

# Anthos Annual Investment Outlook 2024-2025

Eine Welt im Wandel.

Anthos Fund & Asset Management

# Inhalt

<b>1. Kernbotschaften</b>	<b>4</b>
<b>2. Zusammenfassung – eine Welt im Wandel</b>	<b>7</b>
<b>3. Langfristiger Ausblick für Wachstum und Inflation</b>	<b>10</b>
Wachstum – schleppend, mit Erschütterungen	10
Inflation - „die sechs Ds“	12
Zins- und Geldpolitik	16
<b>4. Langfristiger Investitionsausblick</b>	<b>19</b>
Allwetter-Portfolios - für eine Welt im Wandel	19
Aktien - Der langfristige Gewinn im Blick	19
Anleihen - Zurück im Spiel	21
Immobilien - Ein neuer Zyklus steht bevor	22
Absolute-Return-Strategien - Nutzung alternativer Renditequellen	23
Multi-Asset-Strategien - Strategische Anpassungen	24
Private Equity - Stabile Größe in der Mitte	25
<b>5. Makroökonomische Szenarien</b>	<b>26</b>
Rezession (40 % Wahrscheinlichkeit)	27
Stagflation (30 % Wahrscheinlichkeit)	30
„Neue“ Goldilocks (15 % Wahrscheinlichkeit)	31
Sozialkapitalismus (10% Wahrscheinlichkeit)	32
Längerfristig niedrige Zinssätze (5 %)	33
<b>6. Kapitalmarktannahmen - Renditeerwartungen</b>	<b>35</b>
<b>Haftungsausschluss</b>	<b>36</b>

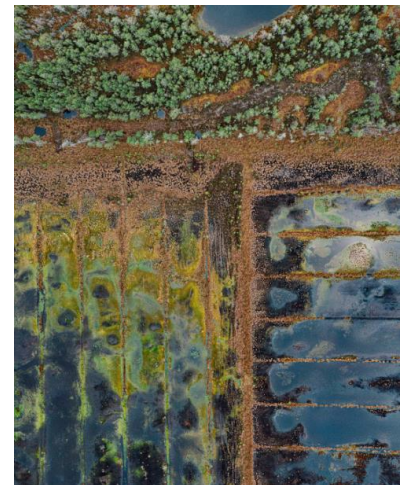
## Erläuterungen zum Bericht

- Die Kernbotschaften ermöglichen einen schnellen Überblick über die wichtigsten Inhalte.
- Die Zusammenfassung stellt unseren globalen Ausblick auf die Märkte dar.
- Der globale Wachstums- und Inflationsausblick gibt einen umfassenden Überblick über unsere Einschätzung der langfristigen (5–10 Jahre) und kurzfristigen (2024–2025) Entwicklungen.
- Der Investmentausblick schafft die Verbindung zwischen dem makroökonomischen Hintergrund und konkreten Investitionen. Er umfasst die aktuellen Einschätzungen unserer Teams für die einzelnen Anlagenklassen sowie die Top-Down-Sicht unserer Kundenportfoliomanager.
- Die in allen weiteren Kapiteln zusammengestellten Einschätzungen fließen in die diesjährigen Kapitalmarktannahmen (CMAs) ein, die die Basis für unsere Renditeschätzungen einzelner Anlageklassen der kommenden fünf Jahre darstellen. Diese Einschätzung bildet die Basis für Anlageentscheidungen und Vermögensallokation.

### Autoren:

Dr. Ferry L. J. Vos, Managing Director Client Portfolio Management  
Bastiaan Pluijmers, Managing Director Client Portfolio Management  
Lucy Bowen, Senior Investment Writer

Hicham Zemmouri, Managing Director Bonds  
Reinoud van Ieperen Bokhorst, Managing Director Absolute Return Strategies  
Roger Dayala, Head of Investment Department  
und allen Managing Directors des Anthos Investment Departments



Das auf dem Cover und in diesem Dokument verwendete Bild heißt „The\_Bog\_Renatured\_005“ und zeigt die Re-Naturierung von Mooren in Estland. Made by Photography Bernhard Lang.

# 1. Kernbotschaften

## Zusammenfassung

- Die Welt wandelt sich allmählich von der säkularen Stagnation zum „staatlich geförderten Kapitalismus“, wobei der Einfluss großer Regierungen bei der Bewältigung systemischer Probleme wie Ungleichheit und Klimawandel zunimmt.
- Die COVID-19-Pandemie, die Invasion Russlands in der Ukraine, die Inflation sowie aggressive geld- und fiskalpolitische Interventionen haben bestehende globale Wandlungsprozesse beschleunigt, und Schwachstellen in miteinander verbundenen Systemen offengelegt.
- Die aktuellen geopolitischen Spannungen verschärfen sich und haben verheerende humanitäre Folgen. Regionale Konflikte in Europa und im Nahen Osten gehen mit der strategischen Entkopplung der beiden Weltmächte USA und China einher.
- Der Übergang zu grüner Energie erweist sich als ungeordnet, was sich an den Preisen, den Maßnahmen und der Politik zeigt. Die Dringlichkeit, den Klimawandel zu bekämpfen, erfordert einen Vorstoß des „staatlich geförderten Kapitalismus“, doch unter populistischen Politikern ist ein „Greenlash“ im Gange.
- Das Potenzial von Innovationen im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) ist ein Lichtblick, denn man erwartet, dass vielfältige Anwendungen die Wirtschaftstätigkeit ankurbeln. Die Debatte über Regulierung und moralische Überlegungen bleibt jedoch offen und prägt die zukünftigen Auswirkungen der KI.
- Wenn die Welt zum staatlich geförderten Kapitalismus übergeht, dann sind verantwortungsvolle Investitionen die treibende Kraft. Auf dem Weg dorthin müssen viele ungeordnete Veränderungen stattfinden, die zu Volatilität, Unsicherheit und Reibung führen.
- Aktive Anlageansätze mit alternativen Anlageklassen und mehreren Diversifizierungsebenen können Anlegern dabei helfen, die Komplexität langfristig reibungslos zu meistern.
- Kurzfristig zeigen unsere in Kapitel 5 skizzierten makroökonomischen Szenarien die potenziellen Roadmaps in den nächsten 12 bis 18 Monaten auf, angesichts des langfristigen Ziels des staatlich geförderten Kapitalismus.

## Wachstums- und Inflationsaussichten

- Der Übergang von der säkularen Stagnation zum staatlich geförderten Kapitalismus hat bisher nicht zu dem erwarteten Trendwachstum geführt. Die jüngsten Schocks, darunter die Pandemie, der Krieg in der Ukraine und der Inflationsanstieg, gefährden die Bemühungen um das Erreichen eines nachhaltigen, stabilen und integrativen Wachstums.
- Kurzfristig dürften außerordentliche fiskalische Anreize, die zunächst einen wirtschaftlichen Abschwung verhinderten, im Jahr 2024 zu einem Rückgang führen. Die Form und das Ausmaß dieses Rückgangs bleiben ungewiss, was die Relevanz unseres makroökonomischen Szenario-Ansatzes verstärkt.
- Ein stiller, aber erheblicher Rückschlag ist der anhaltende Rückgang der langfristigen globalen Wachstumsaussichten. Die prognostizierten globalen Wachstumsraten liegen deutlich unter dem historischen Durchschnitt, was auf Faktoren wie den Bevölkerungsrückgang, die De-Globalisierung und ein Rückgang grenzüberschreitender Investitionen zurückzuführen ist.
- Die „sechs Ds“, die den Inflationsdruck strukturell antreiben, sind demografischer Wandel, Dekarbonisierung, De-Globalisierung, Verschuldung (Debt), Digitalisierung und Destruktive Tendenzen. Insbesondere kann die

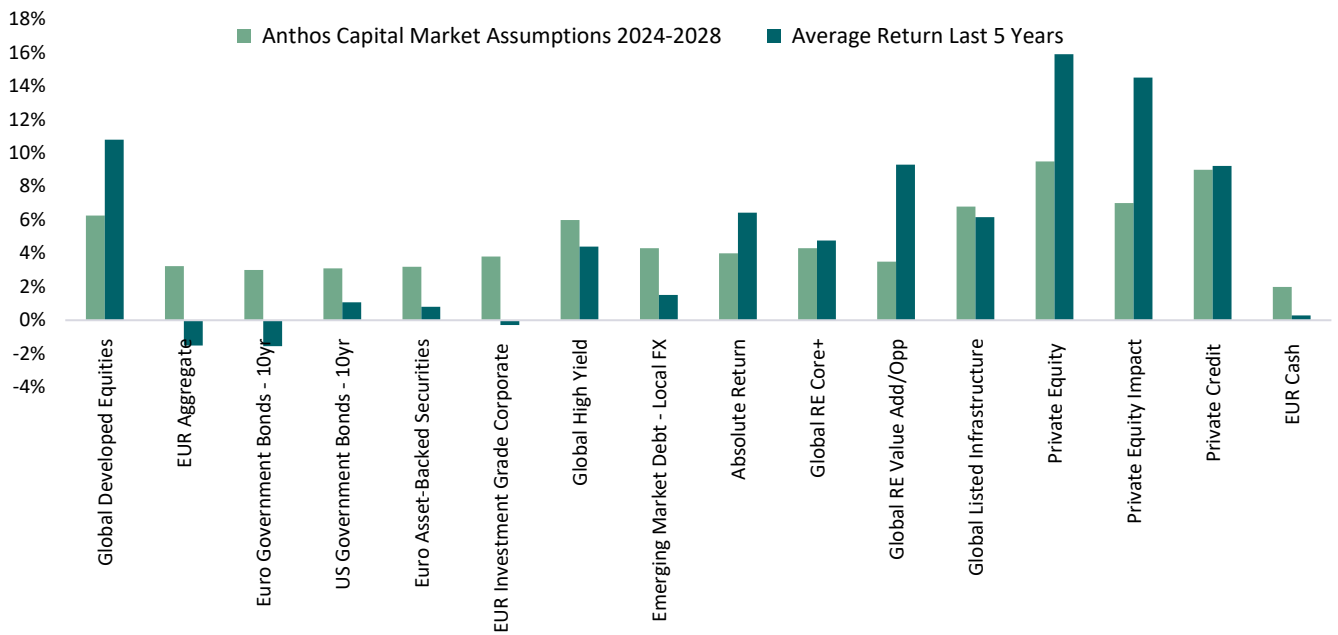


demografische Alterung widersprüchliche Auswirkungen haben, während Dekarbonisierung und De-Globalisierung einen deutlichen Inflationsdruck erzeugen.

- Die erhebliche Straffung der Geldpolitik im Jahr 2023 gibt Anlass zur Sorge im Hinblick auf die wirtschaftlichen Aussichten. Wir sind der Ansicht, dass die außergewöhnlichen fiskalischen Anreize, die Unternehmen und Verbraucher seit der Pandemie unterstützen, die Inflation hoch und bestimmte Wirtschaftssegmente über Wasser gehalten haben. Im weiteren Verlauf wird es wahrscheinlich zu einem wirtschaftlichen Abschwung kommen, wenn die vollen Auswirkungen der geldpolitischen Straffung zu spüren sind.

### Investitionsumfeld

- Optimale Portfoliokonstruktionen in jedem Umfeld erfordern eine Diversifizierung über komplementäre Anlageklassen und alternative Renditequellen.
- Inmitten anhaltend höherer Zinssätze und wirtschaftlicher Schrumpfung glänzen festverzinsliche Vermögenswerte. Anleger, die höhere Zinsen anstreben, können Trost in hochwertigen Vermögenswerten, die ein übermäßiges Risiko überflüssig machen, finden. Staatsanleihen, Investment-Grade-Anleihen und selektiv Anleihen aufstrebender Länder und Privatanleihen erweisen sich als attraktive Optionen.
- In der Aktienlandschaft trifft Vorsicht auf Optimismus. Kurzfristige Stabilität erfordert einen defensiven Wandel, der sich auf den US-Markt mit robusten Cashflows und geringer Verschuldung konzentriert. Optimismus entsteht in einem „neuen“ Goldilocks-Szenario, das eine höhere Inflation vorhersagt und den Fokus auf die Energiewende und KI lenkt. Das makroökonomische Umfeld spricht erneut für Japan, da alle Augen auf seine Zentralbank im Jahr 2024 gerichtet sind. Wir warten ab, ob die geldpolitischen Maßnahmen zu der von uns erwarteten Neubewertung japanischer Vermögenswerte führen.
- Der Immobilienmarkt erlebte im Jahr 2023 ein herausforderndes Jahr, daher sind verbesserte Aussichten eine Frage des Zeitpunkts und nicht, ob diese für 2024 zu erwarten sind. Die kurzfristige Entwicklung hängt von makroökonomischen Faktoren ab, wobei bei europäischen Immobilien eine Widerstandsfähigkeit erwartet wird. Diversifizierte Strategien, insbesondere im Industrie- und Wohnsektor, bieten langfristige Chancen, während wir im Bürosektor angesichts der Verlagerung auf Telearbeit und der daraus resultierenden strukturellen Herausforderungen vorsichtig sind.
- Absolute-Return-Strategien sind robust und bieten diversifizierte, unkorrelierte Renditen. In der aktuellen makroökonomischen Landschaft liegt der kurzfristige Fokus auf „Relative-Value“-Strategien. Langfristig bieten Themen wie die Energiewende und alternative Finanzierungs-kategorien reichlich Möglichkeiten.
- Der Bedarf an Impact-Lösungen für die großen ökologischen und sozialen Herausforderungen der Welt war noch nie so groß. Es gab auch noch nie so viele lohnende Lösungen auf dem Markt. Investitionen in eine Vielzahl von Anlageklassen bieten die dringend benötigte Diversifizierung in einem durch globale Wachstums- und Inflationsherausforderungen getrübbten Ausblick.
- Private Equity steht angesichts der veränderten Marktstimmung vor erheblichen Veränderungen. Mega-Buyouts geraten aufgrund der teuren Finanzierung ins Stocken, was sich auf Venture- und Großunternehmen auswirkt. Das mittlere Marktsegment zeigt jedoch Widerstandsfähigkeit gegenüber höheren Zinssätzen und legt Wert auf betriebliche Verbesserungen und vielfältige Ausstiegsmöglichkeiten.



Quelle: Anthos Fund & Asset Management. Anthos' Kapitalmarktannahmen für 2023-2027 beinhalten eine angenommene USD/EUR-Rendite (basierend auf der PPP-Bewertung und dem USD/EUR-Forward-Aufschlag/Abschlag) von -1,8 % pro Jahr, angewendet auf das USD-Engagement relevanter Marktindizes. Ausgewogenes Multi-Asset-Portfolio: 40 % Public Equity, 25 % Private Equity, 10 % weltweite Immobilien, 14 % Unternehmensanleihen und Staatsanleihen aufstrebender Länder, 8 % Absolute Return, 2 % Impact Investing und 1 % Cash.

## 2. Zusammenfassung – eine Welt im Wandel

Seit Jahren argumentieren wir, dass die Weltwirtschaft allmählich von einer säkularen Stagnation zu einem „staatlich geförderten Kapitalismus“ übergeht, in dem die „(un)sichtbare Hand einer großen Regierung“ zunehmend Einfluss auf die Volkswirtschaften nimmt, und argumentieren mit der Notwendigkeit, systemische globale Probleme wie Ungleichheit und Klimawandel anzugehen. Diese Verschiebung könnte dazu führen, dass sich gegensätzliche Umstände abspielen: eine positive Lage, bei der im Zuge globaler Zusammenarbeit gemeinsame Ziele erreicht werden, und eine negative Lage, bei der eine Renationalisierung der Politik und protektionistischer Populismus zu Misstrauen, Streit und sogar Zerstörung führen.

