

DEUTSCHE OPPENHEIM

Family Office



Marktbericht

2. Quartal 2015

Marktbericht 2. Quartal 2015

Stand 31.03.2014

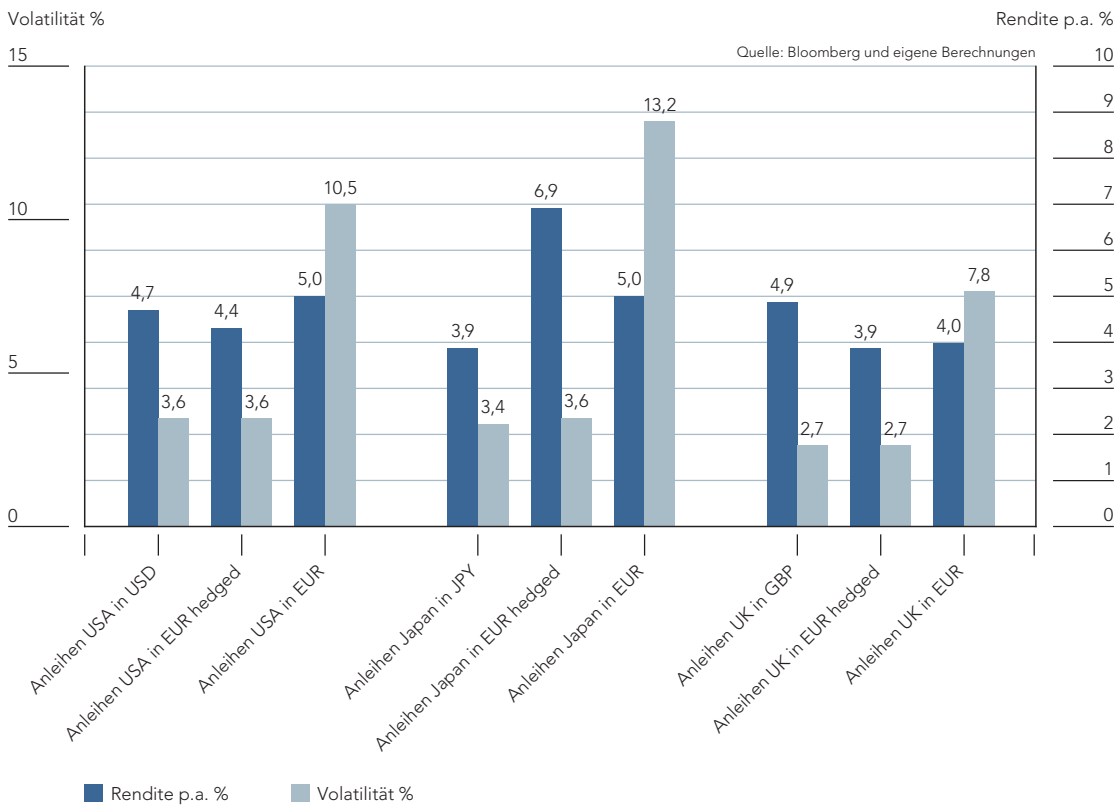
INHALTSVERZEICHNIS	SEITE
Globales Investmentumfeld	4
Ökonomische Rahmenbedingungen	8
Anleihen	12
Aktien	15
Immobilien	19
Portfolioausrichtung	22
Rechtliche Hinweise	23

Fremdwährungen im Investmentprozess

Nicht erst durch die jüngsten Entwicklungen an den Devisenmärkten zeigen Investoren, dass Fremdwährungen eine wichtige Rolle im modernen Investment Management spielen. Angesichts der Entwicklung einzelner Währungen in den letzten Monaten (Schweizer Franken, USD, evtl. zukünftig die dänische Krone) ist vielen Investoren deutlich geworden, welche Chancen, aber natürlich auch Risiken Fremdwährungspositionen mit sich bringen. Entsprechend wirft sich die Frage auf, ob solche Risiken kurz- und langfristig (also in der taktischen und strategischen Asset Allokation) eine adäquate Kompensation liefern.

