

Wissen entscheidet.

Highlights

*aus dem Asset Management –
Märkte & Meinungen*

09

AUSGABE 12/24

Helaba Invest

Inhalt



01

Seite 4

Märkte

Weltbild	5
Jahresausblick 2025	6
Renten & FX	7
Credit	8
Aktien	9
Multi Asset	10
Illiquide Assets	11
Fazit – Assetklassen	13

02

Seite 14

Meinungen

Dedollarisierung: Bröckelt der Thron des US-Dollars?	15
Die Assetklassen Infrastruktur und Immobilien im Aufwind: Chancen im Jahr 2025	20





Olaf Tecklenburg
Geschäftsführer



Editorial

Liebe Investorinnen und Investoren,

mit großen Schritten neigt sich das aktuelle Börsenjahr seinem Ende entgegen und viele Menschen stellen sich zum Jahreswechsel die folgende Frage: Was bleibt und was kommt? Uns Kapitalmarktakteuren bleiben mit Sicherheit die ausufernden geopolitischen Spannungen, die an Dynamik gewinnende KI-Revolution und nicht zuletzt die eingeleitete Zinswende in Erinnerung. Was bleibt, ist aber auch ein richtig gutes Performancejahr. Einmal mehr hat sich gezeigt, dass die Kluft zwischen Preisen und Werten nach Krisen besonders hoch ist. Wie formulierte Warren Buffet so treffend:

*„Der Preis ist das, was Sie bezahlen.
Wert ist das, was Sie bekommen.“*

Wie werthaltig die einzelnen Anlageformen im kommenden Jahr sind, wollen wir schwerpunktmäßig in der aktuellen Ausgabe unserer Highlights-Publikation beleuchten. Vor dem Hintergrund der Herausforderungen der geopolitischen Lage sowie etlicher politischer Unwägbarkeiten heißt unser Basisszenario für das Börsenjahr 2025 **„Durchs Dickicht“**. Licht-, aber auch Schattenspiele dürften das Kapitalmarktgeschehen in den kommenden Monaten begleiten. Insgesamt sehen wir allerdings auch mit Blick auf den Leitzinstrend weiterhin gutes Ertragspotenzial bei den meisten Assetklassen, rechnen jedoch mit einer stärkeren Dispersion der Performancetreiber. Deswegen wird vermutlich noch stärker als in diesem Jahr die aktive Bewirtschaftung der Anlageportfolios für den Performanceerfolg entscheidend sein. Ob uns nach dem Dickicht sonnige Zeiten oder eher karge Aussichten blühen, dies dürfte nicht zuletzt auch davon abhängen, wie gut es der Weltgemeinschaft gelingt, wieder mehr auf Kooperation, anstatt auf Konfrontation zu setzen.

Den Blick auf das kommende Jahr gerichtet, haben wir in dieser Ausgabe zwei besonders spannende Themen für Sie ausgewählt: So widmet sich Dr. Jens Bies in unserem ersten Sonderthema der Frage, ob der Thron des US-Dollars bröckelt. Denn obwohl der US-Dollar die Weltwirtschaft seit Jahrzehnten als unangefochtene Reservewährung dominiert, deuten die Zeichen der Zeit auf einen möglichen Wandel hin. Begleiten Sie uns in diesem Artikel also auf eine spannende Reise durch die Dynamiken der Dedollarisierung und die Zukunft des US-Dollars!

Unser zweiter Schwerpunkt liegt auf illiquiden Anlagen. Ines Victoria Weber und Max-Fabian Glöckner werden die Chancen innerhalb der Assetklassen Immobilien und Infrastruktur im kommenden Jahr aufzeigen. Insbesondere die Assetklasse Infrastruktur hat in den jüngsten Krisenjahren am Kapitalmarkt ausgesprochene Robustheit gezeigt. Frau Weber und Herr Glöckner werden beleuchten, wie gut den Real Assets der Spagat in einem Umfeld, welches einerseits von gestiegenen geopolitischen Risiken, andererseits aber auch von wieder rückläufigen Leitzinsen geprägt ist, gelingen dürfte.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen nicht nur ein erkenntnisreiches Lesevergnügen, sondern Ihnen und Ihren Lieben auch ein frohes Weihnachtsfest sowie einen glückliches Jahr 2025 mit vielen guten Anlageentscheidungen.

Olaf Tecklenburg
Geschäftsführer



01

Märkte

Unsere Einschätzungen zu
den Kapitalmärkten

*Licht- und
Schattenspiele*





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

2025: Chancenreich aber politische Unsicherheiten erfordern kluges Agieren.

Das Kapitalmarktjahr 2025 wird einem Weg durch einen dicht bewachsenen Dschungel gleichen: Unser Basisszenario „Durchs Dickicht“ steht für ein Jahr mit soliden Fundamentaldaten, aber auch unsicheren politischen Rahmenbedingungen und einem komplexen Marktumfeld, das geschicktes Navigieren erfordert. Um nicht im Negativszenario „In der Wüste“ zu landen, wo die konjunkturellen Aussichten eher karg sind, bedarf es im nächsten Jahr vor allem einer besonnenen US-Handelspolitik. Entlang des von Licht und Schatten geprägten Pfades ist daher aus unserer Sicht auch Vorsicht geboten, selbst wenn die Chancen am Ende deutlich überwiegen.



KONJUNKTUR: Südeuropa wächst, Nordeuropa stagniert, Deutschland kämpft

Europa zeigt ein uneinheitliches Bild: Während Südeuropa, vor allem Spanien, stark wächst, kämpft Nordeuropa mit einer Stagnation. Deutschland leidet unter einem schwächelnden Exportmodell, geopolitischen Krisen und politischer Unsicherheit, die die Investitionen und den Konsum hemmen. Trumps möglicher Protektionismus belastet zusätzlich die Unternehmensstimmung. Im bisherigen Jahr konnte die Eurozone um 0,8% wachsen. Für 2025 rechnen wir mit einem nur minimal schnellerem Wachstum. Die USA profitieren von Bidens Konjunkturprogrammen und starkem privaten Verbrauch, was in diesem Jahr mit bisher 2,7% zu einem überdurchschnittlichen Anstieg der Wirtschaftsleistung führte. Unter Trump könnte sich der Fokus stärker auf Reindustrialisierung und nationale Ausrichtung verschieben, was die Konjunktur ein wenig bremsen sollte. Die USA bleiben jedoch die Lokomotive der Weltwirtschaft. In China tragen die jüngst ergriffenen Maßnahmen zur Stabilisierung bei, während die angedrohten Zölle die Konjunktur erheblich belasten könnten.



NOTENBANKEN: EZB senkt weiter Zinsen, Fed-Zinssenkungspfad unsicherer

Der Inflationstrend ermöglicht der EZB, weniger restriktiv zu agieren und die Zinsen zu senken, was angesichts der schwachen Wachstumsdynamik in Europa begrüßt wird. Wir rechnen neben einer Zinssenkung im Dezember noch mit drei weiteren Schritten im Jahr 2025. In den USA liegen der Leitzins der Federal Reserve noch immer bei 4,5%, was grundsätzlich Spielraum für Zinssenkungen schafft. Allerdings könnten inflationsstreibende Faktoren, wie Zölle und/oder eine Abschiebungspolitik unter Trump, diesen Handlungsspielraum einschränken. Der Markt rechnet inzwischen mit deutlich weniger Zinssenkungen der Fed als noch im letzten Quartal. Wir gehen von noch vier Zinssenkungen insgesamt aus – eine im Dezember und drei im 1. Halbjahr des nächsten Jahres.



INFLATION: Kerninflation bleibt hartnäckig, USA höher als Eurozone

Die Inflationstreiber der letzten Jahre, wie Energie- und Nahrungsmittelpreise, sind derzeit eher unbedeutend. In der Eurozone liegt die Inflation im Jahresverlauf mit 2,4% nahe dem Zielkorridor der EZB, doch die Kerninflation, vor allem im

Dienstleistungssektor, bleibt mit 2,8% hartnäckig. Gründe dafür sind steigende Löhne und eine hohe Beschäftigung, die den Rückgang verlangsamen. Für 2025 erwarten wir keine größeren Probleme bei der Teuerung, die sich in etwa auf dem Notenbankziel einpendeln dürfte. In den USA ist die Inflation insgesamt höher, auch dort zeigt die Kerninflation bislang keine klare Abwärtstendenz. Durch die angekündigten Maßnahmen der Trump-Administration rechnen wir auch nicht mit weiter fallenden Inflationsraten im kommenden Jahr.



KAPITALMÄRKTE: Wachstumsausblick entscheidend, aktives Management zählt

Anstelle der krisenbedingten Inflationsübertreibung rückt der Wachstumsausblick als zentrale Marktdeterminante für die Entwicklung der Assetklassen in den Fokus. Gleichzeitig bleibt die relative Attraktivität zinstragender Assetklassen hoch, Aktien und reale Assets sind aber aus Diversifikationsgründen unumgänglich. In einem Umfeld, in dem die globale Wirtschaftspolitik weniger gleichgerichtet agiert, gewinnt aktives Management zunehmend an Bedeutung. Zudem greifen Korrelationen wieder besser, was die Portfolios insgesamt robuster macht.

Der Rentenbereich wird auch im kommenden Jahr gut unterstützt sein, da weiterhin Konjunktur- und geopolitische Risiken bestehen. Zudem fördert die EZB die Ertragsentwicklung mit weiteren Zinssenkungen. Während Frankreich ein Schwachpunkt im Euroraum bleibt, dürfte die Spread-Entwicklung der Euroländer vs. Bundesanleihen insgesamt weitgehend stabil bleiben. Gleiches gilt für Covered Bonds, die in diesem Jahr im relativen Vergleich der bestperformendsten Rentenmarkt waren. Für die Credit-Teilmärkte prognostizieren wir ein positives, ertragreiches Jahr mit Renditen, die sich voraussichtlich auf aktuellen Einstandsniveaus bewegen dürften. Wir bleiben strategisch positiv für IG-Credits und neutral für EM-Staatsanleihen sowie für High-Yield- und Unternehmensanleihen, deren Bewertungen teilweise ambitioniert sind. Die Aktienmärkte dürften mit dem US-Vitamin-Cocktail aus Steuerkürzungen, Deregulierung und Protektionismus gut zurechtkommen, während sich die Dominanz der Magnificent 7 zum Rest des Marktes nivellieren und die Marktbreite zunehmen sollte. Financials, Zyklischer, Rüstung & Cybersecurity sowie Value sollten vom Trump-Trade profitieren. In Europa empfiehlt sich aufgrund eines fehlenden Megatrends und einer hohen Abhängigkeit zu China eine defensive Positionierung. ■



VOWI-Szenarien Eurozone: Natur Pur in 2025



Durchs Dickicht Licht- und Schattenspiele (50%)

Im Basisszenario bleibt die Konjunktur in der Eurozone 2025 vergleichsweise robust. Ein stabiler Arbeitsmarkt und steigende Realeinkommen stützen den Konsum, der nach den Krisenjahren wieder an Fahrt gewinnt. Die hohen Sparquoten der Haushalte werden langsam reduziert. Belastend wirken hingegen die anhaltenden (handels-) politischen Unsicherheiten, die die Investitionsnachfrage dämpfen. Die Dynamik in der Industrie bleibt schleppend. Die EZB reagiert mit drei weiteren Zinssenkungen, die Fiskalpolitik bleibt jedoch zurückhaltend. Insgesamt zeichnet sich ein Umfeld aus moderatem Wachstum und einer Inflation ab, die sich auch im Kern weiter dem Notenbankziel annähert – keine großen volkswirtschaftlichen Sprünge, aber ein solides Fundament.

In der Wüste Karge Aussichten (35%)

Eine globale Konjunkturabkühlung trifft die Eurozone im Negativszenario besonders hart. Die Einführung hoher US-Zölle eskaliert zu einem breit angelegten Handelskrieg, der vor allem exportorientierte Länder belastet. Strukturelle Schwächen der Eurozone treten deutlicher zutage und die Unternehmen und Konsumenten reagieren mit wachsender Zurückhaltung. Mit dem Nachfragerückgang fällt die Inflation unter das Notenbankziel, auch wenn Lieferkettenineffizienzen den Preisverfall dämpfen. Die EZB senkt 2025 sechsmal die Zinsen, agiert aber aufgrund einer zunehmenden Divergenz zur US-Fed etwas zögerlicher als sie eigentlich müsste. Zur Jahresmitte fällt die Eurozone in eine technische Rezession, anschließend folgt eine länger andauernde Wachstumsschwäche. Der Weg aus der Krise erfordert womöglich tiefgreifende Reformen und strukturelle Anpassungen.



Unter Palmen Sonnige Zeiten (15%)

Das Positivszenario skizziert eine Eurozone, die 2025 von abnehmenden geo- und handelspolitischen Unsicherheiten profitiert. Konsum und Investitionen gewinnen deutlich an Schwung, während die Industrie den langersehnten zyklischen Aufschwung erlebt. International schaffen zügige Handels-Deals und neue Wachstumsimpulse aus den USA und China ein unterstützendes Umfeld. Das Wachstum übertrifft mehrere Quartale lang die Erwartungen, bevor es relativ zügig zum langfristigen Trend zurückkehrt. Die EZB beendet ihren Zinssenkungszyklus frühzeitig und steuert mit restriktiver Forward Guidance gegen aufkommende Inflationsrisiken. Trotz höherer Energiepreise bleibt die Inflation aber unter Kontrolle. Die Staaten nutzen den zusätzlichen fiskalischen Spielraum moderat prozyklisch. „Unter Palmen“ zeichnet ein optimistisches Bild, das die Eurozone zwar voranbringt, grundlegende strukturelle Herausforderungen aber nicht völlig ausräumt. ■



Michael Merz
Gruppenleiter
Asset Management RentenFX

Bundesanleihen/Kurve: Solides Rentenjahr zu erwarten

Die europäische Zentralbank dürfte den aktuellen Zinssenkungszyklus auch im kommenden Jahr noch fortsetzen. In Verbindung mit gedämpften Wachstumsaussichten und einer Inflationsentwicklung, die sich weiter dem Notenbankziel nähert, bleiben Bundesanleihen gut unterstützt. Darüber hinaus können aufflammende geopolitische Risiken immer wieder zu verstärkter Nachfrage führen. Mit dem Auslaufen des Zinssenkungszyklus im zweiten Halbjahr 2025 sollte die unterstützende Wirkung für Bunds nachlassen. Auch wenn wir ein temporäres Unterschließen unseres Jahresziels von 2,30%, insbesondere im 1. Halbjahr 2025, für möglich erachten, rechnen wir mit einem soliden Rentenjahr ohne größere Performance-Chancen bei deutschen Bundesanleihen.