Einige der prägenden Schocks dieses Jahrzehnts bisher – die COVID-19-Pandemie, Russlands Invasion in der Ukraine, Inflation und aggressive geld- und fiskalische Interventionen sowie populistische Veränderungen in der Politik – haben viele der säkularen Übergänge, die bereits vor der Pandemie im Gange waren, sowohl gestört als auch diese Störung beschleunigt. Die Globalisierung, die das phänomenale Wachstum der letzten drei Jahrzehnte vorangetrieben hat, schwächte sich bereits ab, bevor die Pandemie die Schwachstellen einer voneinander abhängigen und vernetzten Wertschöpfungskette zeigte. Der Einmarsch Russlands in die Ukraine hat diese Schwachstellen noch weiter offengelegt und die politischen Entscheidungsträger dazu gezwungen, ihre Prioritäten schnell zu überdenken, um nicht nur tief verwurzelte Probleme wie den Klimawandel und soziale Ungleichheit anzugehen, sondern auch die sofortige Sicherheit der Ressourcen zu gewährleisten und die Inflation einzudämmen.

Machtkämpfe prägen die Weltwirtschaft seit Jahrhunderten, und die heutigen Extreme werden durch die vernetzten Systeme und Beziehungen, die die Globalisierung mit sich bringt, noch komplexer. Die regionalen Konflikte in Europa und im Nahen Osten werden durch die strategische Entkopplung zweier globaler Großmächte unterstrichen: USA und China, wobei beide um die Bildung von Koalitionen zu bestimmten Konfliktthemen wetteifern. Die Spannungen in Taiwan unterstreichen die Notwendigkeit, die Wertschöpfungsketten für Rohstoffe zu sichern und zu besitzen, die die Zukunft antreiben werden. Anleger müssen darauf achten, wie sich diese komplexen und fließenden Beziehungen verändern, um zu verstehen, wie sich dies in den kommenden Jahren auf die Portfolios auswirken wird.

Die Karte der erneuerbaren Energien (Energy Map) ist ein Beispiel dafür, wie die Auswirkungen der Energiewende spürbar werden. Von den Preisen über Maßnahmen bis hin zur Politik ist klar, dass sich die Umgestaltung des globalen Energiemixes als ungeordneter Übergang erweist. Gleichzeitig wird die Notwendigkeit eines solchen Wandels zunehmend durch die sich verschlimmernden Auswirkungen des Klimawandels deutlich. Wenn die Zahl der bisher ratifizierten globalen Versprechen und Richtlinien erreicht werden soll, muss der „staatlich geförderte Kapitalismus“ die Volkswirtschaften stärker antreiben. Doch nicht alle sind damit einverstanden oder wollen diese Politik: Unter den Wählern, die klimafreundliche Politik als im Widerspruch zu ihren Bedürfnissen stehend ansehen, ist ein „Greenlash“ im Gange. Da 2024 ein Wahljahr ist, in dem mehr als die Hälfte der Weltbevölkerung in mehr als 70 Ländern wählen wird, werden die Klima- und Ungleichheitskrisen im Rampenlicht stehen.

Ein Lichtblick, auf den man achten sollte, ist das Potenzial, das eine neue Welle von Innovationen im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) mit sich bringen könnte. Goldman Sachs revidiert unter anderem seine Wachstumserwartungen

in der Hoffnung, dass die vielfältigen und „horizontalen“ Anwendungen die Wirtschaftstätigkeit ankurbeln (was bedeutet, dass alle Branchen und Regionen davon profitieren könnten). Dies erfordert natürlich Zeit, Investitionen und einen Kulturwandel bei Einzelpersonen, Unternehmen, Regierungen und Investoren. Hinzu kommen die existenziellen und moralischen Fragen rund um die KI. Die Debatte über die Regulierung wird sich in den kommenden Jahren intensivieren, da bestimmte Länder schneller und effizienter zu Lösungen kommen werden als andere. Die Jury ist sich immer noch nicht sicher, ob die Menschheit die KI zum Wohle der Allgemeinheit oder zum Schlechten nutzen wird.

Auf mehreren Säulen finden diese ungeordneten Übergänge statt. Unterdessen wirken sich die „älteren“ Veränderungen, nämlich die demografische Alterung und die sinkende Produktivität weiterhin negativ auf die Wirtschaftstätigkeit aus.

Dies ist ein herausfordernder und transformativer Hintergrund, der die Grundlage für unseren jährlichen Investment-Ausblick 2024–2025 bildet. Die Kernbotschaft des letzten Jahres lautete, dass wir deutlich mehr Unsicherheit für die Weltwirtschaft erwarteten. Das diesjährige Ziel ist es, herauszufinden, warum. Wir graben tiefer, um die Komplexität zu verstehen und zu verstehen, was dies für das Wirtschafts- und Anlageumfeld, die Renditen der Anlageklassen und die allgemeinen Portfolioaussichten bedeutet.

**Bei so viel Komplexem und Nuanciertem sind wir in drei Dingen zuversichtlich. Erstens ist das Antizipieren und die Vorbereitung auf unterschiedliche makroökonomische Umgebungen eine entscheidende Aufgabe des aktiven Anlegers – was unsere makroökonomische Szenario-Betrachtung noch relevanter macht. Zweitens sind angesichts der ständig wachsenden Herausforderungen des Klimawandels und der Ungleichheit verantwortungsvolle Investitionen unverzichtbar auf dem zukünftigen Weg. Drittens ist es enorm wichtig, einen „Allwetter“-Investmentansatz mit gezielter Diversifizierung und alternativen Anlageklassen zu verfolgen, die unterschiedliche Renditequellen bieten. Wir glauben, dass dies die Portfolios sind, die die Komplexität einer sich verändernden Welt nutzen und ihnen standhalten können.**



"The\_Bog\_Renatured\_005", by Photography Bernhard Lang.



## 3. Langfristiger Ausblick für Wachstum und Inflation

In diesem Kapitel stellen wir unseren langfristigen Ausblick für Wachstum und Inflation für den nächsten Zeitraum von 5 bis 10 Jahren vor. Darin befassen wir uns mit den Wachstumstreibern und der Frage, warum einige davon ins Stocken geraten, sowie mit einigen der wichtigeren Einflüsse der Inflation in den kommenden Jahren. Anschließend betrachten wir die Rolle der Geldpolitik und des jüngsten Straffungsregimes. Abschließend fügen wir eine kurze thematische Darlegung über China angesichts seiner Rolle in der Weltwirtschaft bei.

### Wachstum – schleppend, mit Erschütterungen

In den vergangenen Jahren haben wir argumentiert, dass ein Übergang von der säkularen Stagnation zum staatlich geförderten Kapitalismus in Zukunft zu einem trendmäßigen nominalen Wachstum führen sollte. Ob durch Inflation oder reales BIP-Wachstum, wir erwarteten, dass die „(un)sichtbare Hand einer großen Regierung“ die Volkswirtschaften in die richtige Richtung lenken und bei Bedarf eingreifen würde, mit dem ultimativen Ziel, nachhaltiges, stabiles und integratives Wachstum zu schaffen. Auch wenn dies nach wie vor das weithin beworbene Ziel ist, zeigt die jüngste Realität, wie schwierig es ist, dieses Ziel zu erreichen.

In den letzten drei Jahren wurde die Weltwirtschaft von schweren Erschütterungen heimgesucht – darunter die COVID-19-Pandemie, der Krieg in der Ukraine sowie der Anstieg der Inflation und die daraus resultierende Verschärfung der Finanzlage. Während der Pandemie, als die Welt mit einem Stillstand der Wirtschaftstätigkeit konfrontiert war, wurden außerordentlich umfangreiche fiskalische Anreize in die Wirtschaft gepumpt, um Verbrauchern und Unternehmen dabei zu helfen, über Wasser zu bleiben. Als die Erholung einsetzte und die Wirtschaftstätigkeit anzog, stieg die Inflation auf ein Niveau, das die stärkste Straffung der globalen Geldpolitik seit vier Jahrzehnten erforderte, um sie einzudämmen. Der Kampf zwischen einer straffen Geld- und einer lockeren Finanzpolitik hat ein verwirrendes Umfeld geschaffen, das im Jahr 2023 zu vielen Überraschungen geführt hat. Wir waren beispielsweise nicht die Einzigen, die mit einer Rezession in Europa und den USA und einem schnelleren Rückgang statt nur einer Stagnation der Inflation gerechnet haben. Was wir bekamen, war eine überraschende Wirtschaftskraft, eine langanhaltende Inflation und die Erwartung von längerfristig höheren Zinssätzen.

In diesem Jahr kommen wir zu dem Schluss, dass die außerordentlichen fiskalischen Anreize einen wirtschaftlichen Abschwung eher verzögerten als umlenkten. Genau das erwarten wir für 2024, wenn die Auswirkungen der Geldpolitik nach dem Abklingen der erwarteten Verzögerungen sichtbar werden. Die Form und das Ausmaß dieses Rückgangs hängen jedoch von mehreren Faktoren mit einem Spektrum möglicher Ergebnisse ab, was zu zusätzlicher Unsicherheit führt. Kurzfristig gesehen macht dies unsere makroökonomischen Szenariobetrachtung, den wir in Kapitel 5 skizzieren, noch relevanter.

Während das Wirtschaftswachstum mit diesen kurzfristigen Herausforderungen konfrontiert ist, erkennen wir einen längerfristigen Rückschlag von erheblicher Bedeutung, der sich stillschweigend abzeichnet: einen anhaltenden Rückgang

der langfristigen Wachstumsaussichten.<sup>1</sup> Das globale Wachstum ist von einem jüngsten Höchststand von 4,5 % im Jahr 2010 auf voraussichtlich 3 % im Jahr 2023 und 2,9 % im Jahr 2024 zurückgegangen und liegt damit deutlich unter dem historischen Durchschnitt (2000-19) von 3,8 %. Die Industrieländer werden sich voraussichtlich von 2,6% im Jahr 2022 auf 1,5 % im Jahr 2023 und 1,4 % im Jahr 2024 verlangsamen. Für die aufstrebenden Länder wird ein leichter Wachstumsrückgang von 4,1 % im Jahr 2022 auf 4,0 % in den Jahren 2023 und 2024 prognostiziert. Es wird erwartet, dass diese Verlangsamung des potenziellen Wachstums im weiteren Verlauf des laufenden Jahrzehnts anhält und im Zeitraum von 2022 bis 2030 bei durchschnittlich 2,2 % pro Jahr liegen wird, was das langsamste Tempo darstellt, das seit 2000 beobachtet wurde.<sup>2</sup>

Lebendig, aber nicht aktiv (%)



Quelle: Weltbank

Anmerkung: EMDEs = Emerging market and developing economies (Schwellen- und Entwicklungsländer).

Prognosen für 2023-24. BIP-gewichtete Durchschnittswerte (zu durchschnittlichen Wechselkursen und Preisen der Jahre 2010-19).

Hinter dieser Verlangsamung stehen einige übliche Verdächtige: Der Bevölkerungsrückgang und die De-Globalisierung, aber auch ein Rückgang grenzüberschreitender Investitionen, der den Handel beeinträchtigt. Der weltweite Bevölkerungsrückgang und seine Auswirkungen auf die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter sind ein weitreichendes, aber unbestrittenes Thema. Wir haben im letztjährigen Ausblick auch ausführlich über die Auswirkungen der De-Globalisierung und den Übergang zu einer multipolaren Welt geschrieben. Was die Investitionen anbelangt, so wird erwartet, dass die Verlangsamung, die sich im Zeitraum 2011-21 abzeichnete, aufgrund verschiedener Faktoren in diesem Jahrzehnt anhalten wird, darunter die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie, Russlands Invasion in der Ukraine, begrenzte politische Flexibilität und strenge finanzielle Bedingungen.

Veränderungen in den langfristigen Wachstumstrends wirken sich auf die Inflationsaussichten aus. Ebenso wie negative wirtschaftliche Schocks, wie wir sie in den letzten drei Jahren erlebt haben. Die Frage ist „wie“ und „in welchem Ausmaß“, worüber es, wie die Ereignisse des Jahres 2023 zeigen, wenig Einigkeit gibt. Im nächsten Abschnitt bemühen wir uns um eine umfassendere Einschätzung der Kräfte hinter der Inflation.

<sup>1</sup> Sinkende langfristige Wachstumsaussichten, Weltbankgruppe, Juni 2023.

<sup>2</sup> World Economic Outlook, International Monetary Fund, Oktober 2023.

### Inflation - „die sechs Ds“

Letztes Jahr haben wir die anhaltenden Auswirkungen der fiskalischen Konjunkturmaßnahmen auf die Arbeits- und Verbrauchermärkte hervorgehoben und einen strukturellen Anstieg der Inflation erwartet. Diesmal hat sich unsere Voraussicht als richtig erwiesen. Da die Inflation jedoch trotz der aggressiven Straffung der Geldpolitik weiterhin besorgniserregend anhält, wirft dies entscheidende Fragen zu anderen zugrunde liegenden Faktoren auf, die zu einer strukturell höheren Inflation führen. Zu diesen Faktoren, die wir „die sechs Ds“ nennen, gehören demografischer Wandel, Dekarbonisierung, De-Globalisierung, Verschuldung (debt), Digitalisierung und Destruktive Tendenzen.<sup>3</sup>

#### Demographie

Es gibt (mindestens) zwei Denkrichtungen, wenn es um die inflationäre Kraft einer alternden Bevölkerung geht. Die positive Denkrichtung beinhaltet, dass der Ruhestand der Babyboomer-Generation in Verbindung mit einer geringeren Zahl von Neueinsteigern auf dem Arbeitsmarkt eine doppelte Auswirkung hat: eine wachsende Zahl älterer Verbraucher ohne aktive Beschäftigung und eine Verlagerung hin zu im Inland produzierten Dienstleistungen.

Die zweite Theorie stellt die Annahme in Frage, dass alternde Gesellschaften, die weniger innovativ und anpassungsfähig sind, die Inflation dämpfen könnten, weil es an dynamischem Wachstum mangelt und es weniger Preisanpassungen gibt. Japan ist eine erstklassige Fallstudie. Angesichts der deutlichen und sich beschleunigenden Auswirkungen der demografischen Entwicklung erlebt Japans Wirtschaft seit einigen Jahren eine „Schrumpfung“ – die Auswirkungen einer alternden und schrumpfenden Bevölkerung sind bereits in allen Bereichen sichtbar, von der Wirtschafts- und Finanzleistung bis hin zur Städteplanung und der Priorität öffentlicher Maßnahmen (z. B. langfristige Zahlungsfähigkeit der öffentlichen Renten-, Gesundheits- und Langzeitpflegesysteme).

Der weltweite Inflationsanstieg hat jedoch auch Japan erfasst, wo die Lohn- und Preisinflation mit einer aufregenden Unternehmenserneuerung zusammenfällt. Während Löhne und Preise weitgehend von globalen Angebotschocks bestimmt werden, konvergieren sie mit allmählichen institutionellen und Generationenwechseln, die Japans Aussichten von innen heraus verändern. Diese Kombination aus externen Erschütterungen und interner Entwicklung stellt einen Wendepunkt für Japans Wirtschaftsaussichten dar.

#### Dekarbonisierung

Der Klimawandel und die Bemühungen zu seiner Bekämpfung führen eindeutig zu steigenden Preisen. Anpassungen aufgrund des Klimawandels zwingen Unternehmen dazu, ihre Produktion anzupassen und die damit verbundenen Kosten auf die Kunden abzuwälzen, was zu Preiserhöhungen führt. Beispielsweise führte eine anhaltende Dürre in Frankreich im Sommer 2022 zu sinkenden Flusspegeln, was mehrere Kernkraftwerke dazu zwang, die Stromproduktion einzustellen. Der Kohlenstoffpreis in der Europäischen Union ist in den letzten fünf Jahren um mehr als das Zehnfache gestiegen. Die Verwirklichung einer klimaneutralen Wirtschaft wird zwangsläufig die Kosten der CO<sub>2</sub>-Emissionen erhöhen und sie wirtschaftlich unrentabel machen. Verbote von CO<sub>2</sub>-Emissionen werden zu weiteren Preissteigerungen führen.