Seit Aufhebung des Gold-Standards zu Beginn der 70er Jahre und der damit einhergehenden Wandlung hin zu einem größtenteils flexiblen Wechselkursystem unterliegen internationale Investments Wechselkursschwankungen. Die folgende Grafik veranschaulicht das Rendite-/Risikoprofil von Staatsanleihen-Investments (Duration rund 5 Jahre) in USD, JPY und GBP:

RENDITE UND VOLATILITÄT VON STAATSANLEIHENANLAGEN IN LOKALER WÄHRUNG, GEHEDGED IN EUR UND IN EUR OHNE HEDGE

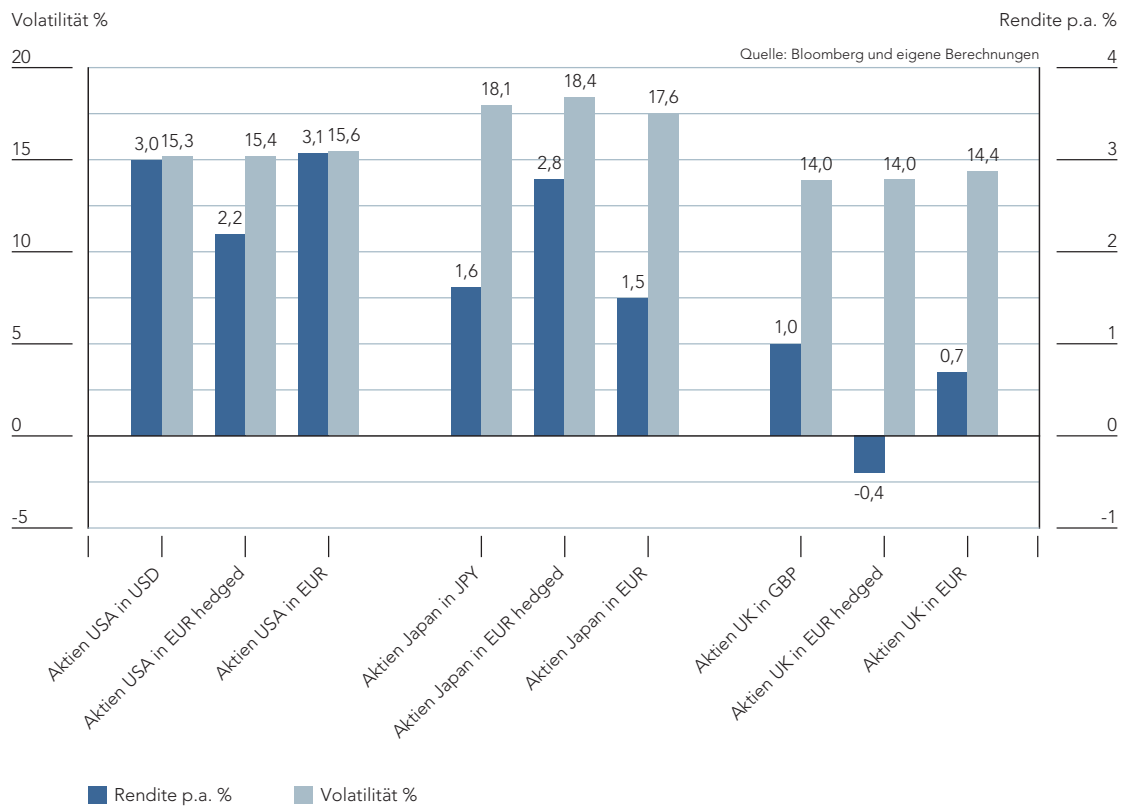


Aus dieser Analyse kann man mehrere Schlüsse ziehen. Zum einen wird deutlich, dass der Volatilitätsunterschied (linke Skala, grauer Balken) für Staatsanleihen-Investments in den o.g. Ländern ohne Währungsrisiko und mit Währungsrisiko gewaltig ist. Entspricht die Volatilität in der jeweiligen lokalen Währung noch dem „üblichen“ Niveau, mit dem europäische Investoren im Rahmen heimischer

Investments vertraut sind, so ist die Volatilität inkl. dem Fremdwährungsrisiko doppelt bis dreifach so hoch. Der Grund hierfür ist, dass die Eigenvolatilität von Fremdwährungen deutlich höher ist als die Eigenvolatilität der Anleihen-Investments. Faktisch wird also das Risikoprofil der originären Staatsanleihen-Investments vom Profil der jeweiligen Fremdwährungsposition dominiert und überlagert.