Unsere Einschätzung, dass sich die Zinsstrukturkurve, getrieben vom kurzen Ende, im Jahresverlauf normalisieren sollte, hat sich als richtig erwiesen. Für das neue Jahr rechnen wir nicht mit einem deutlichen Verteilungstrend der Bundkurve (10J-2J) und erwarten, dass sich die Kurvensteilheit Ende nächsten Jahres auf den aktuellen Niveaus bei etwa 0,2% einpendeln dürfte.

Staaten Euroland: Frankreich ist der Elefant im Raum

Europäische Staatsanleihen konnten gegenüber ihren deutschen Pendanten im abgelaufenen Jahr eine Outperformance erzielen. Unterstützt wurde dies durch eine solide fiskalpolitische Entwicklung in den meisten Ländern der Eurozone und eine gute wirtschaftliche Entwicklung, insbesondere im Vergleich zu Deutschland. Wir erwarten, dass sich diese Entwicklung 2024 fortsetzt. Der Schwachpunkt bleibt auch im neuen Jahr Frankreich. Eine aus dem Ruder gelaufene Staatsverschuldung in Verbindung mit politischer Unsicherheit über die weitere Haushaltsentwicklung belastet das Vertrauen der Märkte und hält die Risikoprämien französischer Staatsanleihen auf hohen Niveaus. Für den Gesamtmarkt rechnen wir im kommenden Jahr mit einer leichten Ausweitung der Risikoprämien. Wesentlich dürfte das weiterhin hohe Nettoneuemis-

sionsangebot europäischer Staatsanleihen, in Verbindung mit den QT-Maßnahmen der EZB, sein. Wir behalten daher unsere neutrale Einschätzung bei und setzen nach wie vor auf Relative Value-Positionen im Gefüge der europäischen Staatsanleihen.

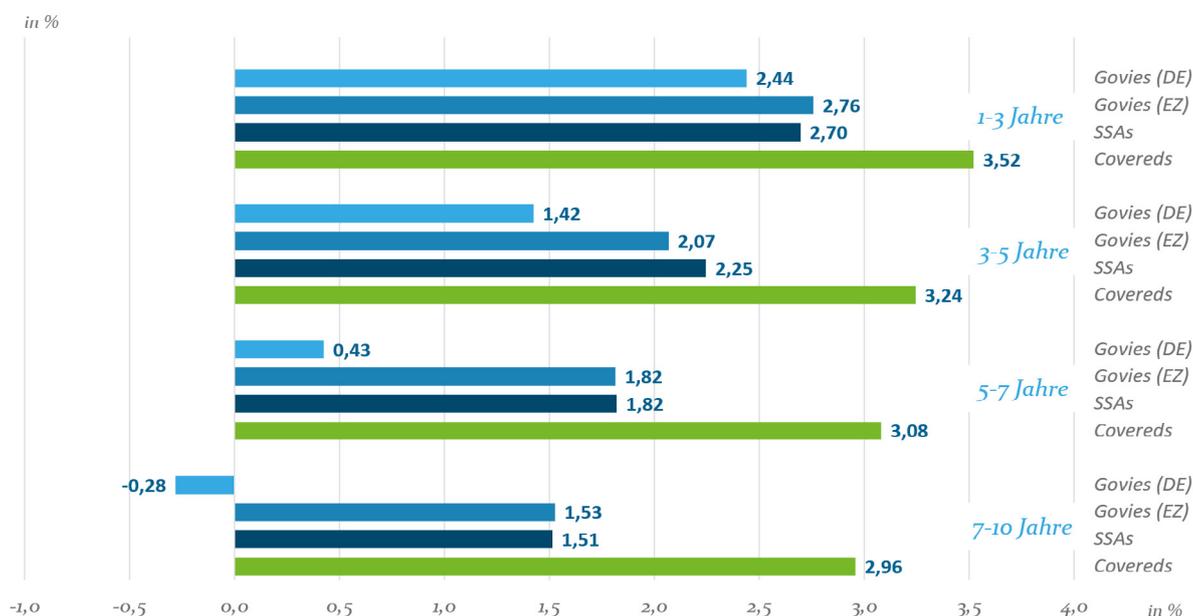
Covered Bonds: Nach der Starken Rallye wieder neutral

Covered Bonds konnten im Jahr 2024 von der starken Einengung des Bund-/Swap-Spreads profitieren. Diese Entwicklung überkompensierte auch die Ausweitung der Risikoprämien von Covered Bonds gegenüber der Swap-Kurve deutlich. Dadurch haben sich die Bewertungen gegenüber deutschen Bundesanleihen normalisiert. Dies ist der Hauptgrund für unsere neutrale Einschätzung im Jahr 2025. Investoren, die unserer Kaufempfehlung im vergangenen Jahr gefolgt sind, konnten sich an der besten Performance von Covered Bonds innerhalb der europäischen Zinssegmente erfreuen (siehe Abbildung). Insbesondere für Covered Bonds mit einer Laufzeit bis zu 5 Jahren bleiben wir weiter konstruktiv. Für sicherheitsorientierte Investoren mit einem Total Return-Fokus bieten sich hier noch immer sehr attraktive Anlagemöglichkeiten.

USA: Trump erhöht die Unsicherheit

Amerika hat gewählt. Auch wenn sich der Renditeanstieg von US-Staatsanleihen zunächst etwas zurückgebildet und der USD gegenüber dem EUR aufgewertet hat, bleibt die Unsicherheit über die genauen zukünftigen politischen Maßnahmen der neuen US-Administration bestehen. Grundsätzlich erwarten wir, dass die politische Agenda zu steigender Staatsverschuldung und Inflationserwartung führen wird. Wir rechnen daher mit einer zunehmenden Renditedifferenz von US-Anleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen. Unser Renditeziel für 10J US-Treasuries liegt für das Jahresende 2025 bei 4,60%. Mittel- bis langfristig dürften sich die Folgen der US-Handelspolitik negativ auf den USD auswirken, auch wenn es kurzfristig zu einer Outperformance des USD kommen könnte. ■

Abbildung: Performance ausgewählter Rentensegmente und Laufzeitbänder im Jahr 2024





Thorsten Lang, CCrA
Abteilungsleiter
Asset Management Credit

Vom Langstreckenlauf ...

Fixed Income- und insbesondere Credit-Märkte zeigen häufig ein ausgeprägtes Trendverhalten. Gerade „gute“ Phasen verlaufen oft gleichmäßig und dauern eine ganze Zeit lang an. Auch die letzten zwei Jahre zeigten dieses Muster. Blendet man kurzfristige Schwankungen aus und betrachtet zum Beispiel Monatsdaten, erkennt man in allen Credit-Märkten eine kontinuierlich positive Wertentwicklung (siehe Abbildung). Nach einem Zwischensprint im vierten Quartal 2023 fielen die Märkte 2024 wieder in einen eher gleichmäßigen Dauerlauf – diese Entwicklung passte exakt zu unserem Hauptszenario „Marathon“ für dieses Jahr. Entsprechend positiv können Credit-Investoren auf die Wertentwicklung des laufenden Jahres blicken:

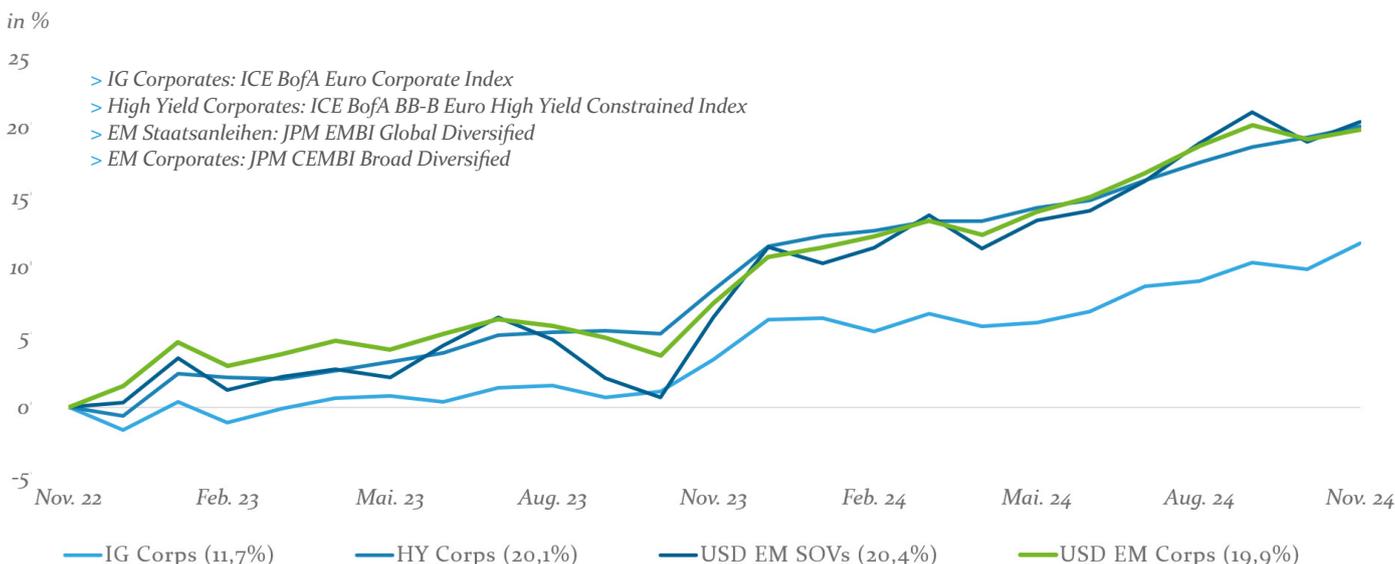
Marktsegmente	Währung	Gesamtertrag (in %)	Credit-Ertrag (in %)	Spread-Delta (in %)
Investment Grade Corporates	EUR	5,11	2,78	-0,29
High Yield	EUR	7,70	5,04	-0,75
EM Staatsanleihen	USD	8,05	6,12	-0,48
EM Corporates	USD	8,22	5,26	-0,62

Tabelle: Performance-Entwicklung für die Credit-Segmente seit Jahresanfang, Stand: 30.11.2024 / Quellen: ICE, JP Morgan

... zur Dschungelexpedition

Natürlich enden diese Phasen irgendwann. Zum einen geht den Märkten ab einem gewissen Punkt die Puste aus, sprich Spreads bzw. Renditen werden unattraktiv niedrig. Diesen Punkt sehen wir aber noch nicht erreicht. Zum anderen ändern sich Rahmenbedingungen. Mit der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten ist es offensichtlich, dass dies der Fall sein wird. Zumindest wird die Sichtbarkeit abnehmen, was erwartbar zu Überraschungen und phasenweiser Volatilität führen wird.

Abbildung: Wertentwicklung von Credit-Teilmärkten



Quelle: ICE, JP Morgan, Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 30. November 2024

Allerdings müssen Überraschungen nicht nur schlecht sein. Nach wie vor sehen wir das Credit-Universum fundamental gut aufgestellt. Daher bleiben wir für den Großteil unseres Universums konstruktiv. Wir erwarten allerdings, dass die Dispersion, also die Spreizung der Spread- und damit der Wertentwicklung innerhalb der Märkte zunehmen wird. Auch diese Erwartung passt gut zu unserem Basisszenario für 2025 „Durchs Dickicht“. Im Dschungel blüht das Leben, es gibt viel Interessantes zu entdecken. Gleichzeitig ist die Orientierung nicht leicht und Wachsamkeit erforderlich. Ein aktives Management der Portfolios wird 2025 daher noch wichtiger als in den vergangenen Monaten.

IG-Corporates übergewichten, EM und High Yield neutral

Aktuell gefällt uns nach wie vor IG Credit, weil die fundamentale Situation und die Bewertung unseres Erachtens gut zusammenpassen. Investoren können also erwarten, mindestens den Carry zu verdienen. Innerhalb des Segments mögen wir defensive Sektoren sowie Grundstoffe und Banken. Autos und Chemie sind wir untergewichtet, weil hier neben zyklischen auch strukturelle Probleme existieren. Auch im High Yield-Universum bevorzugen wir seit geraumer Zeit defensive Sektoren. Dabei sind wir in diesem Markt grundsätzlich vorsichtiger aufgestellt, weil die Bewertungen wenig Raum für negative Überraschungen lassen.

Im EM Debt-Bereich sehen wir bei einzelnen Staaten – direkt oder indirekt (USD-Stärke oder höhere Renditen langer US-Treasuries) – eine Betroffenheit durch mögliche Maßnahmen der neuen US-Administration. Bei Unternehmen gilt das weniger, da viele Emittenten auch stark lokal aktiv sind. Das drückt sich allerdings auch in der Bewertung aus, die bei Staaten im Großen und Ganzen günstiger ist. In beiden Fällen entscheidet unseres Erachtens tatsächlich die Selektion.