---

<sup>3</sup> Variationen der „vier/fünf/und sogar sechs Ds“ einer strukturell höheren Inflation wurden neben uns auch von vielen Marktteilnehmern erkannt. Morgan Stanley, Allianz, DWS, Yardeni Research, um nur einige Beispiele zu nennen.

**Kosten der Verschmutzung Europas (Preis €/Tonne)**



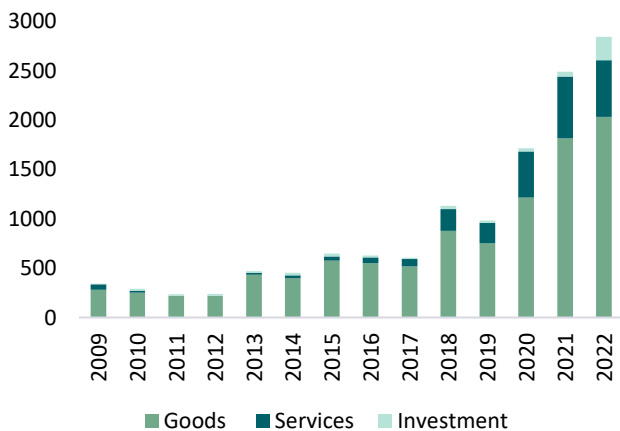
Quelle: Bloomberg, Anthos Fund & Asset Management Research.

**De-Globalisierung:**

Die Auswirkungen der De-Globalisierung auf die Inflation sind komplex und oft mit den „Schocks“ in der Lieferkette nach der Pandemie verbunden. Der Trend zur De-Globalisierung zeigt sich jedoch in verschiedenen globalen Ereignissen, die auf einen Rückzug aus dem Freihandel hindeuten, sodass es sich hierbei um einen strukturellen Trend handelt. Wenn man sich die Anzahl der Handelsvereinbarungen anschaut, bei der eine Vielzahl langfristiger Verträge mit restriktivem Charakter abgeschlossen werden, deutet das darauf hin, dass sich dieser Trend nur noch beschleunigen wird, da geopolitische Spannungen ihr Übriges tun.

Die jüngste Halbleiterknappheit ist ein Beispiel dafür, wie die De-Globalisierung die Inflation ankurbeln kann. Während sich die Länder auf die Sicherung der heimischen Produktion und die Neugestaltung der Lieferketten konzentrieren, hat die Störung des weltweiten Halbleiterflusses aufgrund der geringeren gegenseitigen Abhängigkeit zu einem Preisanstieg geführt. Diese Knappheit hat erhebliche Auswirkungen auf Industrien wie die Automobil- und Elektronikindustrie, da sie die Herstellungskosten und damit auch die Verbraucherpreise in die Höhe treibt. Dies verdeutlicht, wie die De-Globalisierung zu Angebotsengpässen und Inflationsdruck führen kann.

**Zunehmende Beschränkungen im Welthandel**



Quelle: IMF, Weltbank, Global Trade Alert (2022) und Anthos Fund & Asset Management Research. Die Zahlen zeigen nur Exporte.

### Staatsverschuldung

Die Möglichkeit, dass die Zentralbanken ihre Ziele einer niedrigen Inflation angesichts der wachsenden Staatsverschuldung erreichen, gibt Anlass zur Sorge hinsichtlich einer „fiskalischen Dominanz“ und einer „finanziellen Dominanz“. Die fiskalische Dominanz beinhaltet die Frage, ob die Staatsverschuldung die Zentralbanken daran hindert, die Zinssätze anzuheben, um eine Staatsinsolvenz zu verhindern. Die finanzielle Dominanz deutet darauf hin, dass die prekäre Lage der Banken die geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken einschränken könnte. Während die Verschuldung die Auswirkungen von Zinserhöhungen auf die Nachfrage dämpfen kann, könnte sowohl die fiskalische als auch die finanzielle Dominanz bei den Entscheidungen der Zentralbanken eine Rolle spielen, aber die Ergebnisse nicht allein bestimmen.

Argentinien ist ein Extrembeispiel, wo dies zum Problem wird. Seit 2001 ist Argentinien dreimal zahlungsunfähig geworden, was zu einer starken Inflation und einer radikalen populistischen Politik geführt hat, die in der Wahl eines rechtsextremen Außenseiters gipfelte, der versprach, die Währung und die Zentralbank zu zerstören. Abgesehen von der Politik würden diese Maßnahmen, wenn sie umgesetzt würden, die finanzielle Stabilität und Glaubwürdigkeit beeinträchtigen und Argentinien um Jahrzehnte zurückwerfen, mit schwerwiegenden Folgen für seine Bevölkerung. Das jüngste Beispiel im näheren Umfeld ist der Versuch Deutschlands, Mittel aus Notfall-COVID-Konjunkturpaketen für Investitionen in die Energiewende abzuzweigen, was vom Obersten Gerichtshof abgewiesen und als verfassungswidrig eingestuft wurde.

Mit höheren Kreditkosten infolge höherer Zinssätze wird sich die Verschuldung weltweit nur noch verschlimmern. Unserer Ansicht nach werden die Regierungen eine fiskalische Dominanz anstreben und mehr Druck auf die Zentralbanken ausüben, damit diese flexibler agieren. Diese beiden Beispiele aus sehr unterschiedlichen Volkswirtschaften zeigen die Bandbreite der Ansätze, dies zu erreichen.

### Digitalisierung:

Der Aufschwung einer neuen Welle digitaler Technologien, insbesondere der KI, führt sowohl zu inflationärem als auch zu deflationärem Druck. KI-Investitionen können die Kosten in die Höhe treiben, da die Nachfrage nach qualifizierten Arbeitskräften und Ressourcen steigt, was möglicherweise zu Inflation führt. Rasante technologische Fortschritte könnten zu häufigen Modernisierungen führen und so zum Inflationsdruck beitragen. Die Integration von KI in Sektoren wie dem Gesundheitswesen kann zu Produktivitätssteigerungen führen, aber wenn Kosteneinsparungen nicht weitergegeben werden, kann dies zu einem Preisanstieg führen.

Umgekehrt kann die Einführung von KI auch deflationäre Kräfte erzeugen. Durch Automatisierung werden Betriebskosten gesenkt, was möglicherweise zu technologiebedingter Arbeitslosigkeit führt und die Kaufkraft der Verbraucher beeinträchtigt. Der durch die technologische Entwicklung bedingte intensive Wettbewerb kann zu Preiskämpfen führen, und die Preisoptimierung durch KI kann die Gesamtpreise senken und so die Deflation begünstigen. Digitale Produkte, die häufig sinkende Grenzkosten aufweisen, verstärken deflationäre Tendenzen.

### Destruktive Tendenzen

Der Dreiklang aus „Misstrauen, Streit und Zerstörung“, der sich in der Vielschichtigkeit der Kriegsführung manifestiert, stellt nicht nur eine Bedrohung für die wirtschaftliche Stabilität dar, sondern wirft auch einen langen, düsteren Schatten auf die humanitäre Landschaft. Diese harte Realität wird durch tragische Ereignisse wie den Ukraine-Konflikt, die Handelsspannungen zwischen den USA und China, die einem technologischen Kalten Krieg ähneln, und die jüngste schreckliche Verwüstung in Gaza veranschaulicht. Angesichts der Auswirkungen des Krieges ist es von entscheidender



Bedeutung, nicht nur den wirtschaftlichen Schaden zu erkennen, sondern auch die tiefgreifenden humanitären Folgen, die sich in den betroffenen Regionen abspielen.

Kriege, ob mit traditionellen Mitteln oder auf dem virtuellen Schlachtfeld des Cyberspace geführt, haben in der Vergangenheit unauslöschliche Spuren in beiden Volkswirtschaften und, was noch wichtiger ist, im Leben unzähliger Menschen hinterlassen. Aus historischer Sicht stellt der Zweite Weltkrieg eine schmerzliche Erinnerung dar, mit geschätzten Kosten von 3,6 Billionen Euro, die sich im Gefüge der Gesellschaften widerspiegelten.

Die Perspektive, durch die wir aktuelle Konflikte betrachten, wie den anhaltenden Konflikt in der Ukraine, die angespannte Dynamik zwischen den USA und China und die jüngste Tragödie in Israel-Gaza, sollte über wirtschaftliche Störungen hinausgehen. Diese Konflikte sind eine deutliche Erinnerung an die miteinander verflochtenen Schicksale von Volkswirtschaften und Menschenleben. Vom Wettrüsten des Kalten Krieges bis hin zu den aktuellen technologischen Rivalitäten sind die wirtschaftlichen Folgen ideologischer Konfrontationen nach wie vor spürbar. Das Aufkommen der technologischen Kriegsführung, die durch Cyberangriffe gekennzeichnet ist, verschärft die Komplexität dieser Konflikte nur noch.

Zusätzlich zu den wirtschaftlichen Auswirkungen lösen Konflikte einen Inflationsdruck aus, der sich auf die Kapitalmärkte auswirkt. Die daraus resultierende Unvorhersehbarkeit untergräbt das Vertrauen der Anleger und führt zu Kapitalflucht und Währungsabwertung. Die Auswirkungen gehen jedoch weit über die unmittelbaren wirtschaftlichen Folgen hinaus. Die Wiederaufbaumassnahmen der Nachkriegszeit erfordern nicht nur erhebliche Ressourcen, sondern verändern auch ganze Produktionslandschaften und wirken sich auf das Leben der Beteiligten aus.

Beim Navigieren in diesem komplizierten Netz wirtschaftlicher, geopolitischer und technologischer Faktoren ist ein differenzierter und global bewusster Ansatz bei Investitionsentscheidungen unerlässlich. Dieses Bewusstsein muss jedoch über bloße wirtschaftliche Erwägungen hinausgehen. Verantwortungsvolles Investieren erfordert eine empathische Anerkennung der humanitären Auswirkungen von Konflikten. In dieser unsicheren Welt, in der Kriege nicht nur die wirtschaftliche Stabilität, sondern auch das Wesen der Menschenwürde bedrohen, ist der Ruf nach verantwortungsvollen Investitionen lauter denn je. Es fordert uns dazu auf, die umfassenderen Auswirkungen unserer finanziellen Entscheidungen zu berücksichtigen, und drängt zu einem Engagement für Investitionen, die die Menschenrechte wahren und priorisieren und eine Welt fördern, in der wirtschaftliche Stabilität mit Empathie und Mitgefühl einhergeht.

Eine weitere inflationäre Kraft, die bei diesem aktuellen Regimewechsel eine herausragende Rolle gespielt hat, ist die bedeutende Rolle der Geld- und Fiskalpolitik.

## Zins- und Geldpolitik

### Zins- und geldpolitische Maßnahmen

Die erhebliche Straffung der Geldpolitik im Jahr 2023 ist sowohl in ihrem Umfang als auch in ihrer Geschwindigkeit historisch einzigartig. Im vorigen Jahrhundert ging fast jede geldpolitische Straffung mit einer Rezession einher. Dennoch deuten die anhaltend hohen Inflationsraten während der Straffungsmaßnahmen der Zentralbanken auf eine zugrunde liegende wirtschaftliche Stärke hin, die insbesondere durch die angespannte Lage auf den Arbeits- und Verbrauchermärkten angeheizt wird.

Unsere aktuelle Sichtweise deutet darauf hin, dass die fiskalischen Anreize, die den Unternehmen und Verbrauchern seit der Pandemie zugutekamen, an ihre Grenzen stoßen. Ausgehend von der Theorie, dass es Zeit braucht, bis sich die Geldpolitik auf eine Wirtschaft auswirkt, stellt sich für uns die wesentliche Frage: „Wie lange?“ und „In welchem Ausmaß?“. Für beide Antworten verwenden wir unseren makroökonomischen Rahmen und unsere Szenario-Planung, die in Kapitel 4 beschrieben sind.

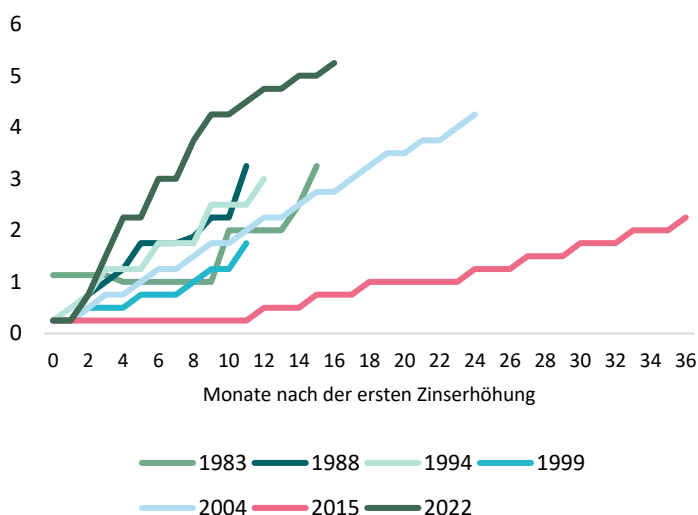
### Zinsentwicklung

In Bezug auf die Zinssätze haben unter anderem die US-Notenbank (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) ausdrücklich erklärt, dass die Zinssätze längerfristig höher („higher for longer“) bleiben müssen. Die damit verbundene Kreditverknappung, unterstützt durch fiskalische Anreize, dürfte das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen. Die langfristigen Aussichten für die Zinssätze hängen von Wachstum und Inflation ab.

Im Idealfall sollten die Nominalzinsen dem nominalen Wirtschaftswachstum entsprechen. Wenn die Zinsen dauerhaft das Wirtschaftswachstum übertreffen, wird ein daraus resultierender Wirtschaftsabschwung zu einer deflationären Kraft, die die Zinsen wieder nach unten drückt und umgekehrt.

### Straffung der Geldpolitik im Laufe der Geschichte

Veränderungen der Federal Funds Target Rate in vergangenen Straffungszyklen (%)



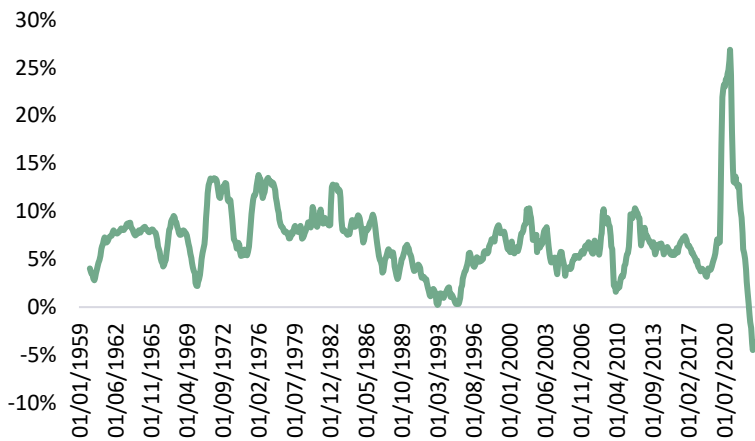
Quelle: Federal Reserve, Anthos Fund & Asset Management Research, 31. Dezember 1979 bis 30. November 2023.