Etwas anders verhält es sich, wenn reine Aktieninvestments betrachtet werden.

RENDITE UND VOLATILITÄT VON AKTIENANLAGEN IN LOKALER WÄHRUNG, GEHEDGED IN EUR UND IN EUR OHNE HEDGE



Da die Eigenvolatilität von Aktien selbst relativ zur Volatilität der Währung hoch ist, wird das originäre Risikoprofil der Aktieninvestments nur gering abgeändert (linke Skala, grauer Balken) und man kann nicht von einer Dominanz der Fremdwährungsposition sprechen. Allerdings ist unbestreitbar, dass auch bei Aktien eine leichte Änderung des Risikoprofils durch Wechselkursschwankungen erfolgt.

Der zweite Schluss aus dieser Analyse ist, dass das zusätzliche Risiko eines Fremdwährungs-Engagements zumindest in den dargestellten Währungen durch keine adäquate Vergütung in Form einer höheren (erwarteten) Rendite (rechte Skala, blauer Balken) kompensiert wird. Dies wird nicht nur in den beiden Schaubildern suggeriert, sondern entspricht auch dem Resultat akademischer Studien (Campbell & Viceira [2010] liefern eine Übersicht).

Welche Vorgehensweise ist bzgl. Fremdwährungspositionen in der Vermögensverwaltung demnach sinnvoll? Zum einen besteht die Option, Fremdwährungen über entsprechende Devisentermingeschäfte abzusichern („currency hedging“). Betrachtet man für die jeweiligen Währungen das Rendite-/Risikoprofil einer Aktien- und Anleihenposition mit Währungsabsicherung, wird die Reduzierung der Volatilität deutlich erkennbar, was im Hinblick auf die bisherige Argumentation speziell für Anleihen keine Überraschung ist. Auf der Renditeseite verdeutlicht die unterschiedliche Rendite der Investments im Vergleich zur Rendite in lokaler Währung die Hedging-„Kosten“ (welche positiv oder negativ sein können).

Interessant ist auch die Betrachtung der Korrelationen. Zwischen den Aktienindizes in der jeweiligen Landeswährung und der EUR-hedged Variante ergibt sich eine Korrelation von fast 1. Zum jeweiligen Index inkl. Fremdwährungen liegt die Korrelation der EUR-hedged Varianten zwischen 0,7 und 0,8. Somit sind die internationalen Aktienindizes durch den Hedge der Währungen in inländische Aktienindizes überführt worden („domestiziert“), der Preis dieser Transformation entspricht den Hedging-„Kosten“. Bei den Anleihenindizes ergibt sich das gleiche Bild, nur wesentlich deutlicher: lokale Währungen zur EUR-hedged Variante korrelieren ebenfalls mit fast 1, auch hier sieht man demnach den „domestizierenden“ Charakter von Währungs-Hedges. Die Korrelation zwischen der Wertentwicklung der Anleihen in EUR-hedged und in EUR ohne Hedge liegt aber bei erstaunlichen 0,05 bis 0,25 (je nach Währung), also signifikant geringer als im Falle von Aktien. Man erkennt sehr deutlich die dominierende Wirkung der Währungen.

Wie stets wenn Rendite und Risiko wegen einer Modifikation der Investmentstrategie gemeinsam sinken oder steigen, stellt sich die Frage nach dem optimalen Verhältnis. Wann ist also eine Währungsabsicherung sinnvoll und in welchem Maße? Hier muss zuerst folgende Frage beantwortet werden: Ist die Fremdwährungsposition strategischer (= langfristiger) oder nur taktischer (= kurzfristiger) Natur? Im Rahmen einer taktischen Allokation in Fremdwährungen versucht ein Asset Manager über Verlaufsprognosen aktiven Mehrwert („Alpha“) über eine vorab definierte Benchmark („Strategische Asset Allokation“) hinaus zu erwirtschaften. In diesem Falle sind Fremdwährungen eine gute Möglichkeit Alpha zu generieren, weil Währungen nachweislich Trends unterliegen und somit theoretisch Prognosekraft gegeben ist (Stichwort „forward premium puzzle“). Entsprechende Wetten wurden in jüngster Zeit auch im Asset Management der Deutschen Oppenheim speziell im Hinblick auf den USD erfolgreich platziert. Eine solche Wette auf Währungen kann explizit mittels Anleihen bzw. Cash-Positionen stattfinden, oder implizit durch die Über-/Untergewichtung einzelner regionaler Aktienmärkte.