Generell erwarten wir für alle Credit-Teilmärkte, dass Investoren 2025 eine Wertentwicklung im Bereich der jeweiligen aktuellen Einstandsrenditen erzielen können. ■





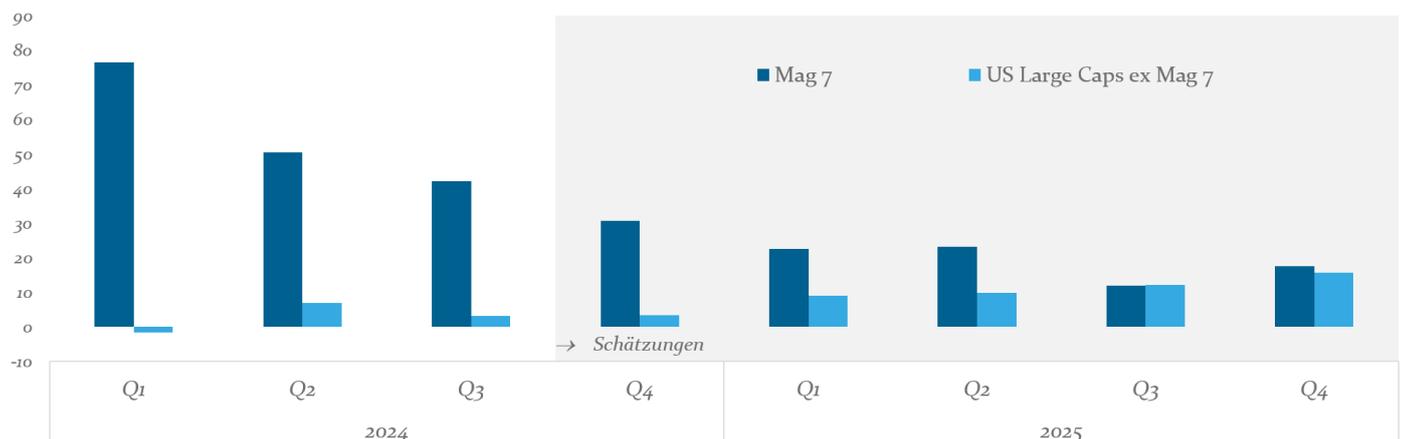
Ralph Karels
Abteilungsleiter
Asset Management Aktien

Internationale Diversifizierung ist Trump(f): US-Aktienmarkt weiter im Höhenflug

Dass internationale Diversifizierung für Aktienanleger weiter an Bedeutung gewinnt, zeigt sich nicht zuletzt an den Performancezahlen für 2024: Während in den USA ein All Time-High das nächste jagt und fulminante 30% Jahresperformance hier realistisch anmuten, werden die europäischen Märkte bei aktuell ca. 8% mit Faktor drei bis vier geradezu deklassiert. Der mit der Ägide Trump 2.0 avisierte Vitamincocktail für die Märkte bestehend aus Steuererleichterungen, Deregulierung und Protektionismus sollte das US-Wachstum und damit die Aktienmärkte auch im Jahr 2025 beflügeln. Das globale Gewinnwachstum der Unternehmen zeigt sich dabei weiter intakt. Hinzu kommt, dass der Megatrend KI sich weiterhin intakt zeigt, wobei sich abzeichnet, dass die Magnificent 7 (Mag7) im kommenden Jahr etwas von ihrer Dominanz einbüßen werden: Die Prognosen für das Gewinnwachstum deuten darauf hin, dass im Lauf des Jahres eine Zunahme bei Titeln des S&P 500 ex Mag7 sowie eine Abnahme bei den Mag7 zu einer Konvergenz bei ca. 15% führt (siehe Abbildung). Damit sollte es auch zu einer Gegenbewegung beim extremen Spread der Kursentwicklung (aktuell Faktor drei) zwischen Mag 7 und dem Rest der US-Aktien kommen. Oder anders formuliert: Die Marktbreite nimmt zu und die Wahrscheinlichkeit, dass vor allem Small Caps das Performancetal nach Jahren endlich verlassen, ist deutlich erhöht. Ein Wachstumsimpuls sollte in Kombination mit einer steileren Renditekurve bei 10-jährigen US-Anleihen neben Small Caps auch zyklische Branchen (Energy, Rohstoffe, Industrials) sowie Value und Dividenden begünstigen. Die extreme Unterbewertung des Stils gegenüber Growth und die damit einhergehende Attraktivität unterstützen hier zusätzlich. Rüstung und Cybersecurity profitieren von erhöhten Verteidigungsbudgets im weiter angespannten geopolitischen Umfeld und können auch als Hedge gegen Nachhaltigkeit interpretiert werden. ESG-Themen werden es dagegen trotz Zunahme der Regulierung auch 2025 schwer haben, bei der Performance vorne mitzumischen. Als Risikofaktor bleibt die Gefahr, dass Zölle und Handelskonflikte die globalen Lieferketten negativ beeinflussen und die positiven Effekte der avisierten Steuererleichterungen auf die Unternehmensgewinne überkompensieren.

Gewinnwachstum US Aktien Mag7 vs. Large Caps im Zeitverlauf

in % gegenüber Vorjahresquartal



Quelle: Factset, Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 03. Dezember 2024

Sorgenkind Europa? Lichtblick Defensive Stile

Während der globale bzw. US-Aktienmarkt eine Rekordmarke nach der anderen nimmt, tritt Europa seit Q2/2024 mit einiger Volatilität im Wesentlichen auf der Stelle. Unsere Prognose für 2025 ergibt wenig Zuversicht, dass sich daran nachhaltig etwas ändert. Es fehlt an einem dominierenden Megatrend, wie KI, der in Europa, wenn überhaupt, dann nur in Ausläufern Einfluss nimmt. Hinzu kommt die höhere Abhängigkeit vom EM-Zugpferd China, dem trotz zahlreicher Stimuli die wirtschaftliche Puste auszugehen scheint. Protektionismus, Zölle und Handelskriege träfen ein Europa mit Export-Fokus zudem härter als etwa die USA. Da hilft dann auch die attraktive Bewertung (KGVs um die 12 vs. USA über 20) nur bedingt. Es empfiehlt sich daher, wie schon in diesem Jahr in Europa sowohl auf defensive Sektoren, wie defensive Stile (Low Risk, Dividenden, Quality), zu setzen und sich insgesamt neutral zu positionieren. Eine gleichverteilte Allokation aus z.B. Dividenden und Low Risk sollte auch 2025 den europäischen Markt outperformen.

Trump-Basket 2025: Wie Anleger von ausgewählten Beimischungen profitieren können

Eine internationale Aufstellung im Aktienportfolio ist für 2025 gesetzt: Mit einem 70% Core/ 30% Satellite-Ansatz besteht die Möglichkeit, von speziellen Fokusthemen zu profitieren. Die Basis stellt mit 50% ein globales Aktienportfolio dar - je nach Risikoneigung „enhanced passiv“ oder als „Multifaktoransatz“. Den Core-Basket komplettiert ein Multifaktoransatz Euroland („Home Bias“ bzw. Performancebooster) oder alternativ eine Kombination der rein defensiven Stile Low Risk und Dividenden. Wer darüber hinaus Risikoappetit vorweist, kann alternativ auch über eine Allokation in Japan nachdenken: Eine attraktive Bewertung, positive Gewinnrevisionen, strukturelle Reformen sowie eine unterstützende Geld- und Fiskalpolitik sind auf der Habenseite zu verzeichnen. Unter den Satelliten-Beimischungen empfehlen sich 10% US-Small Caps, 5% Financials, 5% Themen-ETF KI, 5% Themen-ETF Defense & Cybersecurity („ESG Hedge“), 2,5% Themen-ETF E-Mobility sowie 2,5% Themen-ETF Crypto-Aktien. Durch die beiden letztgenannten Allokationen wird das Gesamtportfolio mit zusätzlichem Exposure zu Growth bzw. Mag7 (Nvidia, Alphabet) angereichert. ■





Dr. Christian Schwarz
Abteilungsleiter
Asset Management Multi Asset & Overlay

Optimistisch bleiben: Moderates Wachstum bietet Chancen

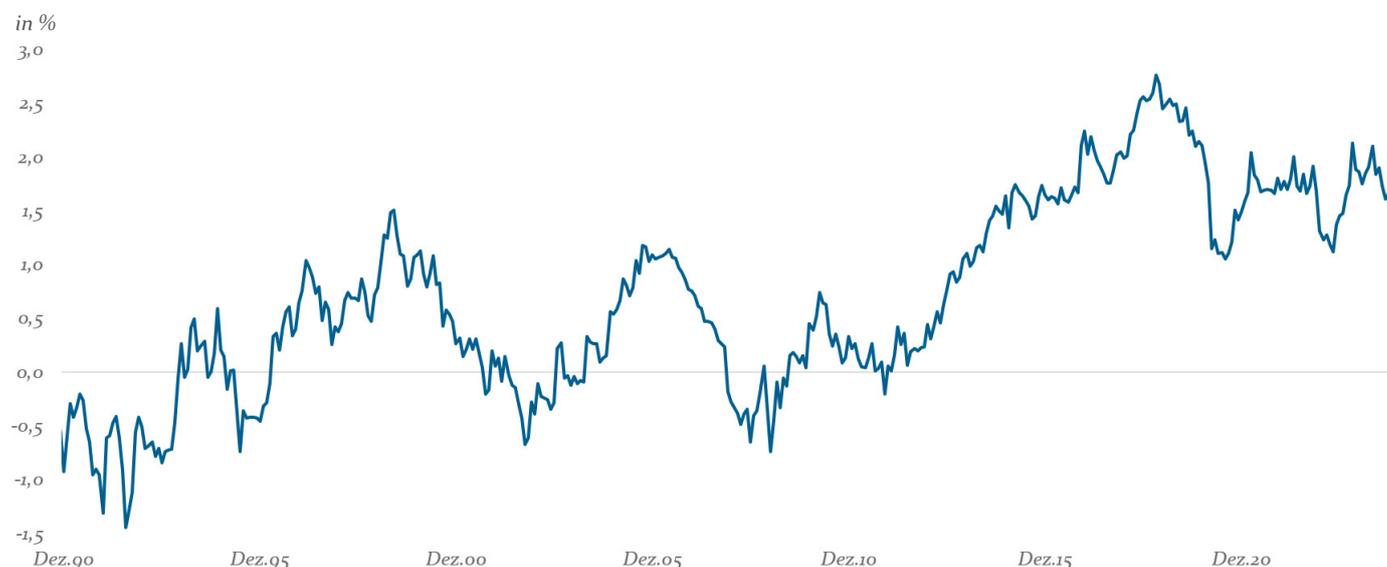
Durch das Dickicht geht es mit zwar niedrigem, aber positivem Wachstum sowie der eingeleiteten Zinswende und einer zu erwartenden Deregulierung in den USA. In Summe spricht dies grundsätzlich für ein Umfeld, in dem Multi Asset Portfolios in ihrer „vollen Ausbaustufe“ gute Chancen haben, ihre Wirkung zu entfalten. Also ist eine Fortsetzung der bisherigen Entwicklung zu erwarten, in der die Anlagestrategie unverändert bleibt? Nicht ganz! Es wird in diesem Jahr zunehmend wichtiger werden, selektiv zu agieren. In eine breit diversifizierte SAA vollständig investiert zu sein, bleibt Trumpf. Bei der Auswahl der Teilmärkte und Strategien gilt es hingegen sehr genau hinzuschauen.

In diesem Umfeld spielen die Fixed Income Assetklassen sowie Carry-Strategien für die Portfolios weiterhin eine zentrale Rolle. Insbesondere die gestiegenen Aktienbewertungen sprechen im relativen Vergleich nach wie vor für Zinstitel. Einschränkend ist hier festzuhalten, dass die bereits niedrigen Spread-Niveaus die Umsetzung erschweren. Wie bereits im Credit-Teil zu lesen, kommt damit weniger der Beta-Steuerung, sondern zunehmend der Selektion eine wichtige Rolle zu.

Aktien spielen weiterhin eine wichtige Rolle

Trotz zum Teil hoher Bewertungen und erreichter Allzeithochs führt an Aktien als Kernbaustein im Multi Asset-Portfolio auch im kommenden Jahr kein Weg vorbei. Allerdings wird es zunehmend entscheidender sein, die Portfolios global auszurichten. Nicht zuletzt das Ergebnis der Präsidentschaftswahl in den USA lässt darauf schließen, dass in Europa nicht nur konjunkturell, sondern auch hinsichtlich der zu erwartenden Kapitalmarktentwicklung mit Schattenspielen zu rechnen ist. Daher gilt es hier ein Augenmerk sowohl auf die globale Ausrichtung der SAA als auch auf die zusätzliche Allokation chancenreicher Märkte zu setzen. An dieser Stelle seien insbesondere Small- und Mid Cap-Titel genannt, die bereits in Multi Asset-Portfolios allokiert sind und für 2025 durchaus noch Nachholbedarf haben dürften.

Entwicklung des 10-jährigen Atlantik-Spreads (USA-DE)



Quelle: Bloomberg; Stand: 29. November 2024

Da diese Unternehmen in der Regel eine ausgeprägte variable Verschuldungsstruktur aufweisen, bietet ein Umfeld mit fallenden Zinsen deutliche Erleichterungen für diese zinsreagiblen und kapitalintensiven Aktiensektoren.

Chancen zur Diversifikation nutzen

In unserer letzten Publikation stand das Comeback der Korrelationen im Fokus. Durch die Rückkehr des Zinses wurde es erst möglich, dass sich Diversifikation wieder lohnt. Auch den Weg durch das Dickicht dürfte diese gefestigte Konstellation, die sich in den letzten Monaten gezeigt hat, erleichtern. Denn mit den eingeleiteten Zinssenkungen bleibt das Umfeld für Multi Asset-Portfolios weiterhin günstig. Der Ausbau der Position in Renten Emerging Markets konnte beispielsweise die Diversifikationswirkung sowie die Rendite deutlich erhöhen. Darüber hinaus wirken relative Positionen, die regionale und globale Divergenzen nutzen, diversifizierend und bieten im Rahmen des aktiven Managements signifikantes Performance-Potenzial. Als Beispiel sei die Entwicklung bei den Bundesanleihen und US-Staatsanleihen genannt (siehe Abbildung). Dies zeigt, wie wichtig die globale Ausrichtung der Portfolios ist.

Ohne Inflationsabsicherung dürfte es langfristig nicht wirklich gut gehen

Mit Blick nach vorne kommt realen Assets in den Multi Asset-Portfolios eine wichtige Rolle zu. Robustheit und Stabilität der Portfolios sollten sich nicht nur auf die Nutzung von Korrelationen und Marktrisiken beschränken, auch gegenüber vielleicht überraschender Inflationsentwicklungen sollte ein gewisser Schutz bestehen. Nicht zuletzt nach der US-Präsidentschaftswahl und den „4Ds“ (Deglobalisierung, Digitalisierung, Demographie und Decarbonisierung) ist es an der Zeit, Vorkehrungen zu treffen. Aufgrund der gestiegenen Aktienbewertungen sowie der Zinswende sind in diesem Zusammenhang insbesondere Allokationen in alternative Anlagen in den Portfolios weiter auszubauen. ■





Axel Drwenski
Head of Research
Transactions & Strategy – Real Assets

Sekundärmarktinvestitionen: Ein unterschätztes Instrument zur Risikominderung

In der Welt der Finanzmärkte suchen Investoren stets nach effektiven Strategien, um ihre Portfolios zu diversifizieren und Risiken zu verringern. Eine oft übersehene Möglichkeit zur Risikominderung bietet der sogenannte Sekundärmarkt, auf dem Fondsanteile oder Vermögenswerte gehandelt werden können. Liquidität ist für Private Equity und der Immobilien- und Infrastrukturbranche von entscheidender Bedeutung, allerdings sind Investitionen in diese Marktsegmente von Natur aus weniger liquide als in beispielsweise Aktien oder Anleihen. Diese begrenzte Liquidität kann in wirtschaftlich unsicheren Zeiten, oder bei der Notwendigkeit der Repositionierung eines bestehenden Portfolios, zu Herausforderungen führen. Investoren müssen daher nach Möglichkeiten suchen, um ihre Anteile an Immobilien- und Infrastrukturportfolios liquide zu halten, was oft durch den Verkauf von Anteilen bestehender Fonds am Sekundärmarkt erreicht wird. Heutzutage werden Liquiditätsgengpässe als eine der Hauptursachen für die Aktivität am Sekundärmarkt genannt. Volatile Märkte und der sogenannte „Denominator-Effekt“, bei dem der Wert von Immobilien- und Infrastrukturinvestitionen im Verhältnis zu anderen Anlageklassen steigt, führen dazu, dass Investoren häufiger handeln, um ihre Portfolioziele zu erreichen und Liquidität zu gewährleisten.

