI; Stand: Juni 2023







02

# Meinungen

Sonderthemen





**Jörg Bartenstein**  
Senior Fondsmanager  
Kapitalmarktresearch

## Kommt nach dem Zinsgipfel bald der Zinsrutsch?

Die US-Notenbank Fed und die EZB kommen mit ihren Zinsanhebungen wohl bald an ihren jeweiligen Zinsgipfel. Im Geldmarkt werden schon kurz nach Erreichen des Gipfels Zinssenkungen eingepreist. Die Frage, die sich den Marktteilnehmern aufdrängt: Ist das gerechtfertigt oder bleiben wir nicht doch längere Zeit auf einem Zinsplateau? Um dies beurteilen zu können, lohnt sich ein Blick auf die historische Entwicklung der Zinspolitik.

### Historische Entwicklung der Zinspolitik

Mit dem Ende des Systems fester Wechselkurse („Bretton Woods“) mussten die Notenbanken eine neue Politik entwickeln. Die ersten zehn Jahre fiel ihnen das offenbar schwer. Mit den Ölpreisschocks Ende der 1970er und zu Beginn der 1980er Jahre prägte Fed-Gouverneur Paul Volcker die Notenbankpolitik – das Primat der Inflationsbekämpfung wurde eingeführt. Eine zu hohe Inflation oder Inflationsgefahr wurde mit höheren Zentralbankzinsen eingedämmt, zum Teil begleitet durch eine monetaristisch geprägte Geldmengensteuerung. Eine explizite Kommunikation der Zinsentscheidungen fand kaum statt. In Deutschland schaute man in den Monatsbericht der Bundesbank und suchte nach hilfreichen Kommentaren zur Entwicklung der Geldmenge M3. In den 1990er Jahren startete in Europa der Prozess der Euro-Konvergenz. Peu à peu wurden die nationalen Notenbanken weniger wichtig. Im Jahr 1998 wurde dann die EZB gegründet und übernahm die geldpolitische Steuerung, mit Pressemitteilungen und Pressekonferenzen nach jedem Zinsentscheid. Erst ab 2011 hat dann auch die Fed Pressekonferenzen eingeführt, um ihre Zinspolitik besser erklären zu können.

Das Analyseinstrumentarium der Zentralbanken hat sich im Zeitverlauf ebenfalls stark verändert. Immer mehr neue Daten wurden erschlossen. Seien es Umfragen im Kapitalmarktumfeld, bei kreditgebenden Banken oder beim Verbraucher. Auch Inflationserwartungen, abgeleitet aus langfristigen Kapitalmarktdaten, und Umfragen bei Verbrauchern ergänzen jetzt den von den Notenbanken betrachteten Datenkranz. Heerscharen von Researchern und aus-

gefeilte Steuerungskonzepte der Notenbanken waren in diesem Jahrtausend bislang jedoch noch nicht prägend für die Zinspolitik, vielmehr stand das Krisenmanagement im Vordergrund. Noch stärker als die EZB war die Fed gefordert (vgl. Abbildung 1).

Die Stabilisierung des Finanzsystems und der Kapitalmärkte standen bei den letzten großen Zinssenkungen immer im Vordergrund. Die Angst beim Platzen der DotCom-Blase zu Anfang des Jahrtausends wurde noch durch „9/11“ im Jahr 2001 verstärkt, so dass die Fed mit 50 Bp-Schritten die Zinsen senkte. Direkt im Anschluss an die Pleite von Lehman Brothers senkte die Fed auf einer außerordentlichen Sitzung die Zinsen zur Stabilisierung von Banken und Kapitalmarkt. Später führte die Fed erstmals ein Programm der quantitativen Lockerung ein, in dem die Notenbank Wertpapiere ankauft und so Liquidität in die Märkte gab. Erst im Jahr 2015 konnte dann die Fed die Zinsen wieder anheben. Im Jahr 2019 begannen die Zinssenkungen. Als Begründung wurden erhöhte Unsicherheiten (u.a. Trumps Handelskrieg mit China) und zu niedrige Inflationserwartungen genannt. Mit dem Aufkommen der Corona-Krise wurden die Zinsen letztmals deutlich gesenkt, um günstige Kredite bereitzustellen. In Europa ließ im Anschluss an die Finanzmarktcrise die Euroschuldenkrise Politik, Notenbank und die Kapitalmärkten keine Ruhe. Mit einer Vielzahl außergewöhnlicher Maßnahmen konnte die Krise eingedämmt werden, nicht zuletzt durch die Rede des EZB-Präsidenten Draghi, der damals mit dem berühmten „Whatever it takes“ zur Beruhigung beitrug. Im Trend sanken die Notenbankzinsen – auch weil die Inflation niedrig geblieben war. Man konnte sich Zinssenkungen leisten.

### USA - Fed Zinsänderungen, Inflation und Volatilität

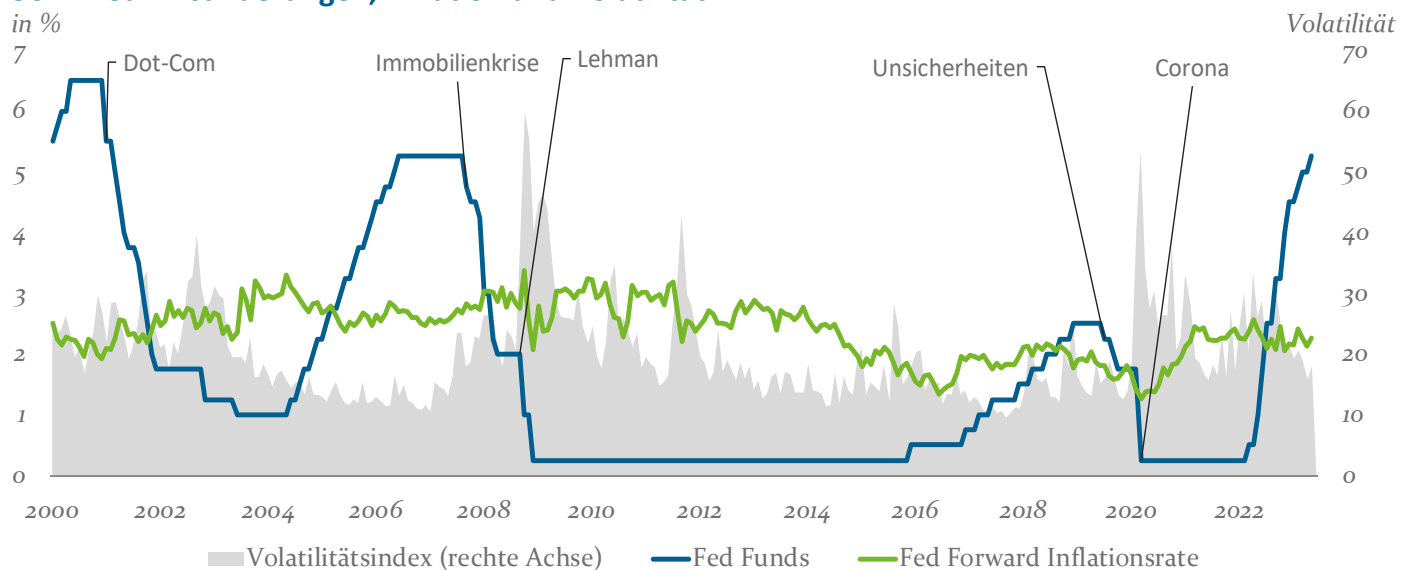


Abbildung 1: Krisenmanagement der Fed; Quelle: Fed, BLS, BOE, Bloomberg; Stand: Juni 2023