### Geldmarkt

Letztes Jahr haben wir hervorgehoben, dass die überschüssigen Ersparnisse von Verbrauchern und Unternehmen ein Überangebot an für Investitionen verfügbarem Geld bei begrenzter Kapitalnachfrage bedeuten. Laut der quantitativen Geldtheorie gibt es einen direkten Zusammenhang zwischen der Geldmenge und dem Preisniveau. Wenn eine Regierung oder Zentralbank die Geldmenge in einem Tempo erhöht, das über dem realen Produktionswachstum (BIP) liegt, könnte dies zu Inflation führen. Nach dieser Theorie ist die Kontrolle des Geldmengenwachstums von entscheidender Bedeutung für die Inflationskontrolle. Um die Preisstabilität zu gewährleisten und eine übermäßige Inflation zu vermeiden, ist eine stabile und vorhersehbare Wachstumsrate der Geldmenge erforderlich. Allerdings war die Kombination aus Haushaltsausgaben nach der Pandemie und anschließender aggressiver Straffung alles andere als stabil und vorhersehbar. Dies weckte Bedenken, dass der Rückgang der US-Geldmenge als Frühindikator für eine Rezession angesehen werden könnte.

### Die US-Geldmenge schrumpft

Geldmenge M2, prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr



Quelle: Federal Reserve, Anthos Fund & Asset Management Research, 31. Januar 1959 bis 31. Oktober 2023.

### Zusammenfassung

Verlangsamte globale Wachstumsaussichten, strukturell höhere Inflation und stärkere Schocks sind alles Merkmale einer Welt, die sich an mehreren Fronten im Wandel befindet – von Energie über Technologie bis hin zu Geopolitik und Staatspolitik. Gleichzeitig ist ein makroökonomischer Wandel im Gange, während wir uns von der säkularen Stagnation hin zu einer Zukunft des staatlich geförderten Kapitalismus bewegen. Dabei wird uns bewusst, dass Übergänge schwierig und unbequem sind, weshalb wir in den kommenden Jahren mit häufigeren Erschütterungen, einer höheren Volatilität und staatlichen Eingriffen rechnen müssen. Um diese Komplexität zu bewältigen, sind ein aktives Management und diversifizierte Anlagestrategien erforderlich.

## Chinas Wirtschaftsabschwung

„So wie das Polieren Jade feiner macht, machen Widrigkeiten den Menschen stärker.“

Chinas Befreiung aus den COVID-19-Lockdowns hatte zunächst die Hoffnung geweckt, dass dies die Weltwirtschaft ankurbeln würde. Eine Reihe enttäuschender Wirtschaftsdaten und einige schwache Quartale überraschten jedoch viele Anleger. Hier untersuchen wir zwei Hauptgründe für die geringer als erwartete Erholung Chinas.

Erstens ist es wichtig zu erkennen, dass China bereits vor der Pandemie mit Ungleichgewichten in seiner Wirtschaft konfrontiert war. Handelsspannungen und regulatorische Verschärfungen in den vergangenen Jahren hatten das Wirtschaftswachstum bereits belastet. Zweitens unterschied sich Chinas Reaktion auf die COVID-19-Krise erheblich von der anderer Länder. Während sich die meisten Länder darauf konzentrierten, Haushalte mit Bargeld zu unterstützen, konzentrierte sich China auf die Aufrechterhaltung von Produktion und Exporten und vernachlässigte die direkte Bargeldunterstützung für die Bürger. Gleichzeitig verschärfte die Regierung ihre Regulierungsmaßnahmen, insbesondere im Technologie- und Wohnungsbausektor. Die wirtschaftlichen Aussichten werden von drei Schlüsselfaktoren geprägt: der Stärke der Konsumerholung, den politischen Reaktionen der Regierung und dem außenwirtschaftlichen Umfeld. Während erwartet wird, dass die Auslandsnachfrage Chinas relativ stabil bleibt, hängen die Aussichten für eine robuste Erholung im Inland von den politischen Entscheidungen der Regierung ab. Der Ansatz der chinesischen Regierung zur Stimulierung der Wirtschaft wird voraussichtlich moderat ausfallen, was möglicherweise nicht ausreicht, um das Vertrauen vollständig wiederherzustellen.

Die Wirtschaftslandschaft Chinas ist vielfältig, und die verschiedenen Sektoren sind unterschiedlich erfolgreich. Staatliche Unternehmen verzeichneten ein stärkeres Investitionswachstum, während private Unternehmen Schwierigkeiten hatten. Sektoren wie Dienstleistungen und Gastronomie, die zunächst von COVID-19 betroffen waren, erholen sich allmählich, aber der Immobiliensektor steht weiterhin vor Herausforderungen.

Ein alarmierendes Problem ist die hohe Jugendarbeitslosenquote, die insbesondere bei den 16- bis 24-Jährigen bei 20 % liegt (doppelt so hoch wie im Jahr 2019). Dies ist auf zyklische und strukturelle Faktoren zurückzuführen, etwa darauf, dass junge Menschen typischerweise im Dienstleistungssektor beschäftigt sind (zyklisch), auf Veränderungen im Bildungsschwerpunkt und auf ein Missverhältnis zwischen den Fähigkeiten der Absolventen und den Anforderungen des Arbeitsmarktes (Absolventen möchten strukturell in die neue Technologiebranche einsteigen, nicht in das Halbleitertechnikwesen und Immobilien).

Der Immobiliensektor, der größte in der chinesischen Wirtschaft, spielt eine zentrale Rolle. Sein Rückgang kann, wenn er nicht richtig gemanagt wird, erhebliche Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft haben. Obwohl davon ausgegangen wird, dass der Sektor das BIP-Wachstum weiterhin bremsen wird, ist dies möglicherweise nicht so stark wie im Vorjahr.

Die Anlegerstimmung variiert zwischen Onshore- und Offshore-Investoren. Während Onshore-Investoren vorsichtig optimistisch sind, sind Offshore-Investoren zunehmend pessimistisch geworden. Diese Divergenz spiegelt die Unsicherheit über die wirtschaftliche Erholung Chinas wider. Wenn es um politische Reaktionen geht, wird erwartet, dass die Geldpolitik mit weiteren Zinssenkungen eine Vorreiterrolle spielt. Die Finanzpolitik steht vor größeren Hürden, da nur begrenzte Haushaltsressourcen zur Verfügung stehen. Der Schwerpunkt des Immobiliensektors liegt auf dem Risikomanagement, und andere branchenspezifische Vorschriften könnten sich weiterentwickeln.

Während Chinas Wachstumsaussichten ungewiss erscheinen, haben sich die Prioritäten der Regierung in Richtung Sicherheit verlagert, was möglicherweise ein langsames Wirtschaftswachstum erforderlich macht. Chinas politische Entscheidungsträger stehen nun vor dem Kompromiss zwischen dem Erreichen ihrer längerfristigen politischen Ziele und der Aufrechterhaltung des kurzfristigen Wirtschaftswachstums. Sicherheit in verschiedenen Aspekten, einschließlich Nahrung, Energie und Daten, hat Vorrang vor schnellem Wirtschaftswachstum.

## 4. Langfristiger Investitionsausblick

In diesem Kapitel stellen wir unseren Investitionsausblick für 2024–2025 vor und gehen dabei auf langfristige Themen ein, die uns beschäftigen. Wir liefern die Top-Down-Ansicht unserer Kundenportfoliomanager, bevor wir uns mit den aktuellen Überlegungen jedes unserer Anlageklassenteams befassen. Wir berücksichtigen die Aussichten, einschließlich Risiken und Chancen, Umsetzungsstrategien und Anlageideen.

### Allwetter-Portfolios - für eine Welt im Wandel

In einem Umfeld, das von anhaltend höheren Zinssätzen und einem wirtschaftlichen Abschwung geprägt ist, erwarten wir eine positive Entwicklung verschiedener festverzinslicher Kategorien. Anleger neigen dazu, sich höhere Zinssätze zu sichern, was durch hochwertige Vermögenswerte erreichbar ist. Darüber hinaus erweisen sich Privatimmobilien als attraktive Anlageklasse, da sich Europa bereits in einer Rezession befindet und ein Neubewertungszyklus durchlaufen wird. Die Aussicht auf höhere Erträge gepaart mit niedrigeren Bewertungen verstärkt ihren Reiz. Absolute-Return-Strategien bieten Anlegern in diesem wirtschaftlichen Umfeld eine Möglichkeit zur Diversifizierung und zu unkorrelierten Renditeströmen über Nischenstrategien hinweg. Obwohl wir eine vorsichtige, aber optimistische Haltung beibehalten, bleibt Private Equity auf unserem Radar, insbesondere wenn Investitionen eine geringe Hebelwirkung aufweisen und Teil von mittelständischen Buyouts sind, wobei wir uns von Venture- und risikoreicheren Strategien fernhalten.

Insbesondere Wachstumsmärkte könnten in einem kontraktiven Umfeld vor Herausforderungen stehen. Börsennotierte Aktien und Infrastruktur sind anfällig für höhere Zinssätze und höhere Kreditkosten, wodurch Projektfinanzierungen teurer werden. Anleger in diesen Sektoren sollten eine Absicherung in Betracht ziehen und nach Managern mit robusten Defensivstrategien suchen. Mit Blick auf die Zukunft könnte ein leichter Rückgang zu Beginn eines neuen Zyklus attraktive Einstiegspunkte für längerfristige Wachstumschancen schaffen.

### Aktien - Der langfristige Gewinn im Blick

Rückblickend auf das Jahr 2023 wurden die Aktienmärkte von einer kleinen und mächtigen Gruppe von Unternehmen getragen, die „die glorreichen Sieben“ genannt wurden (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla). Sollte der Markt ein gemäßigeres Zinsumfeld erleben, ist zu erwarten, dass die Marktbreite über diese sieben Aktien hinaus zurückkehrt.

Mit Blick auf das Jahr 2024 gehen wir die Herausforderungen mit einer Mischung aus Vorsicht und Optimismus an. Die bevorstehenden Auswirkungen einer aggressiven Straffung der Geldpolitik geben Anlass zur Sorge, welche Auswirkungen sie auf das Wirtschaftswachstum und die Verbraucherausgaben haben könnte. Investitionspläne werden durch höhere Finanzierungs- und Inputkosten beeinflusst. Der wirtschaftliche Gegenwind könnte zu einer möglichen Rezession führen, und die Prognosen sind sich hinsichtlich einer sanften oder eher harten Landung noch nicht sicher. Die Unsicherheit ist spürbar, insbesondere vor dem Hintergrund geopolitischer Risiken und eines bevorstehenden Wahljahres.

Der positive Stimmungsumschwung in China dank der Wiedereröffnung nach Covid erwies sich als nur von kurzer Dauer. Die politischen Entscheidungsträger müssen sich mit mehreren Herausforderungen auseinandersetzen, darunter einem fragilen Immobilienmarkt, zunehmenden geopolitischen Spannungen (insbesondere zwischen China und den USA) und



Jugendarbeitslosigkeit. Wir glauben, dass das daraus resultierende Vakuum Chancen für andere asiatische Länder bietet. Der De-Globalisierungstrend, einschließlich Diskussionen über Rückverlagerung der Produktion ins eigene Land (Re-Shoring) und Aufbau von strategischen Partnerschaften z. B. bei Lieferketten (Friendshoring), deutet auf eine mögliche Verschiebung der Produktionskapazitäten hin. Die nächste Fabrik für Technologiegiganten wie Apple befindet sich möglicherweise nicht in China, sondern in Indien, Vietnam, Mexiko oder Japan. Weltweit erweist sich die Infrastrukturentwicklung, insbesondere in den Bereichen Energiewende und nachhaltige Immobilien, technologische Innovation und Technologieübernahme, einschließlich eines erheblichen Wachstums der KI, als Leuchtturm der Chancen.

Um durch diese Dynamik zu navigieren, ist ein scharfes Auge auf makroökonomische Trends und mögliche bevorstehende Änderungen in der Geld- und Fiskalpolitik erforderlich. Obwohl die Risiken bestehen bleiben, sind wir zuversichtlich, dass Unternehmen mit starken Nachhaltigkeitsreferenzen, die auf langfristige Prioritäten ausgerichtet sind, eine Outperformance erzielen werden. Unser strategischer Ansatz umfasst eine strenge Managerauswahl und Due Diligence und konzentriert sich auf Strategien, die nicht nur ehrgeizige finanzielle Erträge versprechen, sondern auch mit den transformativen Trends in der Fertigung, der Energiewende und der KI im Einklang stehen.

Unsere kurzfristige Strategie basiert auf praktischen Überlegungen. Wir gehen davon aus, dass der US-Geldkreislauf kurz vor seinem Höhepunkt steht, aber die Aussichten nach diesem Höhepunkt sind alles andere als klar. Wir gehen davon aus, dass die Zinssätze im Jahr 2024 sinken werden, schätzen das Ausmaß dieses Rückgangs jedoch nur vorsichtig ein. In diesem unsicheren Umfeld, in dem das Risiko einer (schweren) Rezession weiterhin besteht, sollten sich Unternehmen mit einem hochwertigen Profil und einer geringen Verschuldung als widerstandsfähiger erweisen.

Wir plädieren für eine Verlagerung hin zur Stabilität der Industrieländer und priorisieren Unternehmen mit soliden Cashflows, EPS-Absicherung und einem niedrigen Verschuldungsprofil. Diese defensive Haltung steht im Einklang mit unserer Anerkennung der erhöhten Risiken im aktuellen Umfeld.

Wenn wir weiter in die Zukunft blicken, sehen wir Chancen für eine optimistischere Wende. Möglicherweise könnte ein neues „Goldilocks-Szenario“ entstehen, das durch höhere Inflation und Zinssätze gekennzeichnet ist, die jedoch niedriger sind als heute. Wir glauben, dass dieser Hintergrund ein überzeugendes Narrativ für globale Aktien prägen wird, insbesondere für die Arten von Unternehmen, in die wir tendenziell investieren. Hochwertige, nachhaltige Unternehmen mit einem dicken Fell sollten in der Lage sein, ihre Umsätze (und Dividenden) parallel zum realen Wirtschaftswachstum zu steigern. Das Risiko dieses harmloseren Szenarios besteht in einer anhaltenderen oder sogar höheren Inflation, die die Zentralbanken noch viel länger am Haken halten könnte.

Die meisten Zentralbanken der Welt befinden sich auf oder kurz vor dem Höhepunkt eines Zinserhöhungszyklus. Es gibt jedoch ein Land, das noch nicht damit begonnen hat: Japan. Nach drei Jahrzehnten sehr niedriger Zinsen und fehlender Inflation war die japanische Wirtschaft im Jahr 2023 mit deutlichen Preissteigerungen konfrontiert. Dies hat viele Marktteilnehmer, darunter auch uns, dazu veranlasst, den Fall Japan erneut zu prüfen. Im Jahr 2024 werden alle Augen auf die Bank of Japan gerichtet sein. Wird sie ihre äußerst gemäßigte Geldpolitik beenden? Sollte dies der Fall sein, könnte dies weitreichende Folgen für die japanische Wirtschaft haben und zu einer Neubewertung japanischer Vermögenswerte führen.

### Anleihen - Zurück im Spiel

Die Nominalrenditen sind auf das Niveau von vor 2008 gestiegen und bieten reale Renditen auf dem höchsten Niveau dieses Jahrzehnts. Unser Ausblick für 2024 geht von einer möglichen Rezession und Zinsbewegungen aus und bevorzugt Positionen mit längerer Duration. Da wir mit sinkenden Zinsen rechnen, gehen wir davon aus, dass Anleihen mit längerer Laufzeit an Wert zulegen werden, sodass Anleger von unmittelbaren Kapitalgewinnen profitieren können.