Vielfältige Vorteile von Sekundärmarktinvestitionen

Ein gewichtiger Vorteil für den Käufer ist die Transparenz über den Fonds mit seinen zugrunde liegenden Assets. Da die Assets bereits in den Fonds integriert sind, haben potenzielle Zweitmarktkäufer Zugang zu detaillierten Informationen über die Performancehistorie, die Vermögensstruktur und die Risiken der Investition. Dies erleichtert die Entscheidungsfindung und trägt zur Risikominderung bei. Ein weiterer Vorteil von Sekundärmarktinvestitionen ist die Preisgestaltung, da Investitionen auf dem Sekundärmarkt durchaus auch mal unter dem ursprünglichen Preis angeboten werden. Dies geschieht, weil die Verkäufer ihre Anteile zügig veräußern möchten und dafür auch

bereit sind, Abschläge in Kauf zu nehmen. Für Käufer bedeutet dies die Möglichkeit, Vermögenswerte zu attraktiven Preisen zu erwerben und/oder sich in bereits geschlossene Fonds einzukaufen. Allerdings sollte man nicht davon ausgehen, dass auf dem Sekundärmarkt Schnäppchen gehandelt werden.

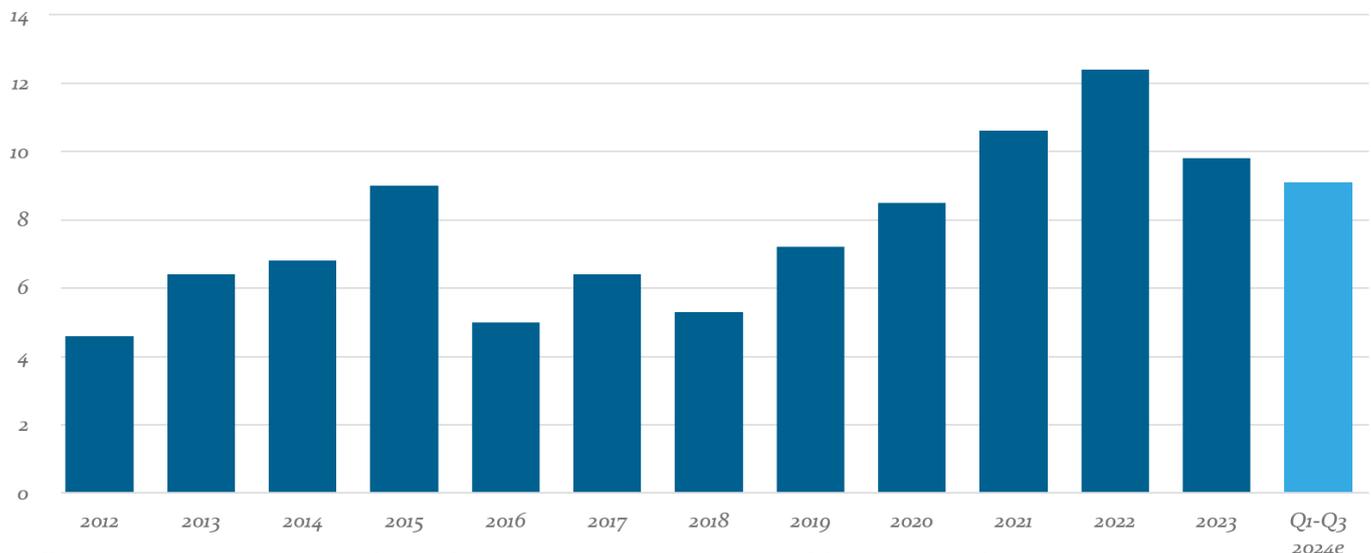
Es liegt in der Natur des Sekundärmarktes, dass er wenig transparent ist und insbesondere Verkäufer nur sehr selten Interesse an einer öffentlichen Berichterstattung haben. Insofern sind Informationen über Transaktionsvolumina und Kaufpreise nur schwer zu bekommen bzw. auch die Daten in der u.a. Abbildung nur eingeschränkt belastbar. Insofern sind Informationen über Transaktionsvolumina und Kaufpreise nur schwer zu bekommen bzw. auch nur eingeschränkt belastbar. Wir sehen allerdings in den an uns herangetragenen Anfragen, dass das Interesse am Sekundärmarkt seit Jahren wächst, und wir erwarten, dass dieser Trend anhält. Es sind heute mehr Akteure auf diesem Markt aktiv als noch vor einem Jahrzehnt. Hinzu kommt, dass heute immer mehr Investoren Sekundärmarkttransaktionen als etablierte und attraktive Möglichkeit sehen, ihre Anlagestrategien anzupassen und gleichzeitig in ein laufendes Produkt mit laufenden Ausschüttungen und unter Abkürzung der typischen J-Curve einzusteigen.

Der Sekundärmarkt als Sicherheitsventil des Primärmarktes

Sekundärmarkttransaktionen sind ein potentes Instrument zur Risikominderung, das von vielen Investoren allerdings nicht immer konsequent genutzt wird. Indem sie die Möglichkeit bieten, bestehende Vermögenswerte zu günstigeren Preisen zu erwerben, Zugang zu umfassenden Informationen zu erhalten und eine erhöhte Flexibilität und Liquidität zu genießen, können sie eine entscheidende Rolle bei der Stabilisierung und/oder Neuausrichtung von Anlageportfolios spielen. Angesichts der Vorteile, die sie bieten, ist es an der Zeit, dass Investoren dem Sekundärmarkt mehr Aufmerksamkeit schenken und ihn als Bestandteil ihres Anlageuniversums in Betracht ziehen. ■

Real Estate Secondaries Investments

in Mrd. USD



Quelle: ARES, Recap 2023 Report, Transaktionsvolumen Q1-Q3 2024 ist eine Prognose Helaba Invest Research
Stand: Februar 2024





Ellen Heinrich
Transactions &
Strategy Real Assets

ESG-Regulierung fordert Energieeffizienz

Aufgrund der Nachhaltigkeits-Zielsetzung der EU, eine CO₂-Neutralität bis 2050 zu erreichen, gibt es für Immobilien in Europa Regulierungen zu deren Energieeffizienz, die ihre Marktfähigkeit limitieren und Kosten verursachen. Dazu gehören Gesetze, die energieineffizienten Immobilien den Zugang zum Miet- und Transaktionsmarkt erschweren. So z.B. das Kohlenstoffdioxidaufteilungsgesetz, das Gebäudeenergiegesetz mit Investitionspflichten bei Immobilienerwerb in Deutschland, das französische „loi climat et resilience“ oder der „Domestic Minimum Energy Efficiency Standard (MEES)“ in Großbritannien.¹ Dadurch können Immobilien zu einem sogenannten „Stranding Asset“ werden, also aufgrund ihrer Energieineffizienz schwer handelbar werden und an Marktwert verlieren.

Sanierung mit Fiduciary Duty und Messbarkeit

Professionelle Investoren analysieren deshalb regelmäßig ihr Portfolio auf solche sogenannten transitorischen Risiken und definieren so Assets, die dem Portfolio hier am stärksten zu schaden drohen.² Geplante Sanierungsmaßnahmen müssen allerdings bezüglich ihrer Rentabilität geprüft werden, denn die mögliche öffentliche Förderung dieser Maßnahmen ist nicht kostendeckend und eine Mietsteigerung nach Sanierung nicht automatisch umsetzbar. Im deutschen Wohnsegment können Vermieter beispielsweise die Modernisierungskosten nur zu maximal 8% auf die Kaltmiete umlegen. Regulierungen nach §558 BGB mit Mieterschutz, Mietendeckel und Mietpreisbremse erschweren eine spätere weitere Erhöhung. Im Bürosegment hingegen wird eine Mieterhöhung insbesondere in Teilmärkten mit geringem Mietsteigerungspotenzial und unter konjunkturschwachen Rahmenbedingungen schwierig. Die Bedeutung der Teilmärkte für eine Effizienz von Dekarbonisierungsmaßnahmen zeigt sehr gut die Analyse von Colliers zu den Obsoleszenzrisiken im Büromarkt.

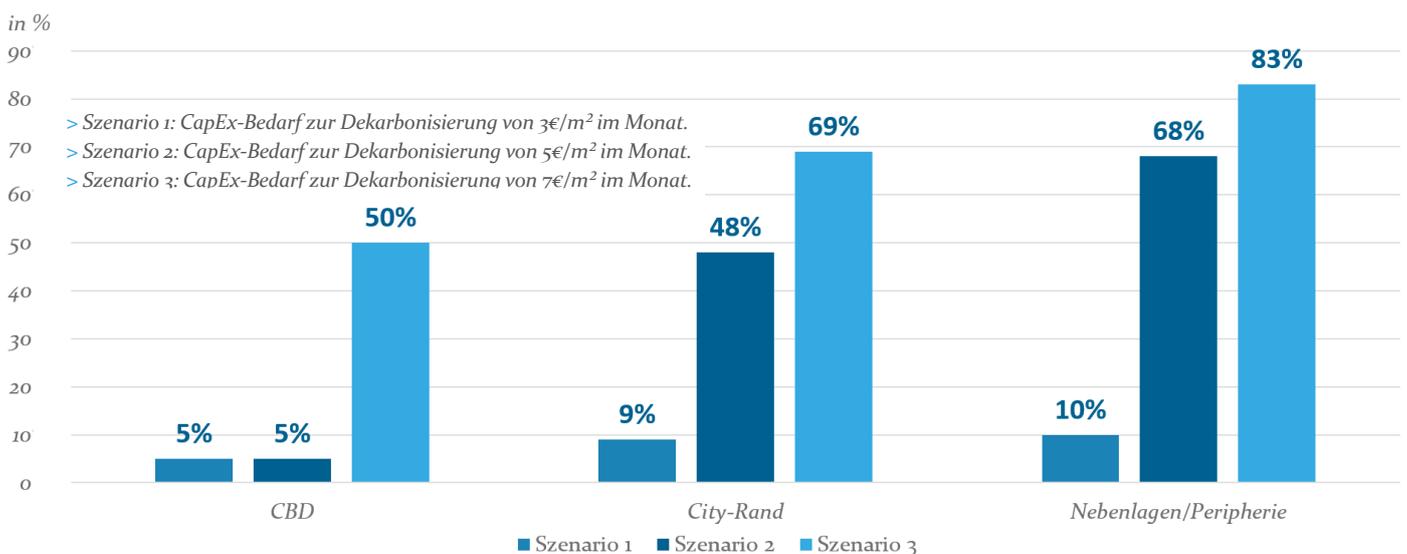
Rentabel sind diese Maßnahmen insbesondere in attraktiven Bürolagen, wie dem Central Business Distrikt (CBD), also den innerstädtischen, zentralen, stark nachgefragten Bürolagen (siehe Abbildung).

Investoren prüfen diese Gegebenheiten deshalb jeweils im Vorfeld der Sanierungsmaßnahmen genau. Dabei hilft es, wenn Effekte der Optimierung auf Mieten und Preise monetär gut abschätzbar sind. Eine Studie des Kieler Instituts für Weltwirtschaft konnte z.B. nachweisen, dass in Deutschland Wohnungen mit einem Energieausweisergebnis von A signifikant höhere Verkaufs- und Mietpreise erzielen als mit einem Energieausweisergebnis von D und schlechter.³ Es ist wichtig, dass dem Käufer ein objektives, transparentes Ergebnis der Energieeffizienz der Immobilie vorliegt, zum Beispiel durch den Bedarfsenergieausweis. Bei deutschen Bürogebäuden⁴ sind Gebäudezertifikate, wie DGNB, BREAM oder LEED, als Benchmark für Energieeffizienz schon seit längerem etabliert. Hier ist allerdings eine Vergleichbarkeit nur bedingt gegeben.

Hohe Nachfrage fördert Ausblick für Sanierungen

Wegen rückläufiger Neubauaktivität hat sich die Zahl energieeffizienter Immobilien deutlich verringert. Sofern die Immobilie weitere Core-Merkmale vorweist⁵, bietet sich für Bestandshalter hier eine Chance, die Pflicht der Bestandserhaltung subventioniert umzusetzen, so ihre Immobilien energieeffizient zu gestalten und die vorhandene Nachfrage seitens Käufer und Mieter abzugreifen. Arbeiten Fondmanager mit einer „Transition to Green“-Strategie, ist es allerdings wichtig, dass diese auf belastbaren Kaufpreisen, Sanierungsplänen und Mietannahmen beruht. Der Fondmanager sollte zudem lokale und technische Expertise und einen passenden Track Record vorweisen, denn Sanierungen sind aufgrund ihrer Individualität deutlich anspruchsvoller in der technischen und kaufmännischen Umsetzung als Neubauten. Die Bauwirtschaft tut sich selbst einen großen Gefallen, wenn sie Erfahrungswerte transparent austauscht. ■

Szenariobasierter Anteil des von Obsoleszenz bedrohten Büroflächenbestands nach Lage



Quelle: Colliers, Obsoleszenzrisiken als Herausforderung für den Büroimmobilienmarkt; Analysiert wurden deutsche Städte; Stand: August 2023

¹ Die aktuellen Regulierungen, Abgaben und Verbote beziehen sich übrigens ausschließlich auf den CO₂-Ausstoß im laufenden Betrieb. Ignoriert wird dabei, dass Bestandsimmobilien einen erheblichen Beitrag zur CO₂-Vermeidung allein durch das Vermeiden von Abriss und Entsorgung leisten.
² Hier sind wissenschaftsbasierte Methoden, wie z.B. der CRREM-Pfad empfehlenswert.
³ Kieler Institut für Weltwirtschaft: „Grüne Anreize: Energieeffizienz und deutsche Wohnungsmärkte“, November 2024.
⁴ In Deutschland besteht – anders als bei Wohnimmobilien - keine Pflicht für einen Energieausweis für gewerbliche Immobilien.
⁵ Dazu gehören z.B. passender Teilmarkt, Erreichbarkeit, Mikrolage.