Schaut man auf das Zinsplateau nach Zinserhöhungen im übergeordneten Zinssenkungstrend der Notenbanken nach den Ölkrisen, so kann man feststellen, dass dieses Plateau – speziell nach dynamischen Zinserhöhungen – nicht sehr lange angehalten hat. Im Schnitt, bis auf wenige Ausnahmen, max. ein halbes Jahr (vgl. Abbildung 2).

Spätestens mit dem Kriegsbeginn in der Ukraine im Februar 2022 mussten die Notenbanken ihren übergeordneten Kurs ändern. Die Fed hatte zu diesem Zeitpunkt schon mit einer zu hohen Inflation zu kämpfen. Die US-Präsidenten Trump und Biden haben die privaten Haushalte mit Sonderzahlungen überschüttet. Da während der Corona-Pandemie die Dienstleistungen geschlossen waren, floss überproportional viel Geld in den Güterkonsum. Die hohe Nachfrage in den USA führte zu hohen Preisen und auch zu Verspannungen in den globalen Lieferketten. Das wirkte sich bis nach Europa aus. Im Zuge des Krieges zogen in Europa die Energiepreise extrem an. Russland als großer Lieferant von Rohöl, Diesel und Erdgas fiel quasi über Nacht weitgehend aus. Die Substitution kostete Geld – Treibstoff für die Inflation. Fed und EZB waren zum Handeln gezwungen. Ein Gesundbeten als vorübergehendes Phänomen war nicht mehr möglich, man stieg in einen neuen, im historischen Vergleich auch sehr dynamischen Zinserhöhungszyklus ein, der mittlerweile schon über ein Jahr anhält (vgl. Abbildung 3, Beispiel Fed). Wie es nun scheint, stehen wir kurz vor dem Zinsgipfel. Die Inflationsraten sinken, wenn auch nur langsam, und die Fed hat in ihrem Juni-Meeting die Leitzinsen das erste Mal seit 15 Monaten konstant belassen. Die Auswirkungen der Zinserhöhungen möchte man wohl nun erstmal abwarten.

### Ziele der Notenbanken

Fed und EZB verfolgen Inflationsziele, die bei durchschnittlich 2% liegen sollen. Während die EZB nur dieses makroökonomische Kernziel verfolgt, ist es bei der Fed neben der Inflation auch der Zustand des Arbeitsmarktes. Die EZB hat somit explizit kein Ziel, dass sich an der Konjunktur ausrichtet. Indirekt haben die Notenbanken über ihre Aufgabe, die Finanzmarktstabilität sicherzustellen, immer eine Art Joker, um jederzeit Sondermaßnahmen zu ergreifen. Auch unterscheiden sich die Inflationsraten, die beobachtet

werden. Bei der EZB ist es die Gesamtinflationsrate in der Eurozone und bei der Fed ist es eine Kerninflationsrate (PCE-Core). So werden in den USA die volatilen Preiskomponenten Energie und Nahrungsmittel ausgeklammert (vgl. Abbildung 4).

Noch ist man weit davon entfernt zu sagen, die Notenbanken seien nah genug an den gesetzten Inflationszielen dran, um den Zinssenkungstrend beginnen zu können. Beide Notenbanken sind auch noch im Prozess des kontrollierten Bilanzabbaus. In den Krisenzeiten haben Fed und EZB Anleihen an den Kapitalmärkten gekauft und so Liquidität in die Märkte gegeben. Die Fed baut ihr Portfolio von Staatsanleihen und MBS monatlich um bis zu 95 Mrd. USD durch Endfälligkeiten ab. Die EZB lässt Anleihen, die sie im Rückkaufprogramm „APP“ erworben hat, um ca. 25 Mrd. Euro monatlich endfällig werden und legt diese Beträge nicht wieder an. Da insbesondere die Staaten ihre Verschuldung sogar ausweiten, fehlt ein Großanleger, der ihnen die Anleihen abnimmt. Das übt indirekt Aufwärtsdruck auf die Renditen aus. Zumindest theoretisch sollten die Notenbanken vor einer Zinswende das Ende des Bilanzabbaus ankündigen. Bislang hat die Fed einmal versucht, ihre Bilanz zu schrumpfen. Im Jahr 2019 wurde dieser Prozess vorzeitig eingestellt, als es zu Verspannungen am US-Geldmarkt kam.

### Die Zinslast auf der Konjunktur

Höhere Zinsen belasten die wirtschaftliche Entwicklung insbesondere über eine sinkende Kreditnachfrage. Wenn Investitionen unterbleiben oder der Immobilienmarkt schwächelt, weil die Kreditzinsen zu hoch sind, dann bremst das die Inflation. Es kann dann aber auch schnell zu einer Rezession führen. In den letzten zwölf Monaten haben Fed und EZB, zum Teil mit großen Schritten, die Zinsen angehoben. In den Umfragen zur zukünftigen Kreditnachfrage zeigen sich jetzt deutliche Bremsspurten. Die Kreditnachfrage im Unternehmens- und Haushaltsbereich sollte sich in den nächsten Quartalen deutlich rückläufig entwickeln.

In den USA sind lange Zeitreihen vorhanden, so dass man sich die konjunkturelle Lage vor den ersten Zinssenkungen über einen längeren Zeitraum ansehen kann (vgl. Tabelle 1).