Bei den Spreads ist aufgrund der bereits hohen Bewertungen Vorsicht geboten. Das aktuelle Bewertungsniveau deutet darauf hin, dass die potenzielle Rendite für die Übernahme von Kreditrisiken angesichts des aktuellen Preisniveaus begrenzt sein könnte. Während die Spreads von High Yield-Anleihen auf lange Sicht eine gute Tragweite haben, könnte die derzeitige Höhe ihre Fähigkeit, als zusätzlicher Treiber für den Preisanstieg zu dienen, einschränken. Diese Vorsicht ist besonders wichtig angesichts möglicher Konjunkturlauten, die zu erhöhter Volatilität führen und die Wertentwicklung festverzinslicher Vermögenswerte beeinträchtigen könnten. Daher verfolgen wir einen wachsamem Ansatz bei der Beurteilung der Spread-Bewertungen im Jahr 2024.

Während für uns die Zeit in den Märkten Vorrang vor dem Timing der Märkte hat, erwarten wir taktische Möglichkeiten zur Anpassung der Allokationen, sollte sich das makroökonomische Umfeld verschlechtern. In solchen Szenarien werden hochwertige Kredite immer attraktiver. Unser jüngster Auswahlprozess konzentrierte sich auf die Identifizierung von Managern und Strategien, die am besten positioniert sind, um von dem Umfeld zu profitieren, das wir im Jahr 2024 erwarten.

Besonders begeistert sind wir von der wachsenden Zahl von Strategien und Managern, die verantwortungsvolles Investieren auf raffinierte Weise in ihren Ansatz integrieren. In Europa beispielsweise hat der konstruktive regulatorische Hintergrund, einschließlich Initiativen im Zusammenhang mit dem Green New Deal, dem Pariser Abkommen und anderen, den Weg für festverzinsliche Lösungen geebnet, die Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekte (ESG) sinnvoll berücksichtigen. . Sollte der nächste Marktzyklus im Jahr 2024 beginnen und eine tiefe Rezession vermieden werden, erwarten wir eine Wiederbelebung der Nachfrage nach verantwortungsvollen Lösungen wie solcher, die die damit verbundenen festverzinslichen Vermögenswerte unterstützen.

Bei kurzfristigen Überlegungen zu Schuldtiteln aus aufstrebenden Ländern ist Vorsicht und eine aktive Auswahl geboten. Die strukturellen Probleme Chinas, gepaart mit der überaus hohen Verschuldung und der Erwartung längerfristig höherer Zinssätze, könnten zu den nötigen Herausforderungen führen. Längerfristig sind wir jedoch davon überzeugt, dass die Fundamentaldaten der aufstrebenden Länder stark sind, und erwarten positive Renditen für Anleger, die Staatsanleihen in ihre strategische Vermögensallokation einbeziehen.

Die aktive Verwaltung solcher Allokationen kann für die dringend benötigte Stabilität der Portfolios für 2024 und darüber hinaus sorgen. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Anleihen immer mehr zu einer attraktiven Ergänzung von Portfolios werden – sie sind wieder im Spiel.

### Immobilien - Ein neuer Zyklus steht bevor

Im globalen Immobiliensektor waren die letzten fünf Quartale eine herausfordernde Korrekturphase. Europäische Immobilien haben dies zu spüren bekommen, da sie früher mit der Neubewertung begonnen haben als beispielsweise die USA. Während wir uns durch diese Phase bewegen, stellt sich nicht die Frage, *ob* sich die Stimmung verbessern wird, sondern *wann*.

Die asiatische Landschaft weist eine klare und robuste Dichotomie auf. Einerseits beobachten wir anhaltende und beeindruckende Fortschritte, insbesondere in Japan, Südkorea und Singapur, wo die Marktleistung weiterhin glänzt. Umgekehrt ist in China und Hongkong eine Neukalibrierung im Gange, da die Märkte einer Neubewertung unterzogen werden. Anhaltende Unsicherheiten in der Binnenwirtschaft, die durch eine drohende Immobilienkrise noch verschärft werden, erschweren die Konsumausgaben. Dies, gepaart mit dem Abfluss von internationalem Kapital, verschärft die Komplexität des Immobilieninvestmentmarkts und stellt ihn vor gewaltige Herausforderungen. Unsere allgemeine Haltung zur Asien-Pazifik-Region bleibt zwar kritisch, aber auch optimistisch und konzentriert unsere positive Einstellung auf ausgewählte reife Märkte mit nachgewiesener Widerstandsfähigkeit und Stabilität.

Kurzfristig hängt die Entwicklung von makroökonomischen Faktoren ab. Wenn das Wachstum anhält und die Zinssätze bei etwa 4 % bleiben, könnten sich Immobilien dank robuster zugrunde liegender Cashflows und Einkommenswachstum als widerstandsfähig erweisen. Umgekehrt könnten ein schwächeres makroökonomisches Umfeld und eine sinkende Inflation zu niedrigeren Zinssätzen führen und möglicherweise die Attraktivität hochwertiger Immobilien erhöhen. Trotz potenzieller Refinanzierungsherausforderungen gehen wir für die Anlageklasse von einer Verbesserung ab dem ersten Halbjahr 2024 aus.

Die Dynamik auf dem globalen Immobilienmarkt variiert je nach Region. Europa verzeichnet stabilisierte Kapitalisierungsraten im Logistiksektor, im Gegensatz zu steigenden Kapitalisierungsraten im Wohnimmobiliensektor. Die Wohnungsnot in wichtigen Städten unterstreicht die anhaltende Nachfrage nach Wohnimmobilien. Der durch die Demographie getriebene Wohnimmobiliensektor und der durch die anhaltenden Auswirkungen der Digitalisierung getriebene Industriesektor bleiben angesichts dieser Angebots- und Nachfragedynamik Strategien mit hoher Überzeugungskraft.

Auf der anderen Seite ist der Bürosektor mit Unsicherheiten im Zusammenhang mit Homeoffice und veralteten Räumlichkeiten konfrontiert, insbesondere solchen, denen es an Umweltkonformität mangelt. Insbesondere in Büros werden weiterhin Preisanpassungen vorgenommen, was weltweit Anlass zur Sorge gibt, insbesondere in Regionen mit geringen Rückkehrzahlen ins Büro wie den USA, Europa und Australien.

Zu den zu berücksichtigenden Implementierungsstrategien gehören:

- Sektoren: Anleger könnten eine vorsichtige Haltung bei der Neubewertung des Bürosektors in Betracht ziehen, insbesondere in Regionen mit niedrigen Return-to-Office-Raten. Umgekehrt bieten der Wohn- und Industriesektor langfristige Chancen, begünstigt durch Wohnungsknappheit und demografisch bedingte Nachfrage.
- Refinanzierungsherausforderungen und Marktdynamik: Erwartete Refinanzierungsprobleme können sich auf risikoreiche Fonds auswirken und zusätzliche Sicherheiten erforderlich machen. Gleichzeitig unterstreichen die

Erwartungen hinsichtlich weiterer Bewegungen der Kapitalisierungszinsen die Notwendigkeit eines ausgewogenen Ansatzes für Kapitalisierungs- und Finanzierungszinsen.

- Weltweite Variationen: Der Immobilienmarkt entfaltet sich als dynamische Landschaft mit unterschiedlichen Trends in Europa, den USA und APAC. Die Sensibilität gegenüber Zinsänderungen und wirtschaftlicher Stabilität erfordert differenzierte Strategien in allen Regionen.
- Alternativen und Nuancen: Immobilienkreditstrategien haben sich im aktuellen Klima hoher Zinsen und strengerer Kreditvergabestandards als bedeutende Chance erwiesen und alternative Finanzierungen ins Rampenlicht gerückt. Wir schlagen vor, nicht zusammenhängende Alternativen wie Arztpraxen, Seniorenunterkünfte und private Lagerräumlichkeiten (Self Storage) zu erkunden, insbesondere in den USA. Unterdessen herrscht bei Büros und Einzelhandel aufgrund des strukturellen Überangebots Vorsicht, mit differenzierten Überlegungen zur anhaltenden Stärke in Asien.

### Absolute-Return-Strategien - Nutzung alternativer Renditequellen

Bei der Verfolgung von Absolute-Return-Strategien liegt der Fokus weiterhin auf der Nutzung alternativer Renditequellen unabhängig von der Ausrichtung der Risikomärkte. Das übergeordnete Ziel besteht darin, langfristig stetig positive absolute Renditen mit begrenzter Volatilität und ohne Korrelation zu den Aktien- und Rentenmärkten zu erzielen. Dieses Engagement führt zu einem diversifizierten Anlageportfolio, das einzigartige Strategien für eine Vielzahl von Anlageklassen, Sektoren, Regionen und Wertpapieren umfasst.

Im Jahr 2023 boten traditionelle Anlagen in Aktien und Rentenmärkten zwar Vorteile, brachten aber auch eine wesentliche Volatilität mit sich. Im Gegensatz dazu wiesen Absolute-Return-Strategien weiterhin ein risikoarmes Renditeprofil mit geringer Korrelation zu anderen Anlageklassen auf, was zu einem ausgewogeneren Gesamtportfolio für die Kunden führte.

Mit Blick auf das Jahr 2024 wird das makroökonomische Umfeld voraussichtlich von einer strukturell höheren Inflation und einem schwächeren Wirtschaftswachstum geprägt sein. Faktoren wie De-Globalisierung, Klimapolitik, angespannte Arbeitsmärkte, eingeschränkte Energieversorgung und geopolitische Spannungen tragen zum anhaltenden Inflationsgespenst bei. Dies bietet Absolute-Return-Strategien die Möglichkeit, ihre Vorteile gegenüber langfristigen orientierten Anlegern unter Beweis zu stellen. Darüber hinaus profitiert das Portfolio durch innovative und Nischenmaßnahmen direkt vom Umfeld mit höheren Renditen, was die Widerstandsfähigkeit dieser Strategie bei der Bewältigung unterschiedlicher Marktdynamiken unterstreicht.

Zu den attraktiven Chancen zählen kurz- und mittelfristig Strategien wie Spezialfinanzierungen, Risikotransferstrategien, Hypothekenbedienungsrechte und opportunistische Privatkredite, die eine geringe Sensitivität gegenüber den Aktienmärkten aufweisen und starke, eigenwillige, renditeorientierte Renditen bieten. Weitere Schwerpunkte sind diskretionäre globale Makrostrategien, bei denen die Möglichkeiten breit und vielfältig erscheinen.

Längerfristig erscheint eine Konzentration auf Wertschöpfungszentren rund um die Energiewende und das Digital Asset Ecosystem (DAE) vielversprechend, da sich die globale Landschaft weiter weiterentwickelt.

Ein besonderes Merkmal dieser Absolut-Return-Strategie ist das bewusste Bemühen, die Anfälligkeit des Portfolios gegenüber Schwankungen der Risikomärkte und Zinssätze zu verringern. Eine strategische Positionierung ist von

grundlegender Bedeutung für die Erwartung einer nachhaltigen Leistung in verschiedenen Wirtschaftsszenarien und stärkt das Engagement für die Erzielung verlässlicher Renditen.

Risikomanagement und einzigartige Anlagemöglichkeiten werden durch die Suche nach unkorrelierten Chancen mit niedrigem Markt-Beta geleitet. Wir betrachten dies als Grund zur Vorsicht und glauben, dass einzigartige Anlagemöglichkeiten, die sich durch minimale Kreuzkorrelationen auszeichnen, strategisch positioniert sind, um der Marktvolatilität standzuhalten und beständig Renditen zu liefern.

Gegenwärtig erwarten wir, dass die Aktienrenditen angesichts des Drucks durch Zinsen, Inflation, wirtschaftliche und geopolitische Herausforderungen und aktuelle Bewertungen unter ihrem langfristigen Durchschnitt liegen werden. Auf relativer Basis erscheinen Kredit- und festverzinsliche Wertpapiere angesichts höherer Renditen und moderat attraktiver Spreads ansprechender.

Während wir uns auf die Bewältigung der Komplexität des Marktumfelds im Jahr 2024 vorbereiten, positionieren sich Absolute-Return-Strategien so, dass sie sich an die sich entwickelnden Marktbedingungen anpassen können. Der Fokus liegt weiterhin auf der Erzielung eines stetigen Wachstums mit begrenzter Volatilität und stützt sich dabei auf eine breite Palette von Strategien, unterstützt durch ein tiefes Verständnis der Marktdynamik. Der Schwerpunkt auf unkorrelierten Chancen und Risikomanagement spiegelt unser Engagement wider, den Anlegern verlässliche Renditen zu bieten.

### Multi-Asset-Strategien - Strategische Anpassungen

Impact Investments sind aus unserer Sicht unerlässlich, insbesondere im turbulenten Umfeld des Jahres 2023, das durch die Rückkehr des Konflikts im Nahen Osten, humanitäre Verwüstungen, erhöhte geopolitische Spannungen und die eskalierenden Auswirkungen des Klimawandels gekennzeichnet ist. In diesem herausfordernden Umfeld erfordert die Weiterentwicklung des Impact-Investments ein umsichtiges Management. Unser aktueller Ansatz umfasst eine gründliche Bewertung neu auftretender Schwachstellen angesichts der anhaltenden Auswirkungen von Zinserhöhungen.

Wir erkennen potenzielle Herausforderungen und passen unser Engagement strategisch an, indem wir das öffentliche Eigenkapital reduzieren und das Engagement in festverzinslichen Wertpapieren diversifizieren, sowie durch private Kredite. Bei den Aktien stellen wir eine Ertragsschwäche fest und rechnen mit weiteren Herausforderungen, da die Zinsen weiterhin hoch sind. Unterdessen profitieren festverzinsliche Anlagen von höheren Renditen und einer erhöhten Nachfrage nach alternativen Kreditoptionen aufgrund der verschärften Kreditvergabe der Banken. Diese strategischen Vermögensallokationsentscheidungen sind von zentraler Bedeutung für unsere auf die Rezession vorbereitete Strategie.

Auf absehbare Zeit ziehen wir uns vom Risikokapital zurück, da wir unsere maximale Zuteilung für Impact Fonds erreicht haben. Kurzfristig bewegen sich Kapitaljahrgänge in diesem Bereich auf der J-Kurve und sind auf Erfolgskurs, wenn der Markt positiv wird. Zu den weiteren Risikominderungsmaßnahmen gehören private Schuldenfonds, in deren Rahmen alternative Ausstiegsstrategien und Schuldenumstrukturierungen geprüft werden, um die Liquiditätsreserven zu erweitern.

Unser Engagement geht über die Risikominderung hinaus. Wir positionieren unser Portfolio strategisch, um Herausforderungen zu meistern und Chancen zu nutzen. Unser Ziel ist es, Investitionen auf Impact Themen und Regionen auszurichten und über die finanzielle Rendite hinaus positive Veränderungen dort herbeizuführen, wo Lösungen am meisten benötigt werden. Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen erweist sich die Konzentration auf die afrikanische



Infrastruktur als entscheidende Chance für den sozioökonomischen Fortschritt und die Bewältigung der Herausforderungen des eingeschränkten Zugangs zu Dienstleistungen sowie Umweltbedenken. Dazu gehört eine robuste Infrastruktur für erneuerbare Energien, digitale Infrastruktur und Logistik, die ein nachhaltiges, integratives Wachstum fördert – und das alles bei gleichzeitiger Erzielung einer marktüblichen Rendite, die sich von der Investition in börsennotierte Märkte unterscheidet, was zusätzliche Diversifizierungsvorteile bietet.

Mit Blick auf die Zukunft steht unser langfristiger Ausblick im Einklang mit einer strukturell höheren Inflation, den derzeit höchsten Zinssätzen und einem vorsichtigen Optimismus hinsichtlich eines gedämpften globalen Wachstums. Nachdem das Negativzinsumfeld hinter uns liegt, gewinnt die Fundamentalanalyse bei der Anlageauswahl wieder an Bedeutung. Die aufstrebenden Länder, insbesondere in Asien, gelten als besser für Wachstum positioniert als die Industrieländer. Die jüngsten Due-Diligence-Prüfungen haben unsere Zuversicht gestärkt.