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

Zinssenkungen stützen Rentensegment, USA die große Unbekannte

Die Europäische Zentralbank dürfte ihren Zinssenkungszyklus im 1. Halbjahr 2025 fortsetzen, was zusammen mit schwachem Wachstum und nachlassender Inflation Bundesanleihen unterstützt. (Geo-) Politische Unsicherheiten könnten die Nachfrage zusätzlich anheizen. Mit dem Ende des Zinssenkungszyklus dürfte im 2. Halbjahr die Unterstützung nachlassen. Für 2025 erwarten wir bei Bundesanleihen eine weitgehend stabile Zinsstrukturkurve und einen volatilen Seitwärtsmarkt. Europäische Staatsanleihen bleiben trotz der Probleme Frankreichs 2025 solide. Wir erwarten leicht steigende Risikoprämien und setzen auf Relative Value-Strategien. Covered Bonds erzielten 2024 im Rentensegment die stärkste Performance, unsere Einschätzung ist für 2025 neutral. Kurzläufer bis 5 Jahre bleiben attraktiv. US-Renditen sollten gegenüber ihren deutschen Pendanten stärker ansteigen. Mittelfristig wird ein schwächerer USD erwartet, trotz möglicher kurzfristiger Stärke.

Übergewicht in IG-Corporates bleibt auch in 2025

Wir erwarten ein positives Jahr für Credits, jedoch weniger erfolgreich als 2023 und 2024. Die Renditen sollten in etwa dem aktuellen Einstandsniveau entsprechen. Die fundamentale Situation bleibt überwiegend solide, die Bewertungen sind fair für IG-Credit und EM-Staatsanleihen. Bei High-Yield- und EM-Unternehmensanleihen sind sie teilweise ambitioniert. Wir rechnen aufgrund der Bewertungen und der politischen Unsicherheit mit einer Zunahme der Volatilität. Die Emittenten werden sich folglich heterogener entwickeln.

US-Vitamincocktail stützt Aktienmärkte, in Europa defensive Positionierung empfohlen

Der US-Vitamincocktail aus Steuersenkungen, Deregulierung und Protektionismus dürfte die Aktienmärkte weiter stützen. Financials, Zykliker, Rüstung und Value sollten besonders profitieren. Im Jahresverlauf könnte sich die Marktbreite erhöhen und die Dominanz der Mag7 abschwächen. In Europa bleibt eine defensive Positionierung bei Sektoren/Stilen ratsam, da Handelskonflikte und die Abhängigkeit von China belasten.

Multi Asset-Fokus weiter auf Carry-Strategien, Alternatives stärken Portfolio-Stabilität

Die Multi Asset-Portfolios werden für kommendes Jahr mit einer moderaten „risk on“-Allokation ausgerichtet. Dabei werden gezielt regionale und globale Divergenzen genutzt. Der Fokus auf Carry-Strategien bleibt bestehen und selektive Aktien-Allokationen, wie Small-/Mid-Caps werden fortgesetzt. Korrelationen greifen wieder besser, was die Portfolios robuster macht. Perspektivisch sollten robuste und stabile Portfolios eine sichtbare Allokation in alternativen Anlagen, wie Infrastruktur, aufweisen.

Immobilien stabilisieren sich, Infrastruktur hat 2025 noch bessere Perspektiven

Die Marktkorrektur bei Immobilien scheint mit Berichten über steigende Ankaufpreise und einer gesunden Flächennachfrage weitgehend abgeschlossen, während das (Re-)Finanzierungsumfeld herausfordernd bleibt. Infrastruktur hat aufgrund des hohen Investitionsbedarfs und stabilerer Renditen bessere Perspektiven, kämpft jedoch mit Preisvorstellungen, Produktmangel und hohen Baukosten. Für 2025 erwarten wir eine Rückkehr der Dynamik in beiden Märkten, jedoch ohne einen Boom.

Risiken für unser Weltbild

Für das Basisszenario „Durchs Dickicht“ besteht das größte Risiko in einem ausufernden Handelskrieg, dessen Eintrittswahrscheinlichkeit wir mit 40% als signifikant einschätzen. Speziell, wenn sich die angekündigten Zölle nicht nur auf China beziehen, sondern auch auf die EU und die US-Anrainerstaaten Kanada und Mexiko. Die weiteren Risikofaktoren haben sich gegenüber den letzten Ausgaben inhaltlich nur marginal verändert und umfassen weiterhin geopolitische Krisenherde, Probleme beim Thema Finanzmarktstabilität sowie die strukturelle Konjunkturschwäche Chinas. ■

Strategisches Bild

		November 2024	Zielkorridor (Ende 2025)	
Renten -- - 0 + ++				
Deutschland (10J Bund)		2,15%	2,20% bis 2,40%	Immobilien -- - 0 + ++
Eurozone Staatsanleihen (Index vs. Bunds)		62,5 bp	70 bp - 80 bp	Büro
Int. EUR Covered Bonds (1-10J vs. Bunds)		65 bp	50 bp - 60 bp	Logistik
U.S. Staatsanleihen (10J T-Note vs. Bunds)		215 bp	215 bp - 245 bp	Wohnen
				Einzelhandel
Credit -- - 0 + ++				
IG EUR (Index OAS)		105 bp	105 bp - 115 bp	Infrastruktur -- - 0 +
HY EUR (Index OAS)		260 bp	300 bp - 330 bp	Energie
EM (je 50% EUR / 50% USD Index vs. Staat)		270 bp	290 bp - 310 bp	Versorgung
EM Corporates (CEMBI Broad Div. OAS)		220 bp	240 bp - 260 bp	Kommunikation
				Transport
Aktien -- - 0 + ++				
Welt (MSCI World)		3.800	3.750 - 4.000	
Euroland (EuroStoxx 50)		4.750	4.600 - 5.000	
USA (S&P 500)		6.000	6.050 - 6.350	
EM (MSCI EM)		1.075	1.025 - 1.125	
Währungen -- - 0 + ++				
EUR vs. USD		1,06	1,04 - 1,1	

Quelle: Helaba Invest, Stand: 28. November 2024





02

Meinungen

Sonderthemen





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

Dedollarisierung: Bröckelt der Thron des US-Dollars?

Seit Jahrzehnten dominiert der US-Dollar die Weltwirtschaft als unangefochtene Reservewährung. Doch die Zeichen der Zeit deuten auf einen möglichen Wandel hin. Handelsabkommen in alternativen Währungen, die zunehmende Diversifizierung der globalen Währungsreserven, wachsende geopolitische Spannungen sowie der durch die Trump-Wahl wohl zunehmende Protektionismus werfen die brisante Frage auf: Ist die Ära des „Greenback“ als Weltreservewährung in Gefahr? Während einige Länder den Abschied vom US-Dollar vorantreiben, bleibt er für viele der Inbegriff wirtschaftlicher Stabilität. Doch wie lange noch? Sind wir Zeugen eines schleichenden Machtverlusts des US-Dollars oder handelt es sich nur um temporäre Herausforderungen? Die Perspektiven sind facettenreich: Tauchen Sie mit uns in diesem Artikel ein in die Entwicklung der Dedollarisierung – den deutlichen Rückgang der Nutzung des US-Dollars im internationalen Handel und in Finanztransaktionen – und erkunden Sie die Zukunft der Leitwährung!

Historische Einordnung

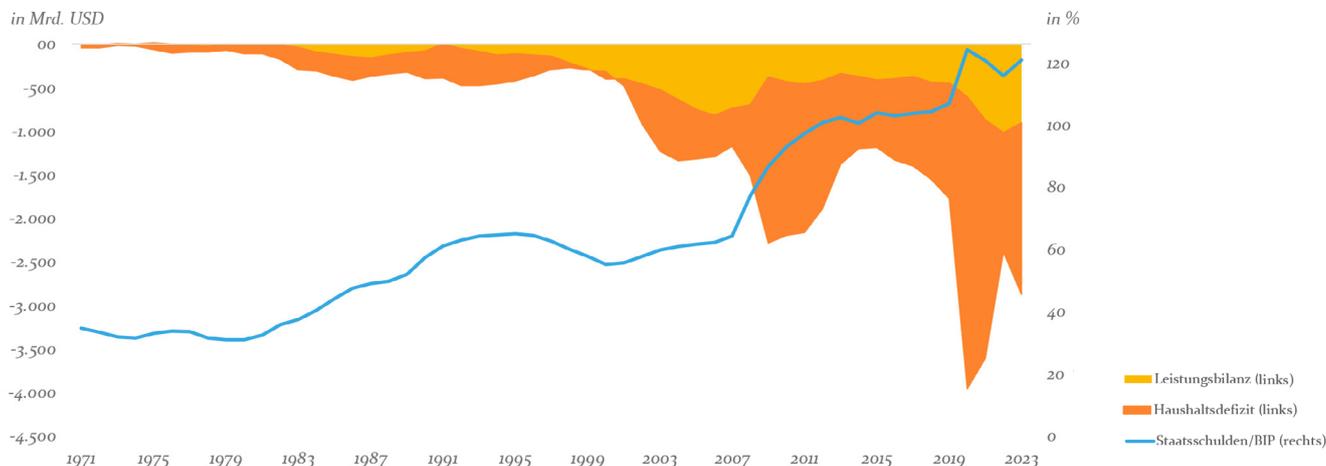
Um zu verstehen, wie der US-Dollar zur Weltreservewährung geworden ist, ist ein kurzer historischer Abriss zu den Geschehnissen nach dem 2. Weltkrieg dienlich. Das 1944 verabschiedete Bretton Woods-Abkommen schuf ein globales Währungssystem, bei dem eine Vielzahl von Währungen an den US-Dollar gekoppelt waren, der wiederum für 35 Dollar pro Unze in Gold umgetauscht werden konnte. Dieses System sollte finanzielle Stabilität gewährleisten und den internationalen Handel fördern, wobei der US-Dollar aufgrund der Tatsache, dass die USA nach dem Zweiten Weltkrieg wirtschaftlich dominierend waren und große Goldreserven besaßen, zur weltweiten Reservewährung wurde. Es bestand bis 1973, als die USA die Goldkonvertibilität des US-Dollar beendeten, wodurch das heutige Fiat-Währungssystem¹ geschaffen wurde. Auch nach dem Ende des Goldstandards behielt der US-Dollar durch das Vertrauen in die US-Wirtschaft seinen Status. Vereinbarungen mit ölexportierenden Ländern in den 1970er-Jahren sicherten eine konstante Nachfrage nach Dollar im globalen Handel, der sogenannte „Petrodollar“ entstand. Seine Rolle im internationalen Handel,

bei Transaktionen und US-Staatsanleihen stärkte die Dominanz des US-Dollar weiter. Netzwerkeffekte machten ihn zur bevorzugten Währung, da er Liquidität und Zuverlässigkeit bot. Die geopolitische Macht der USA und ihre militärische Präsenz erhöhten seine Attraktivität zusätzlich. Alternativen, wie der Euro oder der Yuan konnten bisher nicht mit der Stabilität und der breiten Akzeptanz des US-Dollar konkurrieren. Somit ist dieser dank des globalen Vertrauens und der hochentwickelten US-Finanzmärkte bis heute unangefochten führend in der Welt!

Wichtigkeit des Status als Weltreservewährung

Stellt sich die Frage, warum der Status als Weltreservewährung weiterhin so wichtig für die USA ist? Dieser Status verschafft den USA erhebliche Vorteile, da sie ihre Defizite leichter finanzieren und wirtschaftlich davon profitieren können, Schulden in ihrer eigenen Währung aufzunehmen. Die USA verfügen schon seit vielen Jahrzehnten über ein sogenanntes „Twin Deficit“, d.h. sowohl ein hohes Haushaltsdefizit (aufgrund hoher Staatsausgaben und Steuersenkungen) als auch ein Leistungsbilanzdefizit (aufgrund von übermäßigen Importen im Verhältnis zu

Abbildung 1: Entwicklung der US-Twin Deficits und des Verhältnisses der US-Staatsschulden zum BIP



¹⁾ Das Fiat-Währungssystem ist ein Geldsystem, bei dem der Wert einer Währung nicht durch physische Güter, wie Gold, gedeckt ist, sondern allein auf dem Vertrauen in die ausgebende Regierung und ihre Zentralbank basiert. Es besitzt somit keinen intrinsischen Wert.

Quelle: IMF World Economic Outlook Database, Helaba Invest
 Stand: November 2024



Dedollarisierung: Bröckelt der Thron des US-Dollars?

Exporten). Mittelfristige Folgen dieses Phänomens sind steigende Staatsschulden und eine hohe Abhängigkeit vom Auslandskapital, was die USA anfällig für externe Schocks macht. Nachfolgende Abbildung 1, die den Zeitraum nach Bretton Woods abträgt, veranschaulicht diesen Zusammenhang.

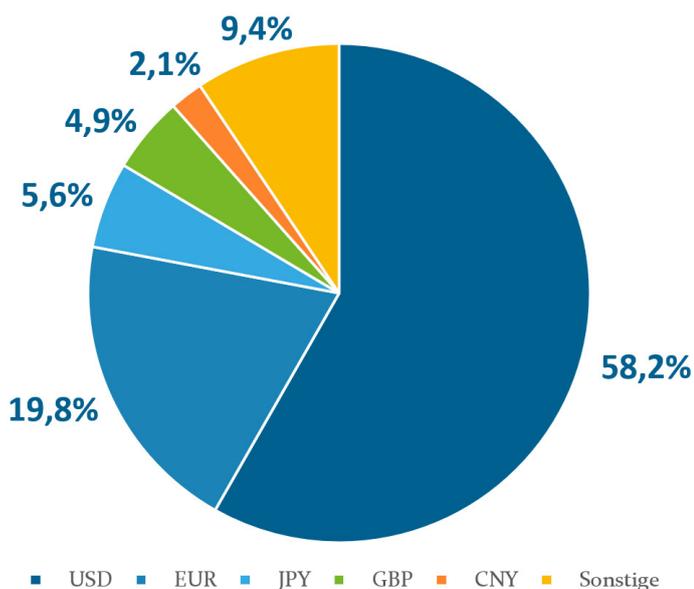
Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die USA großes Interesse daran haben, ihre privilegierte Position nicht zu verlieren. Die Strategie „Wachstum durch Verschuldung“ hat den Vereinigten Staaten bisher kontinuierliches Wirtschaftswachstum ermöglicht, indem sie Konsum, Investitionen und Innovationen förderte. Dieses Modell stützte sich jedoch maßgeblich auf die Sonderstellung des US-Dollars und das Vertrauen in die US-Wirtschaft. Langfristig könnten jedoch die genannten Defizite zu Risiken führen, insbesondere wenn das Vertrauen in den US-Dollar schwindet oder sich die globalen wirtschaftlichen Machtverhältnisse verändern.