### Notenbanken - Länge Zinsgipfel in Monaten

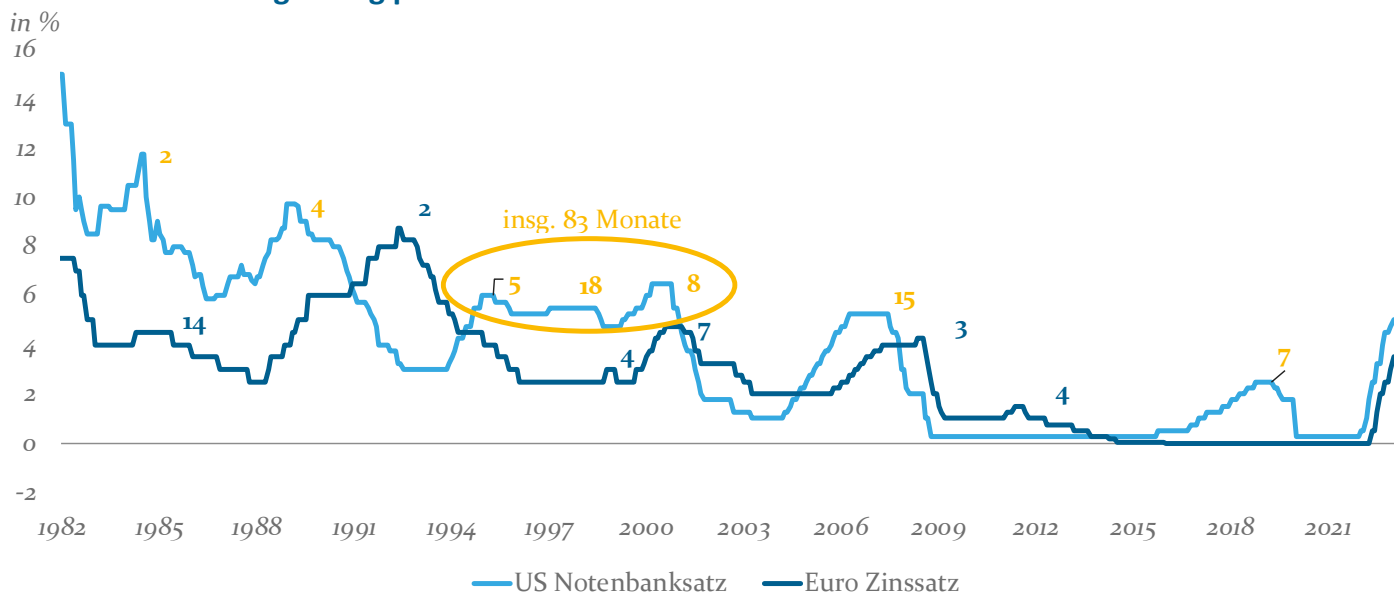


Abbildung 2: Langfristige Entwicklung der Notenbankzinsen; Quelle: EZB, Bundesbank, Fed, Bloomberg; Stand: Juni 2023





## Fed - Geschwindigkeit der Zinsanhebungen (Monate seit erster Anhebung)

Zinsanhebungen

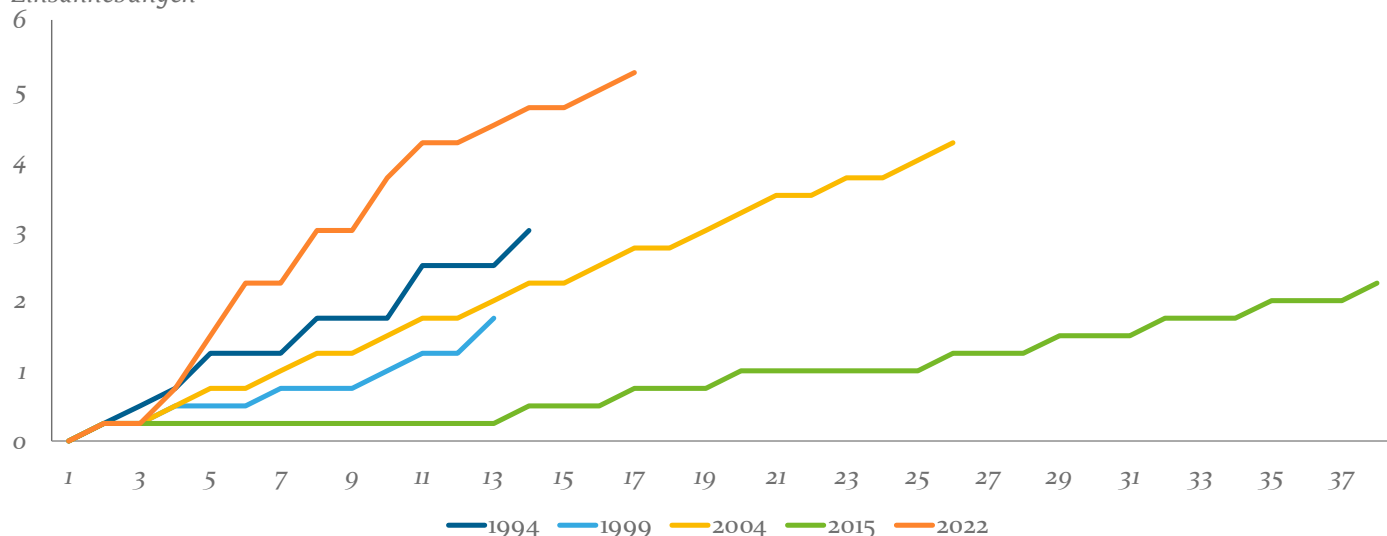


Abbildung 3: Zinserhöhungszyklen der Fed; Quelle: Bloomberg; Stand: Juni 2023

Einige Konjunkturindikatoren sind aktuell doch recht schwach. Wirtschaftsumfragen, wie Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe, oder auch die Industrieproduktion weisen für die USA und insbesondere in Europa auf eine deutliche Konjunkturabschwächung hin. Dies sind Anzeichen, dass die getätigten Zinserhöhungen bereits ihre Wirkung entfalten. Der Arbeitsmarkt, auch bedingt durch die Demographie, ist hingegen in einer sehr starken Verfassung. Mit Blick auf den Arbeitsmarkt besteht für die Fed demnach keinerlei Handlungsnotwendigkeit. Auch in Europa bereitet der Arbeitsmarkt keine Sorgen, die Anzahl der Beschäftigten steigt sogar weiter.

Beide Notenbanken sehen sich derzeit in einem Spagat. Wann ist die Inflationsbekämpfung erfolgreich genug, dass man die Wirtschaft wieder stimulieren kann?! Derzeit hoffen viele Finanzmarktteilnehmer, dass den Notenbanken ein konjunkturelles „Soft Landing“ gelingt. Die Wirtschaft kühlt genügend ab, damit

die Inflation zurückgeht, eine ausgeprägte Rezession aber vermieden wird. In den USA ist dies Greenspan in der Mitte der 1990er Jahren gelungen. Ein „Hard Landing“, d.h. eine starke Rezession, war jedoch häufiger nach einer Serie von Zinserhöhungen zu beobachten. Auch wenn die Fed im Juni eine Zinserhöhungspause eingelegt hat, scheint der Handlungsdruck für eine kurzfristige Konjunkturstimulierung nicht groß genug zu sein, dass man zügig den Hebel auf Senkungen umstellen mag. Zumal der Bilanzabbau mit kräftigen 95 Mrd. USD pro Monat voranschreitet. Noch hat man die Hoffnung auf ein Soft-Landing der Wirtschaft nicht aufgegeben. Bei der EZB steht zumindest im Juli noch eine Zinserhöhung an. Ihr Programm zum Bilanzabbau ist in den nächsten Monaten deutlich kleiner als das der Fed. Man darf aber nicht übersehen, dass die Konjunktursorgen in Europa noch deutlich größer sind als in den USA und somit steigt auch der Druck auf die EZB, die Zinsen wieder zu senken.