Die strategische Ebene grenzt sich zur taktischen insofern ab, als dass sie das Ziel verfolgt, die langfristige Benchmark für die taktische Allokation zu definieren. Ob in dieser Benchmark Fremdwährungen enthalten sein sollten oder nicht, kommt darauf an, um welche Art von Wertpapier (Akte oder Anleihe) es sich handelt, welches Ziel ein Investor verfolgt (Renditemaximierung oder Risikoreduzierung) und welche Währung zur Debatte steht. Die Art der Investments ist hier der kritischste Punkt. Da Anleihen-Investments inkl. einer Währungsposition ein vollständig anderes Risiko-Profil haben als dieselben Positionen ohne Währungskomponente, ist ein isoliertes Investment in Fremdwährungsanleihen (darunter würde auch eine Kreditaufnahme in einer Fremdwährung fallen, wie z.B. im Falle des Schweizer Franken, um von niedrigeren Zinsen zu profitieren) nicht empfehlenswert. Dies hat neben den oben suggerierten Renditezahlen auch einen fundamental theoretischen Grund. Weil etablierte Währungen nach jetzigem Stand der akademischen Literatur keine eigene Risikoprämie haben (von Carry-Strategien abgesehen) und sich damit deren Rendite

langfristig aus der Differenz zwischen den nominalen Zinsen zweier Länder (je nach Theorie auch in Kombination mit Differenzen im Wirtschaftswachstum, der Inflation, der Geldmengenpolitik der jeweiligen Zentralbanken zueinander und vielen anderen Faktoren) ergibt, werden mögliche höhere Zinsen in internationalen Anleihenmärkten durch Wechselkursbewegungen langfristig eliminiert. Mit anderen Worten: Das o.g. „forward premium puzzle“ besteht laut den meisten akademischen Studien nur kurz- und nicht langfristig. Kurzfristig kann es zu Kursanpassungen kommen, die die zum jeweiligen Zeitpunkt vorherrschende Zinsdifferenz bei Weitem übersteigen (Währungen aus Schwellenländern wurden in der obigen Betrachtung explizit ausgeklammert, weil deren Verhalten insbesondere im Hinblick auf die Risikoprämie noch nicht ausreichend untersucht ist). Weniger dramatisch ist es bei Aktien, wo die Verschiebung des Risikoprofils nicht substantiell ausfällt. Allerdings gibt es auch bei Aktien – der Argumentation von oben folgend – keinen Grund, in Fremdwährungen langfristig aus Renditeüberlegungen zu investieren.

Wenn der Renditeaspekt strategisch kein Grund für eine Fremdwährungsposition ist, wie sieht es mit der Risikoseite aus? Hier ergibt sich ein anderes Bild. Es kann empfehlenswert sein, Aktien in Fremdwährung und sogar Fremdwährungsanleihen im Portfoliokontext zu allokatieren. Der Hauptgrund dafür ist, dass die meisten etablierten Währungen im langfristigen Schnitt einen Diversifikationseffekt mit der Entwicklung der unterliegenden Wertpapiere aufzeigen. Akademische Untersuchungen empfehlen aus diesem Grund, Aktienportfolien in der Tendenz nicht zu hedgen, was vor allem am USD und dessen langfristig negativer Korrelation zu globalen Aktienmärkten in lokaler Währung liegt. Auch zeigen Studien, dass im Falle von Anleihen-Investments lediglich der USD eine Diversifikation mit Anleihenrenditen aufzeigt. Insofern ist auch hier eine kleine Position an USD-Anleihen ohne Währungsabsicherung volatilitätsmindernd.