Herausforderungen für den US-Dollar

Seit den letzten Jahren gibt es Entwicklungen, die am Thron des US-Dollar rütteln und mittel- bis langfristig nachhaltige Änderungen des Weltreservestatus auslösen könnten.

Abbildung 2: Allozierte weltweite FX-Reserven

in %



Quelle: IMF World Economic Outlook Database, Helaba Invest
Stand: September 2024

Schwankungen in der globalen Dominanz des US-Dollars sind kein neues Phänomen. Als Reserve-Asset machte der Dollar beispielsweise 1970 fast 80% der globalen FX-Reserven aus. Bis 1980 fiel dieser Anteil auf unter 58 Prozent. 1990 stürzte er auf 47 Prozent ab. Der Dollar erholte sich 1999 auf rund 71 Prozent der globalen Reserven, ist jedoch seitdem allmählich auf 58 Prozent im Jahr 2024 gesunken (siehe Abbildung 2) – nicht zugunsten einer Ersatzwährung, sondern vieler kleinerer Währungen, darunter der Renminbi (nur 2% der globalen FX-Reserven)². Die aktuellen Trends zur Dedollarisierung im globalen Zahlungsverkehr müssen somit im historischen Kontext betrachtet werden.

Sanktionen und Handelskonflikte haben viele Länder dazu veranlasst, nach Wegen zu suchen, sich vom US-Dollar zu entkoppeln. China treibt die Internationalisierung des Renminbis³ voran und weitere Länder, allen voran die sog. BRICS- bzw. BRICS+-Staaten⁴, sind daran interessiert, mehr Unabhängigkeit gegenüber der westlichen Welt im Allgemeinen und dem US-Dollar im Besonderen zu schaffen. Zudem reduzieren Zentralbanken aus Diversifikationsgründen weltweit ihren Anteil an US-Dollar Reserven zugunsten anderer Währungen oder Gold. Auch digitale Währungen, sowohl staatlich als auch privat, bieten potenziell neue Mittel zur Durchführung internationaler Transaktionen.

Alle beschriebenen Herausforderungen für den US-Dollar zeigen sich in den Initiativen Chinas (und der BRICS+-Staaten), wovon die wichtigsten nachfolgend aufgeführt sind:

Freihandels- und Währungsabkommen: China fördert den Renminbi im internationalen Handel durch Handelsabkommen, die den Dollar umgehen, insbesondere mit BRICS+-Ländern sowie Staaten in Afrika, Asien und Südamerika. Der Handel mit Russland erfolgt größtenteils in Yuan und Rubel, und ähnliche Vereinbarungen wurden mit anderen BRICS+-Staaten getroffen, einschließlich der Ölimporte aus dem Iran. Da sechs der neun größten Erdölexporture zu BRICS+ gehören, könnte die Verwendung des Renminbis im internationalen Ölhandel steigen, wenn diese Länder ihren Handel in Renminbi abwickeln. Voraussetzung dafür wäre jedoch die vollständige Konvertibilität des Renminbis, da nicht konvertible Währungen für Länder, wie Saudi-Arabien, problematisch sind. Die Internationalisierung des Yuan bleibt somit durch Kapitalverkehrskontrollen eingeschränkt, die Chinas wirtschaftliche Stabilität und Geldpolitik sichern sollen.

Alternative Zahlungssysteme: China unterstützt die Entwicklung von Zahlungssystemen, die den US-Dollar umgehen, wie das grenzüberschreitende Interbank-Zahlungssystem (CIPS), welches als Alternative zu SWIFT dient. Diese Infrastruktur fördert den Handel in lokalen Währungen und reduziert die Transaktionskosten.

Diversifikation der Währungsreserven: Um seine wirtschaftliche Stabilität zu erhöhen, hat China neben anderen Ländern massiv in den Ausbau seiner Goldreserven investiert. Diese dienen als Absicherung gegen Schwankungen des Dollarkurses und stärken den Renminbi als potenzielle Reservewährung.

Projektfinanzierung: Insbesondere die „BRICS-Bank“, die New Development Bank, wird als Alternative zur Weltbank und dem Internationalen Währungsfonds gesehen, um eigene Projekte zu finanzieren. Sie bietet Schwellenländern Kredite ohne die strengen Auflagen westlicher Institutionen, verfügt aber über weniger Mittel. Wichtige Projekte, wie Chinas Seidenstraßen-Initiative, wurden bereits unterstützt.

² Siehe dazu IMF World Economic Outlook Database (November 2024) und BIS Database (2024).

³ Um Konfusion vorzubeugen: Der Begriff Renminbi (chinesisch „Volkswährung“) ist der Name für die chinesische Währung im Allgemeinen. Yuan hingegen beschreibt eine Geld- oder Währungseinheit.

⁴ BRICS steht für ein Bündnis der fünf Volkswirtschaften Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika. BRICS+ bezeichnet die Erweiterung dieser Gruppe um fünf Länder, die ähnliche Entwicklungsziele teilen, wie Saudi-Arabien, Ägypten oder Iran, um eine breitere Allianz des globalen Südens zu schaffen und die Interessen der Schwellenländer auf geopolitischer und wirtschaftlicher Ebene besser zu vertreten. Die BRICS+-Länder repräsentieren etwa 45 % der Weltbevölkerung und ca. ein Drittel des globalen BIP.



Digitale und eigene Währung: China und die BRICS+-Staaten planen die Einführung einer eigenen Handelswährung namens „Unit“, die möglicherweise bereits nächstes Jahr starten könnte. Diese Währung wird zu 40 % goldgedeckt sein, während der Rest auf anderen Währungen basiert. China ist außerdem Vorreiter bei der Entwicklung des digitalen Yuan, welcher im internationalen Handel eine Schlüsselrolle spielen und das westlich geprägte Bankensystem umgehen könnte. Zuletzt haben die BRICS-Staaten noch die Einführung eines auf Blockchain-Technologie basierenden Zahlungsabwicklungssystems namens „Bridge“ geplant.

Die o.a. Initiativen zeigen insbesondere Chinas strategisches Bestreben, seine wirtschaftliche Souveränität zu stärken und den Einfluss des US-Dollars zu reduzieren, was langfristige Auswirkungen auf die globale Finanzordnung hin zu einer multipolaren Weltordnung haben könnte. Eine Vielzahl von Ländern zeigen Interesse an einer Dedollarisierung, um von SWIFT und dem Westen unabhängig zu werden, wobei China und Russland führend sind. Das BRICS+-Bündnis dürfte durch weitere Beitritte an Bedeutung gewinnen. Ein schneller Niedergang der westlichen Wirtschaft ist zwar unwahrscheinlich, doch könnten geopolitische Spannungen zwischen BRICS+ und dem Westen zunehmen. Der Machtkampf zwischen den USA und China dürfte sich weiter verschärfen, was zu einer härteren Handelspolitik führen wird und durch das Ergebnis der US-Wahl bekräftigt wurde. Interessanterweise ist das Thema aber nicht nur eines des alten, bald wieder neuen Präsidenten - auch die Biden-Administration hat die unter Trump eingeführten Zollbeschränkungen gegen China nie aufgehoben.

Dominanz des US-Dollar

Trotz der Herausforderungen ist der Verlust des Status des US-Dollars als Weltreservewährung kurzfristig unwahrscheinlich. Nachfolgende Abbildung 3 verdeutlicht diese Tatsache.

Der US-Dollar ist tief in die globale Finanzarchitektur eingebettet - von Handel bis zu internationalen Kreditmärkten, als Zahlungsmittel und zur Rechnungslegung. Der US-Dollar ist die bevorzugte Währung für den internationalen Handel und wird in knapp 90 % der globalen FX-Transaktionen verwendet. Zudem bieten die USA eine stabile Wirtschaft und ein starkes Rechtssystem, was die meisten Länder bisher nicht in gleichem Maße garantieren können. Darüber hinaus verfügen weder der Euro noch der Renminbi aktuell über die Liquidität und das Vertrauen, den US-Dollar zu ersetzen. China ist aufgrund seiner exportorientierten Wirtschaft ebenfalls stark in das globale Dollarsystem eingebunden. Ein schneller und vollständiger Rückzug aus diesem System würde erhebliche Schäden für die chinesische Volkswirtschaft verursachen. Für die anhaltende Dominanz des US-Dollars spricht vor allem die Notwendigkeit, dass eine Währung bestimmte Anforderungen erfüllen muss, um im internationalen Handel als Tausch- und Wertaufbewahrungsmittel für viele unterschiedliche Länder dienen zu können. Eine solche Währung benötigt eine Plattform, die Zahlungen schnell und sicher an die richtigen Adressaten übermittelt. Seit dem Zweiten Weltkrieg hat sich im westlichen Raum mit SWIFT ein effizientes und zuverlässiges grenzüberschreitendes Zahlungssystem etabliert⁵. Dieses System ermöglicht es, internationale Transaktionen schnell und sicher abzuwickeln und trägt somit zur Stabilität und Dominanz des US-Dollars im globalen Handel bei.

BRICS und BRICS+ sind Bündnisse mit Potenzial, die jedoch von geopolitischen Herausforderungen und internen Spannungen geprägt sind. Sie symbolisieren den Wunsch nach mehr Gleichgewicht in der globalen Wirtschaftsordnung und streben an, den US-Dollar zu schwächen, obwohl dies derzeit unrealistisch erscheint. Die Staaten sind zwar bestrebt, die US-Dominanz zu verringern, sind jedoch keine homogene Gruppe – insbesondere zwischen China und Indien bestehen große Differenzen. Chinas diplomati-

Abbildung 3: Die USA und die Schlüsselrolle des US-Dollars in der Welt



Quelle: BIS Database, Helaba Invest; Stand: Juni 2022

⁵⁾ Durch SEPA brauchen wir in Europa SWIFT nicht mehr. Alle Zahlungen in Euro laufen über die EZB und nicht mehr über SWIFT. Das ist kostengünstiger und schneller.



Dedollarisierung: Bröckelt der Thron des US-Dollars?

sches Geschick hat es ermöglicht, Länder wie Saudi-Arabien und den Iran ins BRICS-Bündnis einzubinden, was die Bedeutung der Gruppe trotz interner Spannungen stärkt. Dennoch wird es für BRICS+ schwierig sein, ein global akzeptiertes Zahlungsverkehrssystem zu etablieren, da eine Reservewährung internationale Konvertibilität und Stabilität erfordert. Langfristig könnte jedoch eine schrittweise Erosion der Dominanz stattfinden, insbesondere wenn die USA ihre wirtschaftliche und/oder geopolitische Stärke verlieren oder technologische Innovationen die Rolle traditioneller Reservewährungen verändern.

Wie steht es um die Zukunft des US-Dollar im Zusammenhang mit Trumps Wahlsieg?

Bereits im Vorfeld zu einem Wahlsieg hat Trump den Wunsch geäußert, den US-Dollar zu schwächen, doch seine wirtschaftspolitischen Maßnahmen könnten kurzfristig das Gegenteil bewirken. Seit Bekanntwerden des Wahlergebnisses handelt der US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen deutlich höher. Dies ist nicht verwunderlich, gibt es doch zwei Faktoren, die auf einen stärkeren US-Dollar unter einer zweiten Trump-Administration hindeuten: Erstens führen Zölle auf Importe oftmals zu einer Schwächung der Währung des Handelspartners, wie man 2018 beim chinesischen Renminbi sah, der um etwa 10 % fiel, nachdem Trump Handelsbeschränkungen gegen China verhängt hatte. Ein breiterer Einsatz von Zöllen dürfte daher den US-Dollar insgesamt stärken. Zweitens wird erwartet, dass Trumps wirtschaftspolitische Maßnahmen, wie die Verlängerung der Steuersenkungen von 2017, zu einer lockeren Fiskalpolitik führen. Dies würde neben der Erhöhung der Importpreise durch die Zölle inflationären Druck erzeugen, was den Markt dazu veranlassen könnte, höhere Zinssätze zu eskomptieren, wodurch der US-Dollar aufgrund der Kombination aus lockerer Fiskal- und straffer Geldpolitik gestärkt wird.

Während Trump wirtschaftspolitischen Pläne also voraussichtlich zunächst das US-Wachstum weiter ankurbeln werden, schaffen sie gleichzeitig erhebliche Unsicherheiten in drei Schlüsselbereichen:

- / Inflation, die steigen könnte
- / Staatsverschuldung, die sich weiter verschärfen könnte sowie
- / Geldpolitik, die möglicherweise weniger expansiv wird.

Kurzfristig wird Vieles von der genauen Umsetzung der Zollpolitik abhängen. Je nach Intensität und Umfang der Handelsbeschränkungen kann es in der ersten Zeit der Trump-Administration zu erheblichen Verwerfungen am Devisenmarkt kommen, die zunächst mal Aufwärtsdruck für den US-Dollar bedeuten und Schwierigkeiten für das globale Wachstumsumfeld implizieren dürften. Mittel- bis langfristig sprechen die oben genannten Unsicherheiten sowie die bereits erwähnten Bestrebungen einer Dedollarisierung und eine potenzielle Verschlechterung der Handels- und Haushaltsdefizite jedoch gegen einen anhaltenden Aufwärtstrend des US-Dollar.