## Inflationsziele der Notenbanken im Vergleich

in %

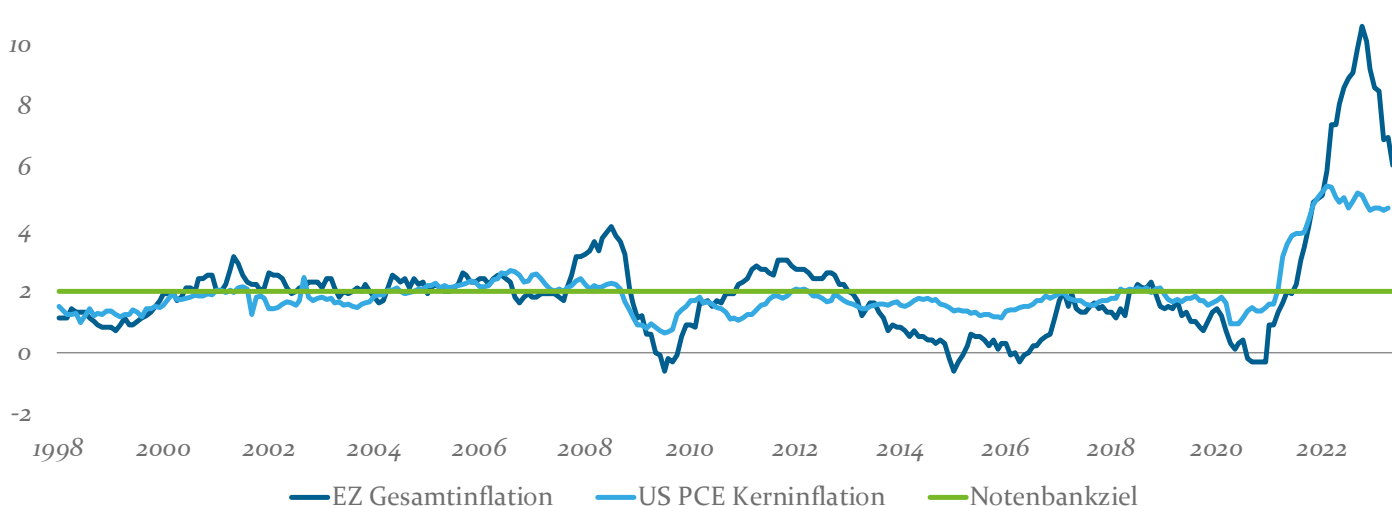


Abbildung 4: Inflationsraten Eurozone und USA vs. Notenbankziel; Quelle: Eurostat, BLS, Fed, Bloomberg; Stand: Juni 2023



Monat	Industrie- produktion (geg. Vj)	Umfrage Verbreitendes Gewerbe	Leading Indicator	Arbeits- losenquote	Renditestruk- turkurve (10 J - 2 J)	Kern- inflation
Sep 1985	0,85	49,9	5,0	7,1	142,2	4,0
Jun 1998	6,07	48,9	4,5	4,5	-1,2	2,2
Nov 2000	2,05	48,5	-0,7	3,9	-13,6	2,6
Jul 2007	2,55	51,8	-1,4	4,7	22,2	2,2
Dez 2018	2,45	54,9	4,6	3,9	19,2	2,2
Mai 2023	0,23	46,9	-8,0	3,7	-98,8	5,3

Tabella 1: USA - Wirtschaftsindikatoren kurz vor einer Zinssenkung, bzw. aktuell  
Quelle: BEA, BLS, ISM, Conference Board, Bloomberg; Stand: Juni 2023

orange=schwache Daten, blau=starke Daten

### Bedingungen für die Zinswende

Beide Notenbanken dürften die Zinsen bereits senken, bevor ihr Inflationsziel erreicht ist. So weisen beide darauf hin, dass auch ein deutliches Unterschneiden der Inflationsrate ungünstig sei. Man sollte also nicht die Inflation zu stark einbremsen, damit man das Ziel auch sicher erreicht. Entwickelt sich die Inflation klar in die richtige Richtung und liegen dann die Inflationserwartungen nahe dem 2%-Ziel, dürften EZB und Fed schon bei berichteten Inflationsraten von knapp unter 3% die Zügel wieder lockern.

Die Fed und die EZB dürften aller Voraussicht nach in diesem Jahr noch nicht wieder die Zinsen senken - außer es gibt eine Krise. Es dürfte sich ein Zinsplateau ausbilden, das wohl ein gutes halbes Jahr Bestand hat. Erst um die Jahreswende sollte sich die euro-

päische Inflationsrate in der Nähe von 3% bewegen, so dass sich erste Handlungsspielräume für die Notenbanken ergeben könnten. Nach verbaler Vorbereitung durch die Direktoriumsmitglieder dürfte die EZB die Zinswende im Frühjahr nächsten Jahres einleiten. Das Timing für die Fed könnte ähnlich ausfallen, wobei sie wohl etwas früher am Zug sein könnte. Bei beiden Notenbanken erwarten wir darüber hinaus, dass der Bilanzabbau mit der ersten Zinssenkung eingestellt wird. Ein Zinsplateau von rund sechs Monaten steht uns wohl bevor. Da die Kapitalmärkte jedoch immer versuchen, die Schritte der Notenbanken zu antizipieren, werden die im Jahr 2024 anstehenden Zinssenkungen wohl bald vorweggenommen sein. ■







**Reinhold Möllmann**  
Leiter Gesamtbanksteuerung  
Kreissparkasse Steinfurt



**Dr. Christian Schwarz**  
Abteilungsleiter  
Asset Management Multi Asset & Overlay

## Erfolgsfaktoren in verschachtelten Krisenzeiten

Das Jahr 2022 war für viele institutionelle Anleger nicht nur ein echter Stresstest ihrer Strategischen Asset Allokation (SAA), sondern auch der Wertuntergrenzen und somit der Risikobudgets bzw. Risikotoleranzen. Im Interview geht Reinhold Möllmann, Leiter Gesamtbanksteuerung der Kreissparkasse Steinfurt, auf die Herausforderungen der letzten Kapitalmarktkrisen ein und erläutert die für ihn wesentlichen Erfolgsfaktoren für einen langfristigen Anlageerfolg.

### Herr Möllmann, was waren aus Ihrer Sicht die wichtigsten „Erfolgsfaktoren“ in der Kapitalanlage und der Banksteuerung, um die beiden letzten Krisen bzw. schwarzen Schwäne in den Jahren 2020 und 2022 zu meistern?