Indien mit seiner vorteilhaften Position im Handel und als offene Demokratie wird von der globalen Dynamik profitieren. Unsere starke Überzeugung von den Wachstumsaussichten Indiens spiegelt sich in unserem bewussten Engagement wider, das auf Fundamentaldaten basiert. In Indien tätigen wir unsere einzige Einzelland-Fondsinvestition, und unser Engagement zeigt sich durch einen vollständig in USD abgesicherten privaten Schuldenfonds, der sich auf KMU, Landwirtschaft, Fahrzeug- und Mikrokreditfinanzierungen konzentriert, um den Zugang zu Finanzmitteln zu erleichtern. Dieser strategische Ansatz stellt sicher, dass unser Portfolio angesichts der sich entwickelnden globalen Herausforderungen widerstandsfähig, wirkungsvoll und gut positioniert bleibt.

### Private Equity - Stabile Größe in der Mitte

Private Equity befindet sich inmitten erheblicher Veränderungen, die durch veränderte Marktstimmungen, finanzielle Veränderungen und geänderte Aussichten beeinflusst werden und tiefgreifende Auswirkungen auf Anlagestrategien und Portfoliomanagement haben.

Teure Finanzierungen haben die Mega-Buyout-Rallye gestoppt und wirken sich aufgrund der gestiegenen Zinssätze auf Risikounternehmen und Large-Cap-Käufer aus. Die Suche nach IPO-abhängigen Käufern in einem engen Markt erschwert die Suche nach Käufern, insbesondere für mittelständische Unternehmen in den Bereichen Software, Einzelhandel und Konsumgüter, die vor Herausforderungen bei der Refinanzierung, Preisgestaltung, Unterbrechungen der Lieferkette und der Vergleichbarkeit der Bewertungen stehen.

Das mittlere Marktsegment zeigt jedoch eine größere Widerstandsfähigkeit gegenüber höheren Zinssätzen und legt Wert auf Wertschöpfung durch betriebliche Verbesserungen, Fusionen und Übernahmen sowie Professionalisierung. Die Diversifizierung der Ausstiegswege über Börsengänge hinaus zeigt die Anpassungsfähigkeit dieses Segments.

Es werden längere Haltezeiträume erwartet, was die Bedeutung der Managerauswahl angesichts eines möglicherweise langsameren Investitionstempos aufgrund des begrenzten kostengünstigen Kapitals unterstreicht. Die Unterscheidung zwischen Managern im obersten Quartil und anderen kann sich aufgrund längerer Haltezeiträume und potenzieller Verluste bei Sekundärtransaktionen auf die interne Rendite (IRR) auswirken. Private-Equity-Strategien entwickeln sich weiter und konzentrieren sich auf Wachstum im mittleren Marktsegment, nachhaltige Trends, verhaltene Hebelwirkung und praktische Wertschöpfung. Buyout-Strategien konzentrieren sich auf betriebliche Verbesserungen, Distressed-Debt-Investitionen bieten Chancen in Zeiten des Abschwungs, während in besonderen Situationen überdurchschnittliche Renditen durch komplexe Chancen angestrebt werden.

## 5. Makroökonomische Szenarien

Während sich die vorherigen Abschnitte auf den 5-10-Jahres-Horizont konzentrierten, befasst sich dieser Abschnitt mit dem kurzfristigen, zyklischen Horizont (2024-2025) und beleuchtet unseren makroökonomischen Szenario-Rahmen.

Nach zwei Jahrzehnten mit einer unter dem Zielwert liegenden Inflation wird sie in den kommenden Jahren strukturell höher ausfallen. Die Geschwindigkeit, mit der dieser wirtschaftliche Regimewechsel stattfinden wird, wird darüber entscheiden, wo wir im Kontext unseres makroökonomischen Szenario-Rahmens stehen. Darüber hinaus besteht bei jedem grundlegenden Regimewechsel ein großer Spielraum für politische Fehler, und solche potenziellen Fehler sind wichtige Faktoren für den Übergang von einem Makroszenario zum anderen.

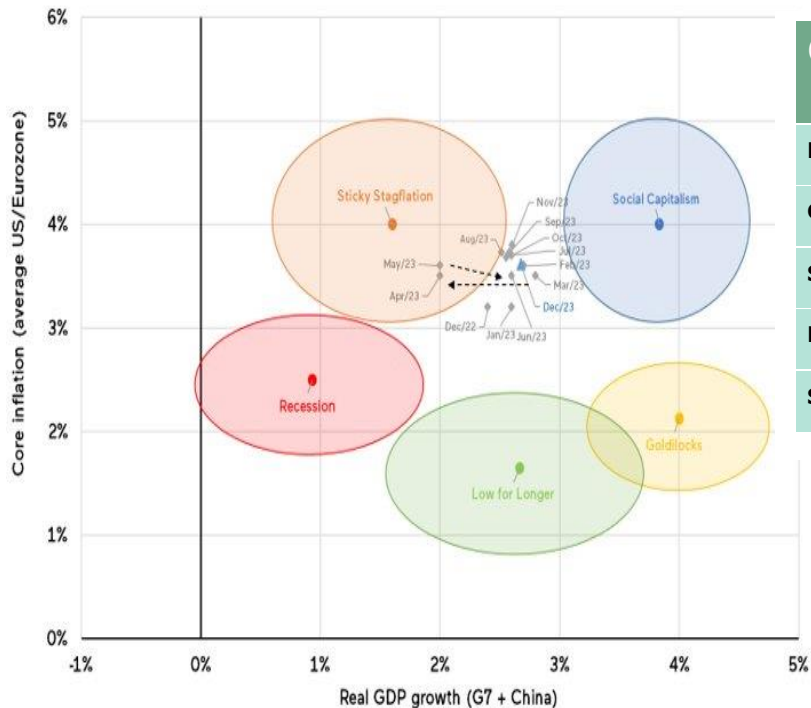
Angesichts des Ausmaßes der geldpolitischen Straffung im Jahr 2023 gehen wir davon aus, dass die Inflation von ihrem Höchststand weiter zurückgehen wird und dass sich das Wirtschaftswachstum sowohl in den USA als auch in Europa im Jahr 2024 abschwächen wird (Rezession, 40 %). Wenn die Zentralbanken ihre Sparzyklen zu früh beginnen, bevor die Inflation unter Kontrolle ist, könnte dies zu einer zähen Inflation führen, die durch die oben beschriebenen sechs Ds (Stagflation, 30 %) angetrieben wird. Sollte der Fed ein „soft landing“ gelingen oder es nur zu einem leichten und kurzlebigen Rückgang kommen, könnte dies schnell einem neuen Zyklus Platz machen, der durch Investitionszyklen im Zusammenhang mit der Energiewende und KI gekennzeichnet ist (Neue Goldilocks, 15 %).

Wir stellen fest, dass die Gesamtwahrscheinlichkeit für die drei Szenarien Rezession, Stagflation und Neue Goldilocks bei ganzen 85 % liegt. Da 2024 ein Wahljahr ist, gehen wir davon aus, dass Finanzpolitik und staatliche Eingriffe weniger im Vordergrund stehen werden, auch wenn die Rhetorik laut sein wird und es Signale dafür geben wird, was in den kommenden Jahren zu erwarten ist (Sozialer Kapitalismus, 15 %). Schließlich haben wir angesichts der anhaltenden Inflation und der Erwartung, dass die Zinssätze längerfristig höher („higher for longer“) sein werden, dem Szenario längerfristig niedrig („low for longer“) eine geringe Wahrscheinlichkeit zugeschrieben (5 %).

Wir haben diese Niedrig-Kategorie aufgrund der geringen Wahrscheinlichkeit aus unseren Kapitalmarktannahmen (CMAs) entfernt, sie sind jedoch noch nicht vollständig vom Tisch. Sollten die Zentralbanken ihre Geldpolitik zu aggressiv verschärft haben und es zu einer Rezession kommt oder wir einen erheblichen Trend zur Desinflation sehen, könnten wir zu einem solchen Umfeld zurückkehren. Wir behalten es daher als Teil unseres makroökonomischen Szenario-Rahmens für 2024–2025 bei.

Im Folgenden skizzieren wir unseren makroökonomischen Szenario-Rahmen und beschreiben die einzelnen Szenarien näher. Wir geben auch unsere Schätzungen zu ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit in den nächsten zwei Jahren, 2024-2025, ab.

**Makroökonomischer Szenario-Rahmen für 2024–2025**



(%)	AIO 2024	AIO 2023	AIO 2022
<b>Längerfristig niedrig</b>	5	15	30
<b>Goldilocks</b>	15	5	30
<b>Sozialer Kapitalismus</b>	10	20	20
<b>Rezession</b>	40	30	25
<b>Stagflation</b>	30	30	5

Quelle: Anthos Fund & Asset Management, Farbige Punkte zeigen Szenarioergebnisse für 2024–2025. Die graue Raute zeigt die zuletzt erzielten Ergebnisse. Das dunkelblaue Dreieck zeigt die Bloomberg-Konsensprognose für Wachstum und Inflation in den nächsten zwei Jahren (2023–2024).

**Rezession (40 % Wahrscheinlichkeit)**

- Historisch gesehen löste die Fed 8 von 9 Mal eine Rezession aus, während sie versuchte, die Inflation durch geldpolitische Straffungsmaßnahmen in den Griff zu bekommen. Die einzige weiche Landung wurde 1994 verzeichnet, und die Bedingungen waren weitaus milder als heute.<sup>4</sup>
- Die historische Geschwindigkeit, mit der die Fed die Zinsen angehoben hat (von 0 auf 5,5 % in 12 Monaten), führt die Wirtschaft mit einer Verzögerung von etwa 12 Monaten in eine Rezession.
- Das schlimmste Szenario wäre eine tiefe und umfassende globale Rezession, bei der das BIP sinkt und die geopolitischen Spannungen an einer Reihe plausibler Orte – der Ukraine/Russland, Israel/Palästina, China/Taiwan/USA – eskalieren, was zu restriktivem Handel und Unterbrechungen bei der Lebensmittel- und Energieversorgung führt. Dies führt zu einer neuen Welle von Inflationsanstiegen, die Verbraucher- und Geschäftsstimmung wird durch hohe Kosten, steigende Arbeitslosenquoten und die Verkürzung des Kreditzyklus getrübt, was zu bedeutenden höheren Ausfallquoten und Insolvenzen von 8–10 % führt (wie es in der Finanzkrise der Fall war).

<sup>4</sup> <https://www.vox.com/policy-and-politics/2022/12/15/23508155/federal-reserve-inflation-recession-soft-landing>

- Im besten Fall kommt es nur zu einer technischen Rezession mit einem „Frühjahrsputz“ an Zahlungsausfällen und Insolvenzen (4-5 %), die Inflation bleibt unter Kontrolle, die geopolitischen Spannungen werden eingedämmt und die zentralistischen Wahlnachrichten sind durchweg positiv, was auf ein erneuertes Gefühl des staatlich geförderten Kapitalismus als Weg nach vorne hindeutet.
- Inmitten einer Fülle gegensätzlicher Herausforderungen ist der Spielraum für politische Fehler groß. Sowohl bei der Pandemie als auch beim Einmarsch Russlands in die Ukraine haben wir gesehen, wie „schnell und vollständig“ politische Entscheidungsträger ihre Prioritäten in stressigen Zeiten ändern, sodass dasselbe zu erwarten ist, wenn es zu erheblichen geopolitischen Eskalationen kommt.
- Sollte das schlimmste Rezessionsszenario eintreten, könnten die Fed und andere verbündete Zentralbanken beschließen, die Zinssätze zu senken, um eine günstigere Kreditaufnahme zur Finanzierung von Verteidigungsinvestitionen zu ermöglichen und zu verhindern, dass die Volkswirtschaften in eine tiefe und langanhaltende Rezession fallen. Sie würden dies auf die Gefahr hin tun, dass die Inflation „hochläuft“, was in Zeiten, in denen vernetzte globale Lieferketten durch Spannungen unterbrochen werden, wahrscheinlich der Fall wäre.<sup>5</sup> Darüber hinaus betreiben Konfliktländer keinen Handel miteinander, sodass Inflationsspitzen von Energie und Nahrungsmitteln auf andere Sektoren übergreifen und zu einer stärkeren Inflation führen könnten.
- Die Landschaft, in der die Finanzpolitik agiert, verändert sich in diesem Worst-Case-Szenario abrupt. Die Finanzpolitik muss die Auswirkungen des Krieges bewältigen und gleichzeitig ein Umfeld steigender Inflation und Zinssätze, langsames Wirtschaftswachstum und hohe Schulden- und Kreditkosten bewältigen, die Haushaltsbeschränkungen immer verbindlicher machen. Wenn die Geldpolitik gelockert wird, könnten die Regierungen beschließen, das zu tun, was sie während der Pandemie getan haben, und zulassen, dass ihre Schulden auf unglaubliche Höhen ansteigen. Die niedrigeren Zinssätze in fortgeschrittenen Volkswirtschaften können sich positiv auf Schwellenländer auswirken, die Kredite in den USA aufnehmen und kurzfristig nicht in den Konflikt verwickelt sind. Dieser Lichtblick könnte jedoch nur von kurzer Dauer sein, wenn die Energie- und Nahrungsmittelinflation für Nettoimport-Schwellenländer unhaltbar wird. Das langfristige Ergebnis wird eine noch tiefere Divergenz zwischen Industrie- und aufstrebenden Ländern sein, mit erheblichen Auswirkungen auf die Bewältigung längerfristiger systemischer Probleme wie Armutsbekämpfung und Abwendung des Klimawandels.
- Ein etwas rosigeres Ergebnis in diesem Szenario sieht für die Zentralbanken keine Notwendigkeit vor, ihre geplanten und datengesteuerten geldpolitischen Kampagnen rückgängig zu machen. Da die Lehren der geopolitischen Spannungen angekommen und inzwischen gezügelt sind, halten die Fed und andere die Zinsen länger hoch, bevor sie wie geplant Mitte 2024 mit der Senkung der Zinsen beginnen. Bei ausreichender Vorwarnung geht das Wachstum leicht zurück, was zu einigen Zahlungsausfällen und Insolvenzen führt (siehe Abschnitt „Kapitalmärkte“ weiter unten). Die Inflation sinkt auf den Zielbereich von 2 %, was sich insgesamt positiv auf die Wirtschaft auswirkt, da sie ein Signal der Glaubwürdigkeit sendet, dass die Geldpolitik ihre Aufgabe effektiv erfüllt.
- In diesem Szenario übt die Finanzpolitik Zurückhaltung, um die Inflation nicht erneut anzukurbeln. Die Maßnahmen konzentrieren sich auf die Schwächsten und helfen ihnen, die Kosten zu decken. Die Unterstützung wird jedoch auf breiter Front zurückgefahren, da sich die Regierungen auf die Reduzierung der Schuldendefizite konzentrieren und im Einklang mit der Geldpolitik weitere Risiken für die Finanzstabilität vermeiden. Da die Rezession mild ist, bilden Haushaltsplanung und -versprechen einen wichtigen Teil der politischen Wahlkampfretorik. Populisten plädieren für ein lockeres und Liberale für ein diszipliniertes Vorgehen in der Zukunft.