Im Fazit bleibt festzuhalten: Kurzfristig können Fremdwährungen eine sehr gute Quelle aktiven Mehrwerts sein. Langfristig sind Aktien in Fremdwährungen ohne Hedge tendenziell unkritisch, weil sich ihr Risikoprofil nicht signifikant ändert und vor allem der USD gute langfristige Korrelationseigenschaften bietet. Abzuraten sind strategische Fremdwährungspositionen mit dem Ziel, langfristig höhere Renditen zu erwirtschaften oder von Zinsdifferenzen zu profitieren. Anleihen in Fremdwährung sind nur dann sinnvoll, wenn eine Diversifikation mit dem Rest des Portfolios erreicht werden soll und auch hier nur im Falle des USD. Wie viele solcher Fremdwährungsanleihen gehalten werden sollten, ist eine Frage der Gesamtportfolioallokation sowie der individuellen Präferenzen des Investors und somit eine wichtige Aufgabe der Beratung für die strategische Asset Allokation.

Sind Arbeitsmarktreformen der Schlüssel für eine wirtschaftliche Erholung?

In den letzten Wochen haben sich die Zeichen für eine wirtschaftliche Erholung in der Eurozone verstärkt. Dass Deutschland hier an der Spitze des Aufschwungs steht, ist wohl für niemanden eine Überraschung. Dass Spanien vom Krisenherd zum Hoffnungsträger mutiert, schon eher. Aber warum belegen Frankreich und Italien hintere Plätze auf der Rangliste der wirtschaftlichen Entwicklung? Liegt ein Teil der Antwort in den unterschiedlichen Arbeitsmarktreformen?

In Spanien waren vor dem Inkrafttreten der Arbeitsmarktreform wirtschaftliche Gründe für eine betriebsbedingte Kündigung an hohe Hürden geknüpft und einem weiten Interpretationsspielraum durch die Gerichte unterworfen. Aufgrund der hohen Rechtsunsicherheit bevorzugten Unternehmen deswegen die rechtsgrundlose Kündigung (sog. *despido expés*), die mit hohen Kosten verbunden war. Dieser Entwicklung sollte durch die Arbeitsmarktreform Einhalt geboten werden.

Seit der Einführung der Arbeitsmarktreform im Oktober 2012 können die Firmen zwischen dem Branchen- oder einem Firmentarifvertrag wählen. In wirtschaftlich schwierigen Zeiten oder bei einer Umstrukturierung können Unternehmen ohne Zustimmung der Gewerkschaften die Löhne senken und die Arbeitszeiten verändern. Von schwierigen Zeiten geht man aus, wenn der Umsatz über drei Quartale fällt oder Verluste gemacht werden bzw. wenn dies zu erwarten ist. Zusätzlich wurden noch folgende Maßnahmen eingeführt:

- flexiblerer Wechsel des Aufgabengebiets
- Begrenzung der Abfindung auf max. 24 Monatsgehälter, in Extremfällen auf 12 Monatsgehälter (vorher: 42 Monatsgehälter)
- Umwandlung eines befristeten in ein unbefristetes Arbeitsverhältnis erst nach 2 Jahren.

Mit einem Wirtschaftswachstum von real 1,4% erreichte Spanien 2014 seit 2008 zum ersten Mal wieder ein positives Wachstum. 2015 sollte sich das Wachstum weiter beschleunigen. Die Frühindikatoren liegen deutlich über der Wachstumsschwelle und die Verbraucherstimmung ist dank der sich verbessernden Beschäftigungslage weiter gut. Für 2015 erwarten die Volkswirte ein Wachstum von 2,2%.

Auch Italien begann bereits 2012 mit Veränderungen bei der Lohnbildung, indem Firmen nun bereits mit 150 Mitarbeitern (vorher 500 Mitarbeiter) einen Firmentarifvertrag abschließen konnten und damit sowohl bei der funktionalen sowie geographischen Mobilität als auch bei Arbeitszeit und Bezahlung vom Branchentarifvertrag abweichen konnten. Diese Maßnahmen waren jedoch zu gering bzw. wurden zu wenig genutzt, um ausreichende wirtschaftliche Stimulanz zu bilden. Deswegen wurde im Dezember 2014 der sog. „Job Act“ beschlossen. Die Programmpunkte des Job Act sehen wie folgt aus:

- Verlängerung der befristeten Arbeitsverhältnisse von 12 auf 36 Monate
- Vereinfachung der Arbeitsverträge durch Reduzierung der über 40 unterschiedlichen Beschäftigungsarten

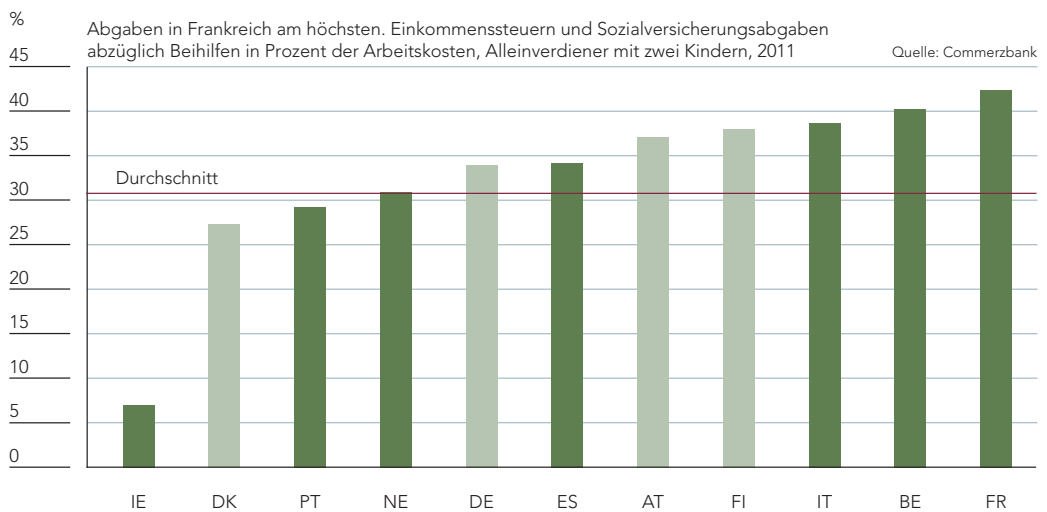
- Lockerung des Kündigungsschutzes, da neue Mitarbeiter erst nach drei Jahren gegen Entlassungen abgesichert werden
- bessere Koordination von Arbeitsvermittlung, Arbeitslosenunterstützung und beruflicher Weiterbildung
- Aushöhlung des Artikels 18 des Arbeitsgesetzes.

Als Kernpunkt des Reformprogramms gilt die Entschärfung des § 18 des Arbeitsgesetzes. Das Recht auf Wiedereinstellung bei Entlassungen aus wirtschaftlichen Gründen wurde weitgehend außer Kraft gesetzt und auch im Fall von disziplinarischen Kündigungen existiert dieses nur noch dann, wenn ein Gericht diskriminierende Gründe feststellt. Die Abfindungszahlen sollen sich in erster Linie an der Länge des Arbeitsverhältnisses orientieren. Pro Arbeitsjahr sollen entlassene Mitarbeiter ein- einhalb Monatsgehälter bekommen. Die maximale Entschädigungssumme soll 24 Monatsgehälter aber nicht überschreiten. Die Regelung betrifft jedoch nur neu abgeschlossene Arbeitsverträge. Die Altverträge genießen Bestandsschutz und fallen nicht unter diese Gesetzesänderung.

Italien steckt noch immer in der längsten Rezession der Nachkriegsgeschichte. Die Arbeitslosenzahlen sinken nicht, die Jugendarbeitslosigkeit liegt bei über 43 Prozent. Um auch die Verschuldungsquote im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung zu reduzieren, ist es das wichtigste Ziel der Regierung, für Wachstum zu sorgen. Inwieweit nun der Job Act zu einem Anstieg der Beschäftigung und damit zu einem Mehr an Wirtschaftswachstum führt, hängt auch von den starken Gewerkschaften ab, die sich bislang als nicht kooperativ gezeigt haben.

Ein unflexibler Arbeitsmarkt belastet auch die französische Wirtschaft. Die Ursachen sind hinlänglich bekannt: Zu viel Staat und zu hohe Kosten. 2011 wies Frankreich die höchsten Lohnnebenkosten der Eurozone aus.

SUMME AUS EINKOMMENSSTEUERN UND SOZIALVERSICHERUNGSABGABEN