In diesen sehr volatilen Phasen ist es m. E. ausgesprochen wichtig, eine übersichtliche Strukturierung der Eigenanlagen zu haben. Die ideale Basis hierfür ist eine klare Asset Allokation. Hierzu gehört auch, dass sich die Asset Allokation auf die wesentlichen Assetklassen konzentriert, um sich nicht mit „homöopathischen“ Dosierungen in einzelnen Assets zu verzetteln. Dies würde auch eine zielgerichtete Steuerung erschweren.

### Mit Blick auf das Jahr 2022 - was waren für Sie die größten Herausforderungen dieses besonderen Jahres?

Das Jahr 2022 war von ausgesprochen vielschichtigen Herausforderungen geprägt. Diese können vielfach auf die Zinswende - getrieben durch die Inflation - zurückgeführt werden. Grundsätzlich ist ein Zinsanstieg für die Ertragslage der Sparkassen ausgesprochen gut. Allerdings hat dieser schnelle Zinsanstieg- + 300 BP- und die ausgeprägte Inversität zu erheblichen Verwerfungen in der Ertragsrechnung geführt. Gleichzeitig war auch die Entwicklung an den Aktienmärkten recht volatil. Je nach Struktur der Eigenanlagen und der Positionierung im Zinsänderungsrisiko hat diese Entwicklung zu erheblichen Abschreibungen auf den eigenen Wertpapieren geführt. In dieser Phase war es wichtig, Verkäufe zu vermeiden, um an späteren Werterholungen wieder partizipieren zu können. Gleichzeitig wurden Kundeneinlagen wieder attraktiv. Die richtige Positionierung ist hier für die Sparkasse ausgesprochen wichtig.

### Welche Konsequenzen haben sich aus Ihrer Sicht aus der Zinswende im Hinblick auf die Asset Allokation in der Kapitalanlage ergeben?

Durch die Zinswende hat sich die relative Attraktivität der einzelnen Assetklassen untereinander deutlich verschoben. Allein aus diesem Grunde ist eine Überprüfung der aktuellen Eigenanlagenstruktur geboten. In der Niedrig-/Negativzinsphase wurden tendenziell illiquide Assetklassen bzw. in Teilen auch Aktien bevorzugt. Diese Assetklassen haben auch heute noch einen hohen Stellenwert in einer ausgewogenen Asset Allokation. Da es aber bei Rentenanlagen mittlerweile wieder positive Kupons gibt, ist hier die Attraktivität deutlich gestiegen.

Weiterhin ist es erforderlich, neben den klassischen auch neue Assetklassen hinsichtlich ihrer Eignung als Anlagen für Sparkassen in den Fokus zu nehmen. Hier ist als jüngeres Beispiel die Assetklasse „Infrastruktur“ zu nennen.

Aufgrund der Erfahrungen im Jahr 2022 ist in der Asset Allokation ein besonderes Augenmerk auf die Durationssteuerung zu legen bzw. die Durationssteuerung mit der Steuerung des Zinsänderungsrisikos für das Gesamtinstitut zu harmonisieren.

### Welchen Beitrag hat in diesem Umfeld die Strukturierung der Assetklassen und Mandate geleistet?

Trotz der hohen Inflationsraten und der damit einhergehenden Zinsanpassungen der Notenbanken hat sich unser Aktiensegment als äußerst widerstandsfähig und robust erwiesen. Während viele Anlageklassen hohe Verluste hinnehmen mussten, mussten wir lediglich einen überschaubaren Verlust von ca. 5% verkraften. Damit fiel der Verlust deutlich geringer aus als der des währungsgesicherten globalen Aktienmarktes oder der einer 10-jährigen deutschen Staatsanleihe. Beide haben im Jahr 2022 einen Verlust von über 18% erlitten. Dies verdeutlicht die Stärke unserer defensiven Aktienstrategie und bestätigt den Mehrwert der getroffenen Anlageentscheidungen. Die Fokussierung auf dividendenstarke Aktien hat dabei sehr gut als eine Art „Inflationsschutz“ fungiert und mit zum Erfolg beigetragen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte die Ausschüttungsquote des Aktienportfolios von rund 3,5% erzielt werden. Insgesamt passen die Investmentstile Low Risk und High Dividend daher optimal zu den Anlagezielen unserer Sparkasse, da sie sowohl Stabilität als auch attraktive ordentliche Erträge bieten.

### Was waren für Sie im Kern die Mehrwerte, die das Konstrukt „Masterfonds mit Risiko-Overlay“ in dieser Zeit geleistet haben?

Wir haben das Overlay im Jahr 2018 mit der Auflegung des Masterfonds installiert. Im Masterfonds sind die strategischen (risikoreicheren) Assetklassen gebündelt. Ziel war es, bei diesen Anlagen einen Schutzschirm zu installieren, der in Stressphasen das Verlustrisiko reduziert. In den Stressphasen Frühjahr 2020 und 2022 hat das Overlay bewiesen, dass damit das Ziel der Verlustreduzierung auch erreicht wurde. Nach der ersten Stress-Situation im Jahr 2020 wurde aufgrund der hier gesammelten Erfahrungen das Overlay modifiziert. Festzuhalten ist hier, dass das Overlay individuell auf die Bedürfnisse der Sparkasse angepasst werden muss.

### Welchen Mehrwert bietet ein Risiko-Overlay bei der Herleitung der strategischen Asset Allokation?

In der jüngsten Vergangenheit lagen die Stress-Situationen relativ nahe beieinander, mit der Folge, dass die Sicherung zweimal aktiviert wurde. Davor gab es aber lange Phasen, in denen die Kapitalmärkte relativ stabil waren. Mit Hilfe eines funktionierenden Overlays kann die Asset Allokation auf der Basis des Szenarios „Risikofall“ ausgerichtet werden. Ohne Overlay ist bei der Asset Allokation immer auch die Auswirkung eines Stressfalles mit zu berücksichtigen. Daraus folgt, dass ohne Overlay der Anteil der er-

tragreicheren Anlagen (i. d. R. auch risikoreicheren) geringer ausfallen muss. Im Ergebnis führt dies dazu, dass die ordentlichen Erträge auch geringer sind.

Ein weiterer wesentlicher Vorteil ist, dass die Steuerung des Risikos über den Einsatz von Derivaten erfolgt. Das bedeutet, dass das physische Investment weiterhin bestehen bleibt. Die hohe Liquidität der Derivate ermöglicht hier ein sehr schnelles und flexibles Handeln.

Eine weitere Erfahrung aus der Stressphase 2020 war, dass das Overlay so konstruiert sein sollte, dass in Phasen der Markterholung automatisch ein Wiedereinstieg in den Markt erfolgt. Durch die Festlegung eines Basisinvestitionsvolumen hat dies im Jahr 2022 funktioniert.

### Was sind aus Ihrer Sicht die zentralen Veränderungen und Konsequenzen, die sich aus der Umsetzung der neuen Gesamtbanksteuerung ergeben?