Fazit und Marktimplikationen

Der Thron des US-Dollars wackelt, doch der Sturz lässt auf sich warten: Während sich weltweit Zahlungssysteme und Handelsabkommen formieren, die den Dollar umgehen, bleibt seine Dominanz in der globalen Finanzwelt gut verankert. Die BRICS+-Staaten und andere Akteure schaffen zwar erste Risse im Fundament der Dollar-Hegemonie, doch eine vollständige Dedollarisierung dürfte Jahrzehnte dauern. Gleichzeitig könnten die wirtschaftspolitischen Maßnahmen der USA unter der kommenden Trump-Regierung den Dollar kurzfristig stärken, aber mittel- bis langfristig durch wachsende Defizite und geopolitische Spannungen unter Druck setzen. In einer sich wandelnden Weltwirtschaft wächst jedoch die Dynamik hin zu einer multipolaren Ordnung – und mit ihr das Potenzial für einen tiefgreifenden Paradigmenwechsel. Der US-Dollar bleibt vorerst an der Spitze, doch die Konkurrenz lauert und wird stärker. ■







Ines Victoria Weber
Strategisches Vertriebs- und
Produktmanagement



Max-Fabian Glöckner
Strategisches Vertriebs- und
Produktmanagement

Die Assetklassen Infrastruktur und Immobilien im Aufwind: Chancen im Jahr 2025

Die Assetklassen Infrastruktur und Immobilien weisen teilweise Gemeinsamkeiten (z.B. immobilienähnliche Beteiligungen an Parkhäusern oder Datacentern), aber auch maßgebliche Unterschiede auf. Im Rückblick haben beide Assetklassen unterschiedlich auf die hohe Inflation und den damit verbundenen Zinsanstieg reagiert. Beide Assetklassen haben jedoch eins gemeinsam: Das Jahr 2025 sollte sowohl für Immobilien als auch für Infrastruktur positiv verlaufen.

Investment-Ausblick für Infrastruktur im Jahr 2025: Chancen in einer unbeständigen Welt

Die aktuellen makroökonomischen Bedingungen, die gestiegenen geopolitischen Unsicherheiten sowie der eingeleitete Zinssenkungszyklus können im Jahr 2025 zu einer erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten beitragen. Insbesondere in diesem Umfeld wird die Assetklasse Infrastruktur aufgrund ihrer positiven Charakteristiken, z.B. niedrige Abhängigkeit von Wirtschaftszyklen, noch wichtiger für Investoren und bietet weiterhin stabile und beständige Rendite für das Portfolio. Überdies wird die Assetklasse Infrastruktur weit über 2025 hinaus eine wichtige Rolle spielen, da die Modernisierung der bestehenden Infrastruktur sowie der digitale und ökologische Umbau der Wirtschaft erhebliches Investitionskapital benötigen. Der Investitionsbedarf ist in allen Infrastruktur-Sektoren, wie z.B. Energie (inkl. Erneuerbare Energien), Versorgung, Kommunikation, Transport und soziale Infrastruktur vorhanden. Die Staaten werden nicht in der Lage sein, diesen immensen Kapitalbedarf allein zu stemmen, was die Notwendigkeit von privaten Investitionen in den nächsten Jahren noch verstärkt.

Einfluss makroökonomischer Faktoren auf Infrastrukturinvestitionen

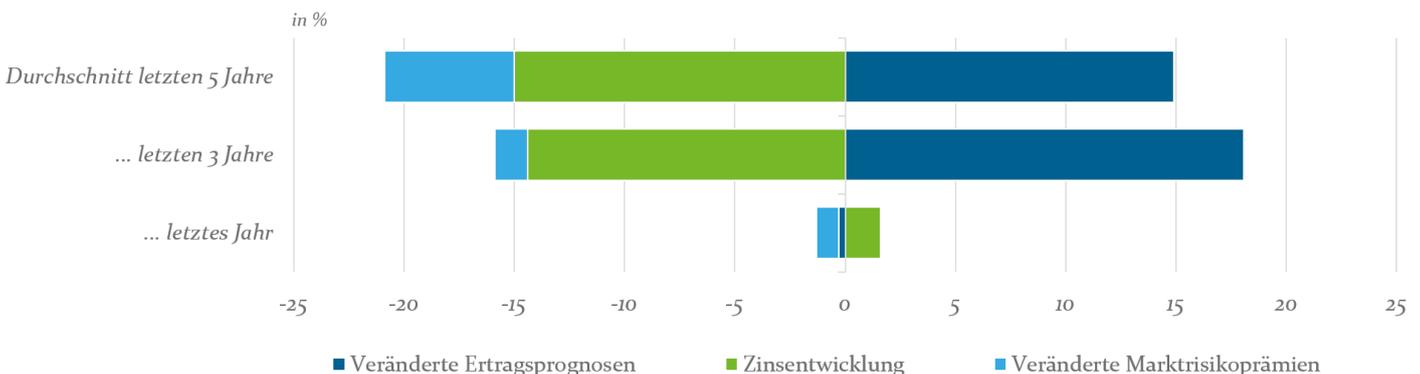
Rückblickend war 2024 das Jahr, in dem der Inflationsgeist wieder in die Flasche gesteckt wurde. Jetzt wird es darum gehen,

wie schnell die Zentralbanken die Leitzinsen wieder auf ein neutrales Niveau senken werden und ob sie letztlich noch weiter lockern müssen, um die Wirtschaft zu stützen. Doch wie hat sich die hohe Inflation und der damit verbundene Zinsanstieg in den letzten Jahren auf die Assetklasse Infrastruktur ausgewirkt?

Retrospektiv fällt auf, dass sich sowohl die Zinsentwicklung als auch die veränderten Ertragsprognosen stark in den durchschnittlichen Bewertungseffekten auf europäische Infrastrukturprojekte niedergeschlagen haben (siehe Abbildung 1). Der vergangene Zinsanstieg hat die relative Attraktivität des Bestandsportfolios reduziert und wirkte in den letzten drei und fünf Jahren negativ auf die Bewertungen. Im Gegenzug verzeichnete die Assetklasse Infrastruktur im gleichen Zeitraum zumindest teilweise positive Effekte aus der deutlich gestiegenen Inflation und den auch langfristig gestiegenen Strompreisprognosen. Insbesondere die positive Charakteristik der Preisbindung an die Inflation hat in Zeiten hoher Inflation zu überdurchschnittlichen Erträgen geführt. Nach Einschätzung von EDHECInfra konnten somit die negativen Bewertungseffekte aus dem Zinsanstieg durch entsprechende positive Effekte aus den Businessplänen näherungsweise in den letzten drei und fünf Jahre nivelliert werden.

Die EZB senkte am 17. Oktober 2024 die Leitzinsen auf 3,25 % – die dritte Senkung 2024 mit bereits sichtbarer Wirkung. Der Zinssenkungseffekt wirkt sich überproportional positiv auf die Bewertung von Infrastrukturprojekten aus, welche nun teilweise höhere Ertragsniveaus aufgrund z.B. der Inflationsindexierung aufweisen, und führt somit zu einer Aufwertung der Vermögensgegenstände. Im Euroraum wird die EZB ihren Kurs der Zins-

Abbildung 1: Durchschnittliche Bewertungseffekte auf europäische Infrastrukturprojekte



Quelle: EDHECInfra, Oktober 2024; Stand: Oktober 2024



senkungen höchstwahrscheinlich fortsetzen. Dies hätte weitere positive Bewertungseffekte für Infrastrukturprojekte zur Folge. Neben der Zinsentwicklung dürften die dynamischen Marktveränderungen aufgrund von politischen Faktoren die Märkte im Jahr 2025 prägen. Die Unsicherheit durch Handelskonflikte und geopolitische Spannungen (inkl. der damit verbundenen gesamtwirtschaftlichen Situation) könnte Investoren zunächst vorsichtig stimmen und zu einer erhöhten Volatilität an den liquiden Finanzmärkten führen.

Infrastrukturanlagen mit Grundversorgungscharakter weisen aufgrund der geringen Nachfrageelastizität dabei eine hohe Widerstandsfähigkeit gegen konjunkturelle Schwankungen auf, da die Grundversorgung eines Landes z.B. mit Strom, Wärme und Wasser auch in unsicheren Zeiten nachgefragt wird. Diese positive Eigenschaft von Infrastruktur im Vergleich zu anderen Assetklassen lässt sich im Betrachtungszeitraum 31.12.2010 bis 30.06.2024 aufzeigen (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2: Infrastruktur im Vergleich zu anderen Assetklassen

31.12.2010-30.06.2024	Ø Jährliche Rendite (in %)	Ø Jährliche Volatilität (in %)
Private Equity	15,0	9,1
S&P 500 TR	14,0	15,0
Infrastruktur	10,7	3,8
Private Debt	9,3	5,3
MSCI World TR	10,3	14,9

Quelle: Preqin Index Private Markets, Stand: Q4/2007-Q2/2024

Seit 2010 performen Infrastrukturinvestments mit einer durchschnittlichen, jährlichen Rendite von 10,7% p.a. ähnlich wie der MSCI World TR und oberhalb von Private Debt. Gleichzeitig lag die Volatilität signifikant unterhalb von Aktien. Folglich stellen

Infrastrukturinvestments auch im Umfeld von gestiegener geopolitischer Unsicherheit ein stabiles Investment dar. Überdies hat die geringe Korrelation von Infrastrukturinvestment zu anderen Anlageklassen auch einen positiven Effekt auf die Portfoliodiversifikation.

Und wie sieht der langfristige Blick auf die Assetklasse aus?

Der zukünftige Investitionsbedarf in Infrastruktur ist immens. Insbesondere die langfristigen Megatrends, wie u.a. die Dekarbonisierung, Elektrifizierung, Digitalisierung und KI fungieren als starke Wachstumstreiber. Für die kommenden Jahre prognostiziert Preqin ein Anstieg der AuM (Assets under Management) in Infrastruktur von rund 1,3 Bill. USD im Jahr 2023 um durchschnittlich 10,8% p.a. auf ca. 2,4 Bill. USD im Jahr 2029. Der Hauptfokus liegt dabei weiterhin auf den risikoärmeren Core- und Core plus-Segmenten in Europa und Nordamerika (siehe Abbildung 3). Im Vergleich zu den Vorjahr(en) sehen Investoren vermehrte Attraktivität im Small-/Mid Market-Segment aus Diversifikations- und Renditegesichtspunkten.

Die hohe Wachstumsrate der Assetklasse Infrastruktur zeigt sich auch im Vergleich zur Assetklasse Immobilien. In den vergangenen Jahren hat die Entwicklung des verwalteten Infrastrukturvermögens stark zugenommen, so dass im Jahr 2029 das Infrastrukturvermögen bereits rund 90% des prognostizierten Immobilienvermögens betragen soll (siehe Abbildung 4). Angesichts des anhaltend hohen Investitionsbedarfs u.a. zur Realisierung der Energiewende und der weiteren Digitalisierung ist es möglich, dass nicht börsennotierte Infrastruktur in den 2030er Jahren mit Immobilien in Bezug auf die AUM noch stärker zusammenwächst.

Wichtig zu erwähnen ist noch, dass die langfristigen Megatrends jedoch auch kritisch betrachtet werden müssen. Im Bereich Erneuerbare Energien herrscht weiterhin eine Goldgräberstimmung aufgrund z.B. des starken Anstiegs an Fonds mit dem Fokus auf Erneuerbare Energien. Dies führt zu einem deutlich erhöhten Wettbewerb um attraktive Transaktionen sowie einer erhöhten Bereitschaft, auf Projektebene höhere Risiken zu übernehmen.

Abbildung 3: Globale Infrastrukturmärkte

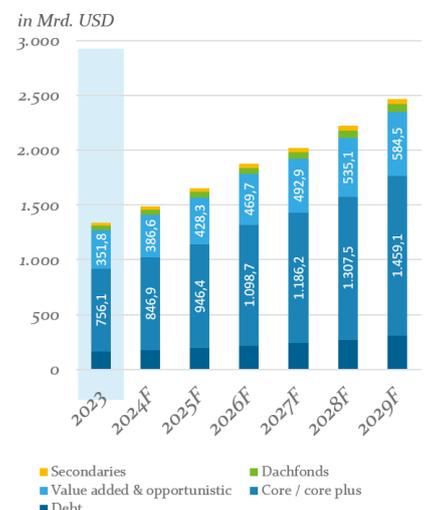
Fundraising



AuM nach Regionen



AuM nach Risikostrategie



Quelle: Preqin, Future of Alternatives, Infrastructure fundraising faces three-year climb back to peak, Future of Alternatives 2029 (preqin.com); Stand: 18. September.2024



Die Assetklassen Infrastruktur und Immobilien im Aufwind

Somit sollten Investoren weiterhin breit gestreut in alle Infrastruktur-Segmente mit einem verlässlichen Partner an der Seite investieren. Denn wie schon John M. Templeton (Unternehmer und Fondsmanager) einst feststellte: „Der einzige Investor, der nicht diversifizieren sollte, ist derjenige, der immer 100% richtig liegt!“

Fazit: Positiver Ausblick für die Assetklasse Infrastruktur in 2025 und darüber hinaus

Im Jahr 2025 sind die makroökonomischen Rahmenbedingungen für nicht börsennotierte Infrastruktur zweifelsohne positiv. Die Inflation liegt weiterhin über dem Durchschnitt und das Zinsniveau ist rückläufig, was zu einer Aufwertung der Vermögensgegenständen führen sollte. Überdies sorgen nicht-gelistete Infrastruktur-Investments durch ihre hohe Widerstandsfähigkeit gegen konjunkturelle Schwankungen für eine langfristige Stabilität im Portfolio – insbesondere in geopolitischen unsicheren Zeiten. Die Zeichen scheinen somit für die Anlageklasse günstig zu stehen und ein erfolgreiches Jahr 2025 sowie Folgejahre zu versprechen.

Neue Perspektiven für Immobilieninvestoren in einem dynamischen Umfeld

Die globalen Immobilienkapitalmärkte durchlaufen eine Phase des Umbruchs, die von geopolitischen Unsicherheiten, wirtschaftlichen Herausforderungen und den Nachwirkungen der Pandemie geprägt ist. Trotz eines historischen Rückgangs des Transaktionsvolumens und eines anspruchsvollen Umfelds zeichnet sich eine Stabilisierung ab, die sowohl Investoren als auch Kreditgeber optimis-

tischer stimmt. Besonders der gewerbliche Immobiliensektor zeigt in den Prime-Segmenten Anzeichen einer nachhaltigen Erholung, die neue Chancen für strategische Investitionen bietet. In den Non Prime-Lagen und -Objekten dagegen sind die Folgen der jüngsten Krise weiterhin sichtbar - durch stagnierende Investmentnachfrage und noch notwendigen Preisanpassungen.