<sup>5</sup> [https://www.yardeni.com/pub/mb\\_200518\\_excerpt.pdf](https://www.yardeni.com/pub/mb_200518_excerpt.pdf)

- Unabhängig davon, ob das schlimmste oder das beste Rezessionsszenario eintritt, sind die zugrunde liegenden Themen, die diesem Szenario zugrunde liegen, dieselben. Nämlich die Auswirkungen höherer und längerfristiger Zinssätze, die Fähigkeit der Unternehmen, Schulden zu finanzieren, und die daraus resultierenden Auswirkungen auf die Wirtschaftsstimmung.
- Für längere Zeit höhere Zinsen und Fremdfinanzierung: Da die Zinssätze länger höher bleiben, werden Unternehmen, die während der Pandemie Kredite zu niedrigen, festen Zinssätzen oder Kredite zu variablen Zinssätzen aufgenommen haben, nun aber fällig werdende Schulden refinanzieren müssen, da die Kosten der Verschuldung sonst untragbar werden. UBS schätzt den Wert der ausstehenden US-Leveraged-Darlehen auf rund 1,4 Billionen US-Dollar und die von privaten Kreditgebern verwalteten Vermögenswerte auf mehr als 1,5 Billionen US-Dollar. Nach Angaben der Ratingagentur Fitch stiegen die Zahlungsausfälle in den zwölf Monaten bis Juli auf 3 %, verglichen mit 1 % vor einem Jahr, und man geht davon aus, dass sie im Jahr 2024 auf 4,5 % ansteigen könnten. Umstrukturierungen und Insolvenzen dieser Größenordnung sind im Gegensatz zu der Schuldenkrise während der Finanzkrise, als die Kreditausfälle 10 % überstiegen, eher ein Frühjahrsputz. Wenn die Zinsen jedoch länger höher bleiben oder unser schlimmstes Rezessionsszenario eintritt, könnte die Zahl der in Schwierigkeiten geratenen Unternehmen steigen. In welchem Ausmaß hängt von der Tiefe und Breite der Rezession ab.
- Obwohl alle Unternehmen mit nicht abgesicherten variabel verzinslichen Schuldenständen anfällig sind, sind diejenigen, die während des jüngsten Deal-Booms durch Private-Equity-Buyouts mit zu hohen Bewertungen verschuldet wurden, besonders gefährdet.
- Da die Rezession das Gewinnwachstum verlangsamt, können sich Kreditnehmer ihre variabel verzinslichen Schulden nicht leisten. Den Unternehmen, die die Märkte für hochverzinsliche Anleihen erschlossen haben, anstatt sich ausschließlich auf Leveraged Loans zu verlassen, geht es besser als denen, die dies nicht getan haben. Auch die Märkte für private Schulden leiden unter den Ausfallraten, da die Undurchsichtigkeit des Marktes die Anlegerstimmung dämpft und zu einem Übergreifen auf den Leveraged-Loan-Markt führt.
- Wie wichtig die Rolle privater Märkte in der drohenden Kreditkrise ist, zeigt sich an der verstärkten Kontrolle durch die Aufsichtsbehörden im Jahr 2023: Im August kündigte die amerikanische Börsenaufsichtsbehörde (Securities and Exchange Commission) Regeln zur Erhöhung der Transparenz an, darunter die Forderung nach vierteljährlichen Finanzberichten. Im darauffolgenden Monat warnte die International Organization of Securities Commissions, eine globale Regulierungsbehörde, vor den Risiken der Fremdfinanzierung und der Intransparenz der Märkte für private Schulden.<sup>6</sup>
  - Durch die Flucht in „sichere Häfen“ übertreffen US-Staatsanleihen, der US-Dollar und Gold die Risikoanlagen, deren Wert mit dem Grad der Konfliktexposition abnimmt. Europäische und asiatische Währungen leiden unter der Anfälligkeit der Ölmärkte, sollte beispielsweise die Krise im Nahen Osten regional werden. Überschuldete Unternehmen und Vermögenswerte sind mit Zahlungsausfällen konfrontiert, und wenn die Geldpolitik gelockert wird, bedeutet die Refinanzierung von Schulden für diese Vermögenswerte eine kurze Atempause. Investitionen, die an reale, qualitativ hochwertige Vermögenswerte und nichtzyklische Sektoren gekoppelt sind, übertreffen die Erwartungen und können in schwierigen Zeiten sogar einen einkommensbasierten Puffer bieten. Strategische Sektoren wie Verteidigung, Energie und Technologie schneiden besser ab.

<sup>6</sup> <https://www.economist.com/finance-and-economics/2023/10/12/corporate-america-faces-a-trillion-dollar-debt-reckoning>

### Stagflation (30 % Wahrscheinlichkeit)

- Angesichts der anhaltend strengeren Geldpolitik zur Eindämmung der Inflation wird es im Jahr 2024 zu einer sanften Erholung des Wirtschaftswachstums kommen. Strengere Finanzierungsbedingungen und mangelnde Auslandsnachfrage belasten die Märkte aufstrebender Länder. Die Inflation hält an, wird aber den Prognosen zufolge allmählich zurückgehen, wenn die Nachfrage nachlässt und die Rohstoffpreise schwächer werden, sofern die längerfristigen Inflationserwartungen verankert bleiben.<sup>7</sup>
- Hartnäckige Probleme auf der Angebotsseite sorgen weiterhin dafür, dass die längerfristigen Inflationstreiber bestehen bleiben, auch wenn die eher vorübergehenden Treiber aufgrund der restriktiven Geldpolitik nachlassen. Es gibt drei Bereiche mit anhaltenden Versorgungsengpässen: Löhne (hauptsächlich in den USA), Wohnraum (hauptsächlich in den USA, aber auch in anderen Teilen der Welt) und Rohstoffe (wobei die Versorgungsengpässe bei Öl und Gas vor allem in Europa bestehen). Außerdem erhöht die oben beschriebene neue Weltwirtschaftsordnung den Inflationsdruck in diesem Szenario (De-Globalisierung).
- Der US-Arbeitsmarkt/das Lohnwachstum ist der Haupttreiber der Kerninflation. Die Arbeitslosigkeit muss stark ansteigen (auf 6,5 %), um das Lohnwachstum zu verlangsamen, und historisch gesehen beträgt die durchschnittliche Zeitspanne von einem Rückgang der Arbeitsmärkte bis zu einem geringeren Lohnwachstum etwa zwei Jahre. Allerdings müssen offene Stellen/Stellenangebote beseitigt werden, bevor die Arbeitslosigkeit zunimmt. Das bedeutet, dass der Arbeitsmarkt noch länger angespannt bleiben wird.
- Die Verbraucherstimmung leidet unter der höheren Arbeitslosigkeit, den Preisen und dem Immobilienvermögen. Die Haushalte erleben eine verminderte Kaufkraft und Unsicherheit über die Zukunft. Die Refinanzierung von Studiendarlehen und Lebensversicherungsansprüche werden zur schmerzhaften Realität. Politiker nutzen die Krise im Wahlkampf aus, was zu einem Anstieg populistischer Stimmungen führt.
- Geopolitische Spannungen und die OPEC-Politik führen zu einer Festigung der Rohstoffpreise. Je nachdem, in welchem Ausmaß die OPEC-Länder in einen Konflikt verwickelt werden, könnte der Ölpreis im schlimmsten Fall erheblich ansteigen, was zu größeren wirtschaftlichen Störungen führen und die Wirtschaft in ein Rezessionsszenario stürzen würde (siehe oben). Wenn sie eingedämmt werden, könnten höhere Ölpreise die Inflation länger hoch halten und die politischen Entscheidungsträger vor einen schwierigen Balanceakt stellen, während die Wirtschaft ins Stocken gerät.
- Nach Einschätzung von James Bullard von der Fed Reserve Bank of St. Louis war die Geldpolitik nicht restriktiv genug, um die Rekordinflation zu senken. Die Fed und die EZB blieben während ihrer gesamten Kampagnen hinter der Kurve zurück – obwohl sie als aggressiv galten.<sup>8</sup>
- Im letzten Jahr schrieben wir noch Folgendes: *Zunächst pausiert die Fed ihren aktuellen Straffungszyklus (oder kehrt ihn sogar um), während die EZB deutlich hinter der Kurve zurückbleibt (zu wenig, zu spät). Dies führt dazu, dass die Stagflation länger anhält und einen zweiten Straffungszyklus erfordert, um die Inflation wieder in ihren Toleranzbereich zu bringen. Dieser zweite Straffungszyklus ist an den Finanzmärkten nicht eingepreist, sodass sowohl Anleihen als auch risikovolle Vermögenswerte in diesem Szenario (Wiederholung des ersten Halbjahres 2022) Schwierigkeiten haben werden.* Wenn es wahr ist, dass die Geldpolitik nicht restriktiv genug war, könnte es zu einem zweiten Straffungszyklus kommen, wie oben beschrieben.

<sup>7</sup> World Bank Group, Juni 2023.

<sup>8</sup> War die Geldpolitik ausreichend restriktiv? James Bullard von der Fed Reserve Bank of St. Louis verwendet die geldpolitische Regel „Taylor“, um zu zeigen, dass die aktuelle Geldpolitik angesichts der aktuellen makroökonomischen Bedingungen (Stand Juni 2023) am unteren Ende dessen liegt, was wohl restriktiv ist. <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/2023/june/is-monetary-policy-sufficiently-restrictive>



- Die Regierungen versuchen, den Schaden in bestimmten Verbraucher- und Geschäftssegmenten durch fiskalische Anreize zu mildern, während die Zentralbanken die Zinsen länger hochhalten, um der hohen Inflation entgegenzuwirken.
- Aufgrund politischer Instabilität, Ungleichgewichten bei Angebot und Nachfrage bei Nahrungsmitteln und Energie sowie dem Risiko politischer Fehler sorgen die Volatilität und Liquidität der Finanzmärkte in diesem Szenario einer anhaltenden Stagflation weiterhin für ein herausforderndes Marktumfeld. Die Risikoprämien sollten strukturell höher sein als in der Zeit vor der Pandemie.
- Vermögensallokation: Bei einer Kerninflation von 4 % und nominalen US-Anleiherenditen von 5 % oder mehr dürfte die Aktien-Anleihen-Korrelation weiter in den positiven Bereich steigen: Aktien und Anleihen werden gleichzeitig verkauft, Staatsanleihen sind jedoch (noch) keine zuverlässige Absicherung gegen das Engagement in risikvollen Vermögenswerten. Bei der Diversifizierung müssen zunehmend Risiken gemanagt und Strategien gewählt werden, die nicht auf einer breiten Marktleistung basieren, um Renditen zu erzielen.

### „Neue“ Goldilocks (15 % Wahrscheinlichkeit)

- Wenn man davon ausgeht, dass das „neue“ Goldilocks-Szenario etwas anderes aufzeigt als das alte, dann sind es strukturell höhere Inflations- und Zinssätze (wenn auch niedriger als das Niveau von 2023).
- Trotz ihres Rekords (siehe Rezessionsszenario) gelingt der Fed ein „soft landing“: Sie bringt die Inflation unter Kontrolle, ohne eine Rezession auszulösen. Wenn einer der Hauptgründe dafür, dass die Inflation im Jahr 2023 stabil blieb, in der Stärke des Arbeitsmarktes lag, dann folgt daraus die Logik, dass ein schwächerer Arbeitsmarkt dazu beiträgt, den Inflationsdruck zu dämpfen. Trotz der Abkühlung bleibt der US-Arbeitsmarkt stark und die Beschäftigung ist auf einem extrem niedrigen Niveau.
- Moderates Wachstum in den USA steht gegenüber einem verhaltenen Wachstum in der Eurozone, wo die EZB hinter der Kurve zurückbleibt.
- Europa hat seit den ersten Tagen des Russland-Ukraine-Krieges erhebliche Fortschritte bei der Verbesserung der Effizienz und der Reduzierung des Energiebedarfs gemacht (Weltbank 2023). Dies hilft Europa, seinen Energiebedarf in diesem Winter zu decken und beseitigt damit eines der Abwärtsrisiken für das Wachstum. Im vergangenen Jahr trugen wärmeres Wetter und niedrigere Erdgaspreise dazu bei, dass Europa aufgrund der starken Arbeitsmärkte und des robusten Lohnwachstums wuchs. Dies treibt Europa im Jahr 2024 zu Wachstum an, dank der Herabstufung der Energiepreisprognosen und dank besser als erwarteten Daten. Nach der Talsohle im Jahr 2023 erreichte Europa ein Wachstum von X %, unterstützt durch Reformen und Investitionen, die von der Aufbau- und Resilienzfazilität (ARF, Instrument der NextGenerationEU) finanziert wurden.
- China verzeichnet ein besser als erwartetes Wachstum, unterstützt durch den beträchtlichen politischen Spielraum seiner Regierung. Der vom Dienstleistungssektor getragene Aufschwung ist weitgehend desinflationärer Natur und führt zu positiven Spillover-Effekten/Übertragung auf andere Regionen, da die Handelspolitik weniger restriktiv sowie offener und vernetzter wird.
- Die geopolitischen Risiken werden eingedämmt, da die USA und China eine Vereinbarung auf hoher Ebene und ein neues Kommuniqué erzielen, in dem Washington seine langjährige politische Neutralität bekräftigt und China sich verpflichtet, seine militärischen Drohungen zurückzufahren.
- Positive Wahlergebnisse veranlassen Regierungen, ihre Rhetorik von Schutz auf Zusammenarbeit umzustellen, um ein für beide Seiten vorteilhaftes nachhaltiges Wachstum anzukurbeln, und systemische Probleme der Armutsbekämpfung und des Klimawandels anzugehen, jetzt, da die Inflation in den Zielbereich gebracht wurde (verschiebende Prioritäten inmitten wechselnder Regime; siehe Szenario „Sozialkapitalismus“).

- Geld- und Finanzpolitik sind datenabhängig, harmlos und diszipliniert. Die Fed lockert weiterhin die Zinssätze, während die Regierungen ihre Unterstützung zurückfahren, da die Wirtschaft ihre Stabilisatoren entfernt. Neue Ankündigungen und Versprechen, die Haushalte auf längerfristiges nachhaltiges Wachstum auszurichten, nachdem die Hauptaufgabe, die Inflation auf dem Zielniveau zu halten und den Arbeitsmarkt stark zu halten, erfolgreich erfüllt wurde.
- Die US-Wirtschaft verzeichnet ein besser als erwartetes Wachstum, da die Fed mit der Lockerung ihrer Geldpolitik begonnen hat, was zu einer positiven Stimmung in den amerikanischen Unternehmen und einem Anstieg der M&A-Maßnahmen und der Verbraucherstimmung geführt hat.
- Die gestiegene Nachfrage nach KI- und Technologiesektoren führt zu einer Beschleunigung der Investitionen in F&E und zu einer neuen Welle privaten Kapitals in innovative Unternehmen und Ideen, vergleichbar mit dem Risikokapitalschub nach dem Zweiten Weltkrieg.
- Die Wachstumserwartungen steigen, was zu einem Ausverkauf bei Staatsanleihen und einer breit angelegten Markterholung an den Aktienmärkten und anderen Vermögenswerten führt. Die bisherige Widerstandsfähigkeit der Wirtschaftstätigkeit angesichts erheblicher Gegenwinde deutet auf die Gefahr hin, dass die Aussichten für große Volkswirtschaften besser sein könnten als derzeit geschätzt.
- Nicht-USD-Risikoanlagen wie Aktien europäischer oder aufstrebender Länder können die US-Werte übertreffen, und die globalen Risikoprämien (Kreditspannen) verengen sich weiter. Die Marktvolatilität bleibt im Durchschnitt gering, weist jedoch aufgrund der Anlegerstimmung gelegentliche Spitzen auf.