Mit dem Umstieg auf die ökonomische Perspektive rückt das „Refinanzierungskostenrisiko“ (RKR) deutlich in den Fokus. In der periodischen RTF war das „Liquiditätskostenrisiko“ ein unwesentliches Risiko. In der ökonomischen Perspektive wird das RKR zu einem wesentlichen Risiko. Hieraus folgt, dass die Steuerung des Liquiditätsrisikos in Zukunft die gleiche Bedeutung haben wird wie das Zinsänderungsrisiko. Je nach Ausprägung des Risikos sind auch Zuschläge auf das erforderliche Eigenkapital möglich.

Aus der Umsetzung der neuen Banksteuerung können aber auch noch weitere Implikationen resultieren. Hier ist zu beachten, dass (noch nicht) alle gebräuchlichen Produkte implementiert sind. Bei einer Neuausrichtung der Asset Allokation ist somit zu prüfen, ob die geplanten Produkte in der Anwendung umgesetzt sind und auch mit entsprechenden Marktdaten versorgt werden. Wenn dies nicht der Fall ist, ist entweder ein Workaround oder eine Bewertung außerhalb der zentralen Anwendung erforderlich.

### Inwiefern spielt die Risikotragfähigkeit (RTF) bereits in der Allokation eine Rolle?

Der Wechsel von der periodischen Risikotragfähigkeit auf die ökonomische Perspektive hat auch Implikationen auf die Asset Allokation. Je nach institutsindividueller Situation ist eine Anpassung der Asset Allokation erforderlich. Die Umstellung von der „Historischen Simulation“ auf den „Varianz-Kovarianz-Ansatz“ in Verbindung mit dem erhöhten Konfidenzniveau von 99,9% hat erheb-

liche Auswirkungen auf den Risikobeitrag einzelner Assetklassen und damit auf die Attraktivität des Assets. Allerdings sind hier immer auch die Auswirkungen auf die „Normative Perspektive“ zu berücksichtigen. Sofern die Überprüfung der Asset Allokation zu einer Erhöhung des Risikobeitrages führt, muss dieser auch in der „Normativen Perspektive“ im adversen Szenario darstellbar sein. Um dies zu erreichen, kommt dann wieder das Overlay zur Anwendung.

”  
*Im Masterfonds sind die strategischen (risikoreicheren) Assetklassen gebündelt. Ziel war es, bei diesen Anlagen einen Schutzschirm zu installieren, der in Stressphasen das Verlustrisiko reduziert.*



### Welche Implikationen ergeben sich für die Sparkasse somit aus dem regulatorischen Rahmen für die Kapitalanlage?

Das Eigenkapital ist m. E. künftig der Engpassfaktor. Daher bekommt die Bewirtschaftung des Eigenkapitals / RWA-Steuerung einen deutlich höheren Stellenwert als in der Vergangenheit. Die aufsichtsrechtlichen Anforderungen sind in der jüngsten Vergangenheit schon deutlich gestiegen bzw. werden in den nächsten Jahren noch weiter steigen.

Nachstehende Kennzahlen führen zu einer guten Transparenz hinsichtlich der Attraktivität einzelner Assetklassen / Geschäftsfelder:

#### Return on RWA (RoRWA)

In dieser relativ einfachen Kennzahl wird die erwartete Rendite ins Verhältnis zur gebundenen RWA gesetzt.

Diese Kennzahl kann sowohl für das Eigen- als auch für das Kundengeschäft verwendet werden, um damit eine direkte Vergleichbarkeit Eigen- zu Kundengeschäft herzustellen. Im Kundengeschäft kann sie auch zur Überprüfung der Margen verwendet werden bzw. gibt Auskunft darüber, ob das gebundene Eigenkapital ausreichend verzinst wird.

#### Return on invested Capital

Der Unterschied zur Kennzahl RoRWA besteht darin, dass hier die Rendite ins Verhältnis zum gebundenen Eigenkapital zuzüglich des aus der Position resultierenden Risikos gesetzt wird. Dies führt zu einer besseren Vergleichbarkeit der einzelnen Assetklassen untereinander.

### Welche Faktoren werden aus Ihrer Sicht nach vorne blickend entscheidend sein für eine erfolgreiche Banksteuerung und Kapitalanlage?

Im aktuellen Umfeld ist die Überprüfung der Asset Allokation in Verbindung mit der Positionierung beim Zinsänderungs- und Liquiditätsrisiko dringend zu empfehlen.





**Die künftigen Erfolgsfaktoren würde ich heute so skizzieren:**

- / Sicherstellen einer angemessenen Verzinsung des investierten/ gebunden Eigenkapitals = umfassende Bewirtschaftung des Eigenkapitals / der RWA-Steuerung
- / Klare Strukturen in der Asset Allokation (Trennung in „für den Geschäftsbetrieb erforderliche Anlagen“ und „strategische Anlagen“)
- / (Breite) Diversifikation in der Asset Allokation aber keine homöopathischen Dosierungen – entsprechend der Größe des Hauses sollten „Mindestgrößen“ für Assetklassen definiert werden. Die „dreiundzwanzigste“ Assetklasse führt nur noch zu einem geringen Diversifizierungseffekt.
- / Bei Investitionen in volatilen Assetklassen sollten diese mit einem Sicherungsnetz versehen werden >>> Overlay Management.

- / Zur Sicherung einer ausreichenden Eigenkapitaldotierung ist es sinnvoll, grundsätzlich den Risikofall in den Fokus zu nehmen. Dieses Investment sollte aber auf keinen Fall ohne ein wirksames Overlay erfolgen, damit es in Stressphasen nicht zu bösen Überraschungen kommt.
- / Bei allen Überlegungen ist das Thema „Nachhaltigkeit“ mit zu berücksichtigen.

**Herr Möllmann, vielen Dank für das Gespräch.**

Das Interview führte Dr. Christian Schwarz, Abteilungsleiter Multi Asset und Overlay ■





**Max-Fabian Glöckner**  
Produktmanager Alternatives  
Strategisches Vertriebs- und  
Produktmanagement



**Corinna Haas**  
Investment Manager  
Transactions & Strategy Real Assets

Die Abkühlung der Immobilienmärkte in der Asien-Pazifik-Region im vergangenen Jahr und die Neujustierung der Preise eröffnen interessante Ankaufsoportunitäten. Unterschiedliche Treiber, rechtliche Rahmenbedingungen und Marktgegebenheiten bestimmen die weiteren Entwicklungen in den jeweiligen Zielmärkten. Dies ermöglicht die Umsetzung eines breiten Spektrums verschiedener Investitionsstrategien.

## Darum in die Asien-Pazifik-Region investieren

Die Märkte der äußerst heterogenen Asien-Pazifik-Region bieten unterschiedliche Investitionschancen, jedoch lassen sich grundsätzliche Trends in der Region erkennen. Vor allem die fundamentalen Marktdaten sprechen für eine positive, zukünftige Entwicklung in der Region. Insbesondere das Wirtschaftswachstum, der zunehmende Wohlstand, das Marktwachstum, die Urbanisierung und die Demographie sind hier als wesentliche Faktoren zu nennen.