Dynamische Marktveränderungen und die Rolle sinkender Zinssätze

Die europäischen Immobilienkapitalmärkte erreichten 2023 mit einem Investitionsvolumen von nur 166 Milliarden Euro¹ ein 10-Jahres-Tief. Höhere Kreditmargen, strengere Vergabekriterien, gestiegene Zinsen und der abrupte Anstieg der Staatsanleihen zwischen Q1 und Q2 2022 führten zu einer Marktstagnation. Attraktive risikolose Renditen machten Immobilieninvestitionen unattraktiver. Geopolitische Unsicherheiten und eine Diskrepanz der Preisvorstellungen zwischen Käufern und Verkäufern verhinderten Preiskorrekturen.

2023 stabilisierten sich die Staatsanleiherenditen auf hohem Niveau. Die Aussicht auf sinkende Leitzinsen stärkte allmählich das Vertrauen der Marktakteure. Dialoge zwischen Käufern und Verkäufern nahmen zu, die sukzessive in ersten Transaktionen mündeten. Der Fokus lag verstärkt auf Core-Immobilien, während bei non-prime-Objekten preisstrategisches Vorgehen und Value-Add-Ansätze dominierten. 2024 brachten sinkende Zinssätze in den USA und der Eurozone neuen Rückenwind. Die EZB senkte den Hauptrefinanzierungszins auf 3,25 %, während langfristige Zinsen, wie die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, sich allmählich der 2 %-Marke nähern.² Diese verbesserten Bedingungen steigerten die Attraktivität von Immobilieninvestitionen. Nach Preisrückgängen von 27 % (USA) bzw. 34% (Europa) seit den Höchstständen von 2022³ stiegen die Werte zuletzt um ca. 3% (siehe Abbildung 5). Mit einem weiteren prognostizierten Rückgang der Zinssätze (siehe Abbildung 6) um ca. 100 Basispunkte (Euroland und USA) könnte die Kapitalisierungsrate (Cap Rate) stabil bleiben oder sich verbessern (siehe Abbildung 7) und Investitionen fördern.

Abbildung 4: Entwicklung Assets-under-Management Immobilien vs. Infrastruktur



Quelle: Preqin, Charts & League Tables, assets Under Management Breakdown, Stand: März 2024

¹⁾ MSCI RCA, Q3 2024

²⁾ EZB, Mitteilung vom 17.10.2024; DZHyp, Swap-Mitte-Sätze (15.11.2024)



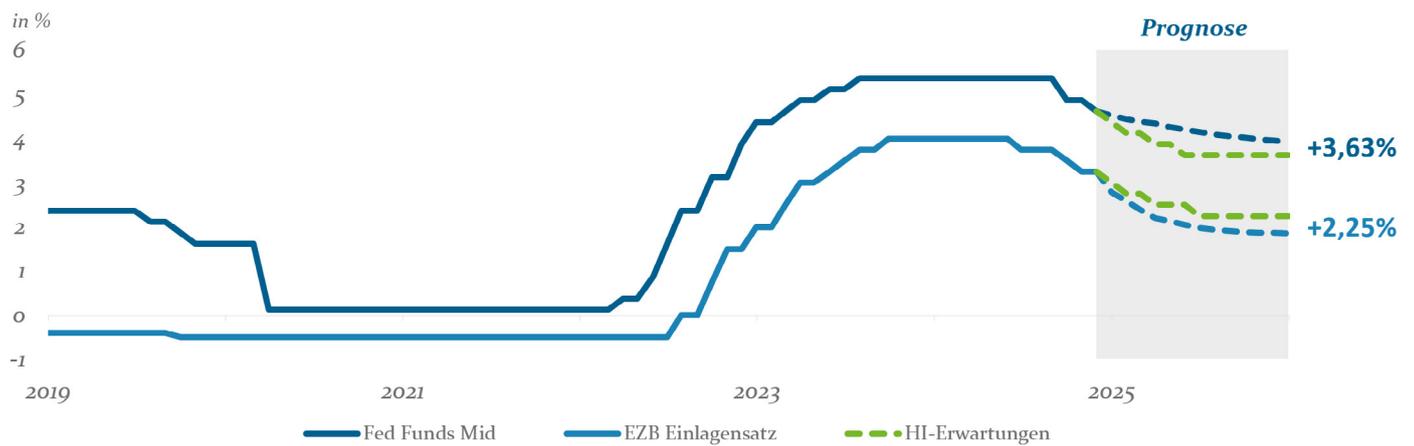
Abbildung 5: Transaktionspreise steigen allmählich

Index, Dezember 2022 = 100



Quelle: Green Street Advisors; Daten per Oktober 2024. In Anlehnung an den Commercial Property Price Index

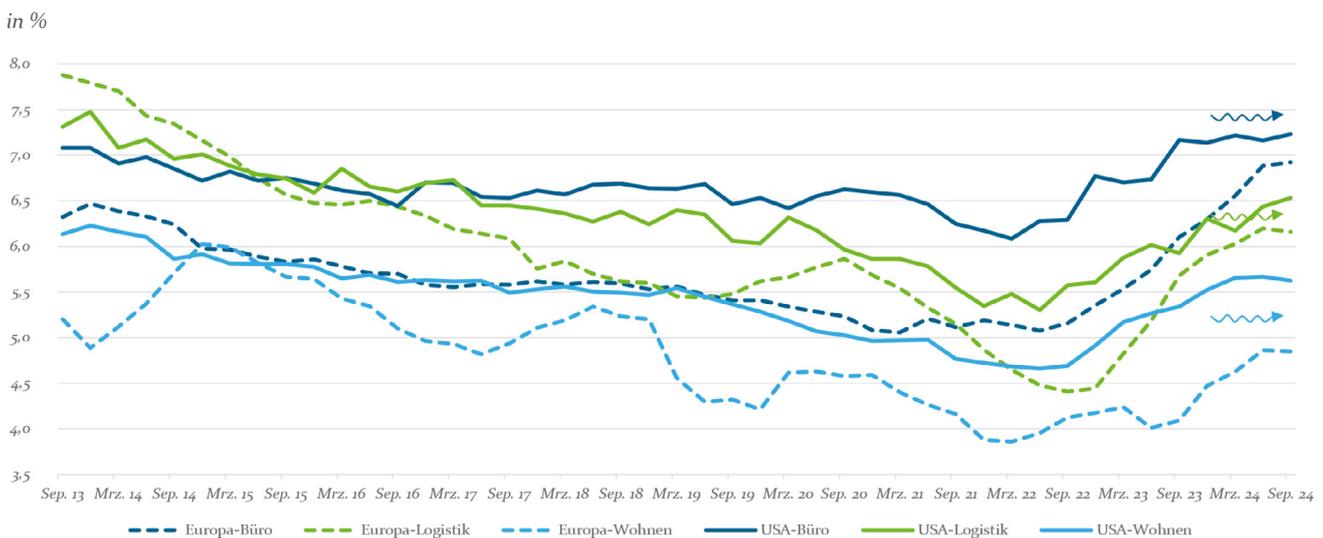
Abbildung 6: Markterwartungen US- und EZ-Leitzinsen und Geldmarktfutures



Quelle: Bloomberg, Helaba Invest; Stand: November 2024

* Erwartungen abgeleitet aus EURIBOR-Futures

Abbildung 7: Entwicklung der Cap Rates der unterschiedlichen Segmente



Quelle: MSCI RCA; Stand: Q3 2024



Fundraising: Erholung und Wachstum bei institutionellen Immobilienfonds

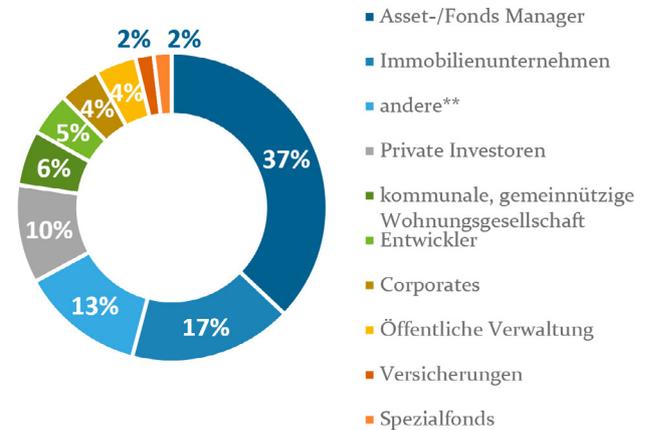
Parallel zur Stabilisierung der Märkte zeigt sich auch eine deutliche Belebung im Fundraising für institutionelle Immobilienfonds. Eigenkapitalstarke Investoren, wie Family Offices und vermögende Privatpersonen, nutzen die günstigen Rahmenbedingungen, um ihre Portfolios auszubauen. Institutionelle Anleger, die zuletzt vorsichtiger agierten, kehren zunehmend zurück und erkennen den Mehrwert von Immobilien als diversifizierende Anlageklasse. Besonders Logistikimmobilien stehen im Fokus. Der Anteil internationaler Investoren, insbesondere aus den USA, ist signifikant gestiegen, sodass diese Marktteilnehmer inzwischen nahezu ebenso viel wie deutsche Käufer investieren⁴. Dies signalisiert ein gestiegenes Vertrauen in die Stabilität des europäischen Immobilienmarktes. Zugleich verschiebt sich die Aktivität hin zu Asset- und Fondsmanagern, die als wichtigste Käufertypen ihren Marktanteil ausbauen (siehe Abbildung 8). Diese Entwicklung unterstreicht die zunehmende Professionalisierung und die zentrale Rolle spezialisierter Akteure.

Erholung der Fundamentaldaten und neue Chancen im CRE-Markt

Der gewerbliche Immobilienmarkt zeigt trotz bestehender Herausforderungen eine deutliche Stabilisierung seiner Fundamentaldaten. Die Belegungsraten befinden sich auf einem überdurchschnittlichen Niveau und die Nachfrage nach Mietflächen verzeichnet in allen relevanten Sektoren positive Entwicklungen.⁵ Diese solide Ausgangslage trägt maßgeblich dazu bei, das Vertrauen in eine nachhaltige Markterholung zu stärken. Ein wesentlicher Treiber der aktuellen Marktentwicklung ist die Angebotsverknappung, die durch den deutlichen Rückgang der Baubeginne verstärkt wird. Besonders die Bauwirtschaft hat neben gestiegenen Baukosten auch mit gestiegenen regulatorischen Anforderungen zu kämpfen, die im Zuge von ESG-Vorgaben und verschärften Nachhaltigkeitsrichtlinien zunehmend komplexer werden. Dies hat zusätzlich zu einer spürbaren Reduktion des Neubauvolumens geführt, was das Angebot in verschiedenen Segmenten reduziert. Dies stabilisiert die Mietpreise, insbesondere in den Bereichen Büro, Logistik und Wohnimmobilien, und schafft eine Grundlage für langfristiges Wachstum und Investitionen, die den neuen Nachhaltigkeitsstandards entsprechen.

Abbildung 8: Entwicklung der Cap Rates der unterschiedlichen Segmente

Transaktionsanteil nach Käufertyp (in %) (Deutschland* / Top-10 Akteure)



Quelle: JLL, Stand: Q3 2024

*Zeitraum: 2024 Q1-Q3

** andere: Banken, REITs, Private Equity/Hedge Fonds, Pensionskassen, Gemeinnützige Organisationen, Genossenschaften

Managerselektion: Ein entscheidender Faktor für nachhaltigen Erfolg

In einem komplexen Markt ist die Wahl erfahrener Manager entscheidend. Sie sorgen mit fundierter Marktkenntnis und operativer Kompetenz dafür, Potenziale zu identifizieren und Risiken zu steuern. Gerade in volatilen Zeiten wird die Managerselektion zum zentralen Erfolgsfaktor.

Mit dem Wandel von risikoarmen Core-Immobilien hin zu anspruchsvollen Value Add-Strategien rücken Objekte mit Entwicklungspotenzial in den Fokus. Maßnahmen, wie Nachverdichtung, Mietvertragsoptimierungen oder die Neupositionierung von Objekten, erfordern spezialisierte Expertise. Nur erfahrene Manager können diese Chancen konsequent nutzen und Risiken professionell minimieren. Die wachsende Bedeutung von ESG-konformen Projekten verstärkt die Relevanz kompetenter Manager. Sie müssen regulatorische Anforderungen erfüllen und gleichzeitig nachhaltige Werte mit attraktiven Renditen verbinden.

Damit wird die Managerselektion zum strategischen Hebel, um anspruchsvolle Investitionen profitabel und zukunftssicher zu gestalten – und Chancen im dynamischen Marktumfeld effektiv zu nutzen. ■

Fazit: 2025 – Ein Wendepunkt mit Potenzial

Das Jahr 2025 markiert eine entscheidende Phase für die Immobilienmärkte. Sinkende Zinsen, stabilisierte Preise und attraktive Einstiegskonditionen schaffen ein optimistisches Investmentklima. Besonders der CRE-Markt zeigt, dass die derzeitige „Bottoming-out“-Phase (Bodensatzbildung) strategische Investoren mit langfristigen Perspektiven belohnt. Die verbesserte Liquidität, solide Fundamentaldaten und die attraktive Angebots-/Nachfragedynamik eröffnen Investoren zahlreiche Möglichkeiten, von zukünftigen Wertsteigerungen zu profitieren. Jetzt ist der Zeitpunkt, sich durch gezielte Strategien und die Wahl erfahrener Partner zu positionieren – für stabile Erträge und nachhaltigen Erfolg in einem stabilisierten Marktumfeld. ■

³⁾ Green Street Advisors, CPPI US & Pan-Europe

⁴⁾ Gem. Analyse von JLL (Logistikimmobilienmarktbericht)

⁵⁾ PMA Ltd. Q3 2024



Ihre Ansprechpartner. Wir sind gerne für Sie da.

Olaf Tecklenburg



Mitglied der
Geschäftsführung

✉ Olaf.Tecklenburg@helaba-invest.de
☎ (+49) 69/29970-189

Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM



Abteilungsleiter
Kapitalmarktresearch &
Asset Management RentenFX

✉ Jens.Bies@helaba-invest.de
☎ (+49) 69/29970-386

Copyright © 2024 Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH

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

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

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

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





Das Triple der institutionellen Kapitalanlage.

Als Full-Service-Manager und starker Partner an Ihrer Seite unterstützen wir Sie mit unserem Wissen entlang der gesamten Wertschöpfungskette: vom Asset Management über Alternative Investments bis zum Asset Servicing Ihrer gesamten Kapitalanlagen.

Nutzen Sie unser Wissen, um Ihre Ziele zu erreichen.

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

Helaba *Invest*
Wissen entscheidet.