### Sozialkapitalismus (10% Wahrscheinlichkeit)

- Seit Jahren argumentieren wir, dass die Weltwirtschaft allmählich von einer säkularen Stagnation zu einem „staatlich geförderten Kapitalismus“ übergeht, in dem die „(un)sichtbare Hand einer großen Regierung“ zunehmend Einfluss auf die Volkswirtschaften nimmt, und argumentieren mit der Notwendigkeit, systemische globale Probleme wie Ungleichheit und Klimawandel anzugehen. Diese Verschiebung könnte dazu führen, dass sich gegensätzliche Umstände abspielen: eine positive Lage, bei der im Zuge globaler Zusammenarbeit gemeinsame Ziele erreicht werden, und eine negative Lage, bei der eine Renationalisierung der Politik und protektionistischer Populismus zu Misstrauen, Streit und sogar Zerstörung führen. Unser Sozialkapitalismus-Szenario umfasst Elemente dieser beiden gegensätzlichen Umstände, wobei der Schwerpunkt auf der Rolle einer größeren fiskalischen Dominanz und deren Auswirkungen auf die Märkte liegt.
- Politiker werden aggressiver in der Finanz-/Einkommenspolitik, der Steuerpolitik, der Finanzregulierung und der Umweltregulierung. Während fiskalische Anreize kurzfristig das Wachstum fördern, bremsen Maßnahmen zur Einkommensumverteilung letztendlich das Wirtschaftswachstum, die Investitionsausgaben und die Aggressivität der Unternehmen.
- Es lässt sich argumentieren, dass die fiskalischen Konjunkturmaßnahmen nach der Pandemie in den westlichen Volkswirtschaften die wahre Wirtschaftslage verschleierte. Die Fortsetzung dieses Szenarios bedeutet weitere Verzögerungen und eine weitere Inflation der Vermögenspreise, aber keine Inflation in der Realwirtschaft.
- Populismus provoziert fiskalpolitische Impulse: Nationalistische Agenden fördern nach innen gerichtete Strategien. Regierungen, die unbedingt Wirtschaftswachstum demonstrieren möchten, aber nicht in der Lage sind, monetäre Instrumente zur Ankurbelung der Wirtschaft einzusetzen, tätigen weiterhin aggressive Haushaltsausgaben, unter anderem zur Unterstützung der Energiewende zur Bekämpfung des Klimawandels. Die Sparmaßnahmen sind von gestern, größere Defizite sind angesagt, und es dürften mehr Zahlungen direkt erfolgen.

- Dieses Szenario kombiniert ein höheres kurzfristiges Wirtschaftswachstum mit einer hohen Inflation durch Staatsausgaben zur Stützung der realen Verbrauchereinkommen. Ein weiterer Treiber dieser Haushaltsausgaben ist die Auseinandersetzung des Westens mit der oben beschriebenen neuen Wirtschaftsweltordnung: Investitionen sind in drei Bereichen erforderlich: Verteidigung, Rohstoffe (Lebensmittel und Energie) und Energiewende. Ein gemeinsamer Nenner in all diesen Bereichen (Rohstoffintensität) macht die Ausgaben besonders inflationär.
- Produktivität kann die Inflation nicht ausgleichen: Ohne die Vorteile eines positiven angebotsseitigen Schocks (mehr Investitionsausgaben führen zu höherer Arbeitsproduktivität – siehe „Goldilocks“-Szenario) verschärft sich die Lage auf den Arbeitsmärkten weiter, was weiteren Druck auf die Löhne ausübt. In Kombination mit höheren Rohstoffpreisen führt dies zu einer höheren Inflation, die deutlich über den Zielen der Zentralbank bleibt.
- Die Kerninflation wird sich in diesem Szenario bei etwa 4 % einpendeln, was höher ist als im aktuellen Sozialkapitalismus-Szenario 2022–2023, da wir auf einem höheren Niveau starten und von angespannteren Produkt- und Arbeitsmärkten ausgehen. Der Hauptunterschied zum Stagflation-Szenario ist ein höheres Wirtschaftswachstum durch fiskalische Anreize.
- Boom der Immobilienpreise. Angesichts des knappen Wohnungsangebots befeuern niedrige Zinssätze und die Verlagerung auf Heimarbeit die Nachfrage nach Wohnraum und führen zu einem Immobilienpreisboom in westlichen Volkswirtschaften (mehr als 7 % pro Jahr, seit der globalen Finanzkrise 2008 – BIZ-Daten). Dies verstärkt sowohl den Kerninflationsdruck (insbesondere in den USA, wo die Schutzinflation etwa 30 % zur Kerninflation und 40 % zur Gesamtinflation beiträgt) als auch eine weitere Zunahme der finanziellen Ungleichgewichte im Haushaltssektor.
- Gewinnrückgang belastet Bilanzen: Angesichts der hohen Verschuldung der Unternehmensbilanzen beginnen die Kreditmärkte, höhere Unternehmensausfälle einzupreisen, und die Kreditspannen weiten sich aus. Dadurch nähern sich die realen Kapitalkosten der Rendite des investierten Kapitals an, was wiederum die Investitionstätigkeit der Unternehmen beeinträchtigt. Obwohl das Umsatzwachstum aufgrund des starken nominalen BIP-Wachstums weiterhin stark ist, üben steigende Zinsen, höhere Lohnzuwächse und höhere Steuern Druck auf die Gewinnmargen der Unternehmen aus. Das nominale BIP wächst schneller als die nominalen Gewinne, was bedeutet, dass der Anteil der Unternehmensgewinne am BIP sinkt (und Arbeitnehmer/Löhne einen größeren Anteil am Wirtschaftskuchen vereinnahmen).
- Die Risikobereitschaft der Unternehmen und Finanzmärkte nimmt ab. Nach einem anfänglichen Boom bei Fusionen und Übernahmen, Aktienrückkäufen und anderen finanztechnischen Aktivitäten begannen die Märkte, von höheren Zinssätzen auszugehen. Dies verschärft die finanziellen Bedingungen und übt Druck auf die Vermögensbewertungen aus.

### Längerfristig niedrige Zinssätze (5 %)

- Auch wenn dies unplausibel ist, könnte eine Rückkehr zu einem Umfeld mit „längerfristig niedrigen“ Zinssätzen durch ein Ereignis wie eine tiefe Rezession oder eine Rückkehr der Inflation unter den Trend ausgelöst werden.
- Trotz aller Bemühungen der Zentralbanken, das Wirtschaftswachstum durch niedrige Zinssätze und geldpolitische Instrumente anzukurbeln, steckt die Weltwirtschaft weiterhin in der Desinflation fest. Ein wesentlicher Treiber dieses Phänomens ist der Eintritt Indiens in die globalen Märkte, der einen positiven Angebotsschock auslöst. Indiens großer Arbeitsmarkt und Ressourcen führen zu einer Steigerung der Produktion, einem intensiveren Wettbewerb und einer Senkung der Produktionskosten Infolgedessen bleiben die Verbraucherpreise stabil oder

gehen in einigen Regionen sogar zurück, was dazu führt, dass die Zentralbanken Schwierigkeiten haben, ihre Inflationsziele zu erreichen.

- Das anhaltende desinflationäre Umfeld trägt zu einem schleppenden Wirtschaftswachstum bei. Eine verringerte Verbrauchernachfrage, die sowohl auf die alternde Bevölkerung in den Industrieländern als auch auf die Konkurrenz durch indische Waren zurückzuführen ist, behindert das BIP-Wachstum. Darüber hinaus führen demografische Trends zu älteren und potenziell weniger produktiven Arbeitskräften, was die Wachstumsaussichten weiter beeinträchtigt.
- Die anhaltende Niedrigzinsphase und die Nachfrage nach sicheren Vermögenswerten verschärfen die Einkommensungleichheit. Wohlhabendere Personen, die eher über Vermögenswerte verfügen, profitieren von der Nachfrage nach sicheren Vermögenswerten, während der Durchschnittsverdiener mit einem stagnierenden Lohnwachstum konfrontiert ist. Diese Ungleichheit kann soziale und politische Auswirkungen haben.
- Um dem desinflationären Druck entgegenzuwirken, sind die Zentralbanken gezwungen, die historisch niedrigen Zinssätze über einen längeren Zeitraum beizubehalten. Das anhaltende Niedrigzinsumfeld gibt Anlass zur Sorge hinsichtlich der Wirksamkeit der Geldpolitik. Zentralbanken könnten unkonventionelle Maßnahmen wie Negativzinsen oder eine aggressivere quantitative Lockerung ergreifen, um die Nachfrage anzukurbeln.
- Regierungen müssen sich mit den wirtschaftlichen Folgen des demografischen Wandels auseinandersetzen, einschließlich erhöhter Gesundheits- und Rentenkosten. Dies könnte Änderungen in der Finanzpolitik erforderlich machen, einschließlich Steuererhöhungen oder die Umsetzung von Kostensparmaßnahmen. Politische Entscheidungsträger müssen möglicherweise an langfristigen Strategien arbeiten, um angesichts dieser Herausforderungen Nachhaltigkeit und Gerechtigkeit zu gewährleisten.
- Die anhaltende Nachfrage nach sicheren Anlagen, getrieben durch die Risikoaversion der Anleger, führt zu höheren Preisen und niedrigeren Renditen bei Staatsanleihen und anderen risikoarmen Anlagen. Anleger strömen weiterhin in Scharen in diese sicheren Häfen, um in wirtschaftlich unsicheren Zeiten ihr Kapital zu schützen.
- Das anhaltende Niedrigzinsumfeld und die erhöhte Nachfrage nach sicheren Vermögenswerten können in bestimmten Marktsegmenten zu potenziellen Vermögensblasen führen. Die Bewertungen von Immobilien, Technologieaktien und anderen hochrentierlichen Vermögenswerten könnten in die Höhe schnellen, was möglicherweise zu Bedenken hinsichtlich der Finanzstabilität führen könnte.
- Aufgrund der Unsicherheit rund um die globale Wirtschaftslandschaft werden Anleger zunehmend risikoscheu. Herkömmliche Anlagestrategien, die auf vorhersehbaren Renditen von Anleihen und bestimmten Aktien basieren, erbringen in diesem Umfeld niedriger Inflation und niedriger Zinsen möglicherweise nicht mehr die erwartete Leistung.
- Herkömmliche Asset-Allokationsstrategien müssen möglicherweise neu beurteilt werden. Anleger könnten nach alternativen Anlagen wie Kryptowährungen, Rohstoffen oder aufstrebenden Ländern suchen, um in diesem Umfeld Rendite und Diversifizierung zu erzielen. Portfoliomanager und Finanzberater müssen sich auf diese sich ändernden Präferenzen einstellen.

Das Szenario bietet Möglichkeiten für Innovationen bei Finanzprodukten und Anlagestrategien. Es könnten neue Finanzinstrumente entstehen, die darauf ausgelegt sind, die besonderen Herausforderungen dieses Szenarios zu meistern. Darüber hinaus könnten Unternehmen neue Wachstumsmöglichkeiten finden, indem sie Schwellenländer wie Indien erschließen und so vom Angebotsschock profitieren.

## 6. Kapitalmarktannahmen - Renditeerwartungen

Die folgende Tabelle zeigt unsere erwarteten Renditen für die verschiedenen Anlageklassen, die wir beobachten. Wir zeigen unsere Kapitalmarktannahmen für den 5-Jahres-Zeitraum von 2024 bis 2028 sowie die kurzfristiger erwartete Rendite pro Anlageklasse in jedem unserer makroökonomischen Szenarien.

Anlageklasse	Anthos Kapitalmarkt- annahmen 2024–2028	Erwartete Rendite in Szenarien EUR ungesichert			
		Goldi- locks	Sozialer Kapitalismus	Re- zession	Stag- flation
Globale Aktien	6,3%	9,0%	4,5%	-8,0%	-3,0%
EUR Aggregate	3,2%	4,1%	-8,2%	9,5%	-15,7%
Euro Staatsanleihen- 10 Jahre	3,0%	2,5%	-11,0%	10,1%	-19,2%
USA Staatsanleihen - 10 Jahre	3,1%	-8,4%	-7,2%	18,3%	-9,5%
Euro-besicherte Wertpapiere	3,2%	4,6%	4,9%	4,6%	5,0%
EUR Investment Grade Unternehmensanleihen	3,8%	7,7%	-1,8%	8,2%	-7,5%
Globale High Yield-Anleihen	6,0%	6,7%	1,5%	8,7%	-5,3%
Anleihen Schwellenländer - Lokale Währungen	4,3%	4,1%	-1,3%	8,0%	-10,9%
Absolute Return	4,0%	5,0%	6,0%	3,0%	4,0%
Global Real Estate Core +	4,3%	8,8%	2,9%	3,3%	0,2%
Global Real Estate Value Add/Opp	3,5%	10,6%	1,4%	2,4%	-3,5%
Globale börsennotierte Infrastrukturwerte	6,8%	15,0%	6,0%	-5,0%	2,0%
Private Equity	9,5%	20,0%	10,0%	-7,0%	5,0%
Private Equity Impact	7,0%	17,0%	8,0%	-10,0%	4,0%
Private Credit	9,0%	15,0%	8,0%	2,0%	5,0%
EUR Cash	2,0%	1,5%	1,7%	2,3%	1,3%

Quelle: Anthos Fund & Asset Management. Anthos' Annahmen für den Kapitalmarkt (CMSs) für 2024-2028 gehen von einer USD/EUR-Rendite (basierend auf der PPP-Bewertung und dem USDEUR-Forward-Aufschlag/Abschlag) von -1% pro Jahr aus, angewendet auf die USD-Sensibilität relevanter Marktindizes. Angesichts der geringen Wahrscheinlichkeit des „Low for Longer“-Szenarios im relevanten Zeitraum haben wir dieses Szenario aus unseren CMA-Berechnungen entfernt.

# Haftungsausschluss

Dieses Dokument wird ausschließlich zu Informations- und Diskussionszwecken vertraulich zur Verfügung gestellt. Es wurde von Anthos Fund & Asset Management B.V. („Anthos“) zusammengestellt und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Anthos nicht vervielfältigt oder an andere weitergegeben werden.

Anthos (Handelsregisternummer 34258108) ist von der niederländischen Behörde für Finanzmärkte zugelassen. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger im Sinne des niederländischen Finanzaufsichtsgesetzes oder an Personen, die nach anderen geltenden Gesetzen zum Empfang solcher Informationen berechtigt sind. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen in Gerichtsbarkeiten, in denen (aufgrund der Nationalität, des Wohnsitzes oder aus anderen Gründen) das Anbieten ausländischer Finanzdienstleistungen nicht gestattet ist, beispielsweise US-Bürger und Einwohner, oder in denen die Dienste von Anthos nicht verfügbar sind. Im Zusammenhang mit diesem Dokument wurden von Anthos keine Registrierungen oder sonstigen Benachrichtigungen an die zuständigen Regulierungsbehörden vorgenommen.

Keine in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachte Meinung oder Information stellt eine Aufforderung, ein Angebot oder eine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder zur Veräußerung einer Anlage, zur Durchführung einer anderen Transaktion oder zur Bereitstellung einer Anlageberatung oder -dienstleistung dar. Bevor eine Investition in ein Anthos-Produkt getätigt wird, sollte jede Person, die dies tut, die verfügbare rechtliche Dokumentation von Anthos sorgfältig lesen.

Obwohl Anthos bestrebt ist, genaue, vollständige und aktuelle Informationen bereitzustellen, die aus als zuverlässig erachteten Informationsquellen stammen, wird keine Garantie oder Erklärung, weder ausdrücklich noch stillschweigend, hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen abgegeben.

Der Wert von Anlagen kann schwanken, und die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Alle zukunftsgerichteten Aussagen stellen keine Garantie für zukünftige Leistungen dar und unterliegen bestimmten Risiken, Unsicherheiten und Annahmen, die schwer vorherzusagen sind.