### Wirtschaftswachstum

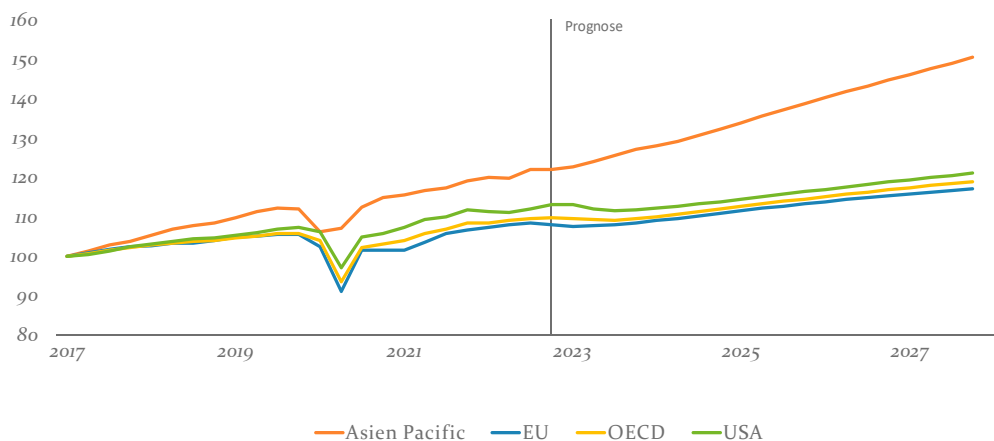
Die Asien-Pazifik-Region ist aktuell und wird auch in Zukunft der Wachstumsmotor der Weltwirtschaft sein. Im Jahr 2022 umfasste die Region 34% des globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP). Der Anteil soll sogar in nur 5 Jahren um 4%-Punkte bis 2027 zunehmen. Im gleichen Zeitraum sinkt im Vergleich der globale BIP-Beitrag der USA von 25% auf 22% (vgl. Abbildung 1). Dies bedeutet für die regionalen Immobilienmärkte, dass das Wirtschaftswachstum Nachfrage und Potenzial für langfristiges Mietwachstum schafft.

### Zunehmender Wohlstand

Das starke Wirtschaftswachstum der Region führt zu einer Zunahme des Wohlstands in der Bevölkerung. Dies spiegelt sich auch in der Entwicklung des Haushaltseinkommens wider, welches bis 2032 um +25% für die Gesamtregion steigen soll. Als Einzelbeispiel ist Australien zu nennen, welches einen zweistelligen Anstieg des Haushaltseinkommens in den nächsten Jahren erwarten lässt. Der gestiegene Wohlstand beflügelt den privaten Konsum, welcher wiederum als Nachfragetreiber für den Einzelhandels-, Hotel- und Logistikmarkt wirkt.

### Entwicklung des regionalen BIPs

Reales BIP, 2017 = 100



### Anteil am globalen BIP

Nominal in USD

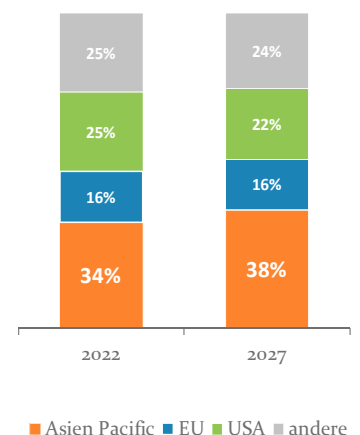


Abbildung 1: BIP-Prognose bis 2027; Quelle: Oxford Economics; Stand: Januar 2023





### Marktwachstum

Des Weiteren zeichnet sich die Asien-Pazifik-Region durch einen hohen Anteil am globalen Immobilienmarkt aus. Die fundamentalen Trends befeuern das Interesse an der Region sowie das regionale Immobilien-Marktwachstum. Es ist davon auszugehen, dass das erwartete BIP-Wachstum auch das Immobilienuniversum erheblich vergrößern wird. Dies sollte zu einer höheren Gewichtung der Regionen in institutionellen Immobilien-Portfolios führen.

Überdies bieten verschiedene Märkte in der Asien-Pazifik-Region aufgrund der Neujustierung der Preise im vergangenen Jahr oder aufgrund von individuellen Marktgegebenheiten interessante Ankaufsoportunitäten. Preisanpassungen im Immobilienmarkt sind aufgrund des Zinsanstiegs z.B. in Australien zu beobachten. In Südkorea hat die Preisanpassung in den Immobilienmärkten schon begonnen, jedoch ist diese auch hier noch nicht vollends abgeschlossen. Japan bietet z.B. interessante Marktgegebenheiten, da es hier noch einen positiven Rendite-Spread gegenüber den risikolosen Zinssätzen gibt (z.B. für Wohnimmobilien). Daneben bietet Japan einen sehr stabilen Immobilienmarkt ohne starke Volatilitäten und stellt somit eine optimale Portfoliogrundlage dar.

Festzuhalten bleibt, dass die o.g. fundamentalen Faktoren für eine zukünftige positive Entwicklung in der Asien-Pazifik-Region sprechen. Das Bevölkerungswachstum, der demographische Wandel und die Urbanisierung unterstützen z.B. die Flächennachfrage (d.h. auch ein nachhaltiges Mietwachstum). Hinzu kommt, dass durch die Abkühlung der Immobilienmärkte in der Asien-Pazifik-Region im vergangenen Jahr und die Neujustierung der Preise sich interessante Einstiegschancen in die Region bieten.

### Vorteile von Co-Investments

Die aktuellen Investitionschancen in der Asien-Pazifik-Region können durch unterschiedliche Investitionsstrategien und -modelle genutzt werden. Insbesondere Co-Investment-Opportunitäten bieten eine interessante Alternative zu den indirekten Beteiligungen durch klassische Fondsstrukturen. Co-Investments

(gemeinsame Investitionen) können z.B. als Sidecar-Co-Investment, Direct Co-Investment oder als Co-Investment-Fonds realisiert werden. Co-Investments werden bislang nur vereinzelt im Markt umgesetzt und stellen deshalb als Segment eine Marktnische dar, welche im asiatischen Bereich ca. 8-10% der Gesamtinvestments ausmacht. Die Vorteile von klassischen Co-Investments, also dem direkten Erwerb eines einzelnen Assets/Portfolios, bestehen dabei aus der Mitwirkung bei der Auswahl und der Prüfung einer konkreten Investition und der somit verbundenen größeren Nähe zum Zielinvestment. Dies ermöglicht es Investoren, auch ohne lokale Präsenz oder Nähe gezielt an spezifischen Objekten zu partizipieren und im Ankauf sowie während der Haltedauer auf essenzielle Themen Einfluss zu nehmen. Die Wahl des lokalen Partners und des Co-Investors ist dabei für den Erfolg der Strategie von großer Bedeutung.

Im Unterschied zum klassischen, direkten Erwerb von Immobilien, bei dem oft ein hoher Anteil an Eigenkapital benötigt wird und somit die Diversifikation und der nominelle Aufbau eines Portfolios eingeschränkt werden, bieten Co-Investments (z. B. als Minderheitsbeteiligung mit einem Partner) außerdem die Möglichkeit, sich mit einem geringerem Eigenkapitalanteil direkt an Immobilien zu beteiligen. Eine direkte Beteiligung erfordert eine hohe Kompetenz in der Strukturierung der Transaktion sowie in der kaufmännischen und technischen Prüfung der Objekte. Darüber hinaus sind ein tiefes Verständnis des Zielmarktes und der lokalen Marktzyklen sowie ein gutes Netzwerk vor Ort unabdingbar. Für das entsprechende Markt-Know-how und das Netzwerk ist die Zusammenarbeit mit regional verwurzelten, lokalen Geschäftspartnern sinnvoll, da sie in ihrem Segment als „best in class“ gelten und Zugang zu Immobilienobjekten haben, die für ausländische Investoren oft verschlossen sind.

Die Investment-Nachfrage sowie der Wettbewerb in diesem Marktsegment sind niedriger als in den Hauptbereichen des Marktes. Der geringere Wettbewerb führt zu potenziell attraktiveren Ankaufspreisen. Überdies bieten Co-Investments i.d.R. prognostizierbare Cash-Flows mit einem planbaren Investitionszeitraum. Auch die Zusammenstellung individueller, granularer Portfolios ist möglich. ■

### Bevölkerungswachstum und Einkommen 2022-32 in ausgewählten Ländern

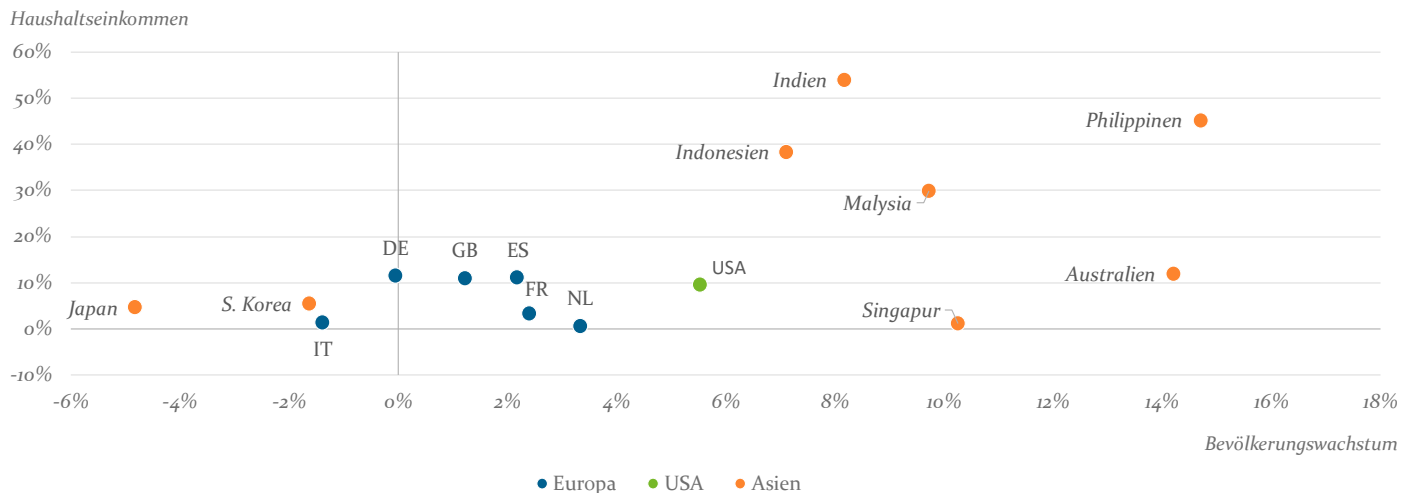


Abbildung 2: Prognose des Bevölkerungswachstums und der Einkommen bis 2032; Quelle: Oxford Economics; Stand: Januar 2023



### *Fazit und Marktimplikationen*

Co-Investments eröffnen Investoren neue Zugangswege und Investitionsstrukturen und stellen gerade auch in Märkten, die ein besonderes Know-how erfordern, eine interessante Anlagealternative dar. Die Abkühlung der Immobilienmärkte in der Asien-Pazifik-Region im vergangenen Jahr und die Neujustierung der Preise eröffnen interessante Ankaufsoportunitäten. ■





---

Die Helaba Invest gehört in Deutschland zu den führenden Kapitalverwaltungsgesellschaften im institutionellen Asset Management. Unsere Unternehmensstrategie basiert dabei auf den drei Geschäftsbereichen Asset Management für liquide Wertpapiere, Asset Management für illiquide Assetklassen sowie unsere Administrationsdienstleistung (Master-KVG). Als Brücke zwischen Master-KVG und Asset Management bieten wir darüber hinaus seit mehreren Jahren ein Overlay Management an.

Unser umfassendes Wissen über die Kapitalmärkte nutzen wir, um für unsere Anleger gute und stetige Anlageergebnisse bei kontrolliertem Risiko zu erzielen.

## ANSPRECHPARTNER



### **Olaf Tecklenburg**

Mitglied der Geschäftsführung

✉ [Olaf.Tecklenburg@helaba-invest.de](mailto:Olaf.Tecklenburg@helaba-invest.de)

☎ (+49) 69/29970-189



### **Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM**

Abteilungsleiter

Kapitalmarktresearch &

Asset Management RentenFX

✉ [Jens.Bies@helaba-invest.de](mailto:Jens.Bies@helaba-invest.de)

☎ (+49) 69/29970-386

Copyright © 2023 Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH

Dieses Dokument wurde von der Helaba Invest mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Eine Haftung für allfällige Schäden, die direkt oder indirekt mit den vorliegenden Informationen zusammenhängen, ist ausgeschlossen. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken für professionelle Anleger gem. § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB bzw. professionelle Kunden gem. § 67 Abs. 2 WpHG und ist nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Dieses Dokument bildet insbesondere keine Offerte zum Kauf von Anteilen. Auf der Grundlage dieses Dokuments darf kein Kaufauftrag entgegengenommen werden. Ferner stellen die in diesem Dokument gemachten Angaben keine Anlageberatung dar.

Das vorliegende Dokument ist ohne die dazugehörigen mündlichen Erläuterungen nur von eingeschränkter Aussagekraft. Eine Garantie für die Aktualität und Vollständigkeit der Angaben wird nicht übernommen.

Die Vervielfältigung, Weitergabe oder Veröffentlichung der Unterlage oder auch nur in Teilen ist ohne ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung der Helaba Invest nicht gestattet.

Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklären Sie sich mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

[www.helaba-invest.de](http://www.helaba-invest.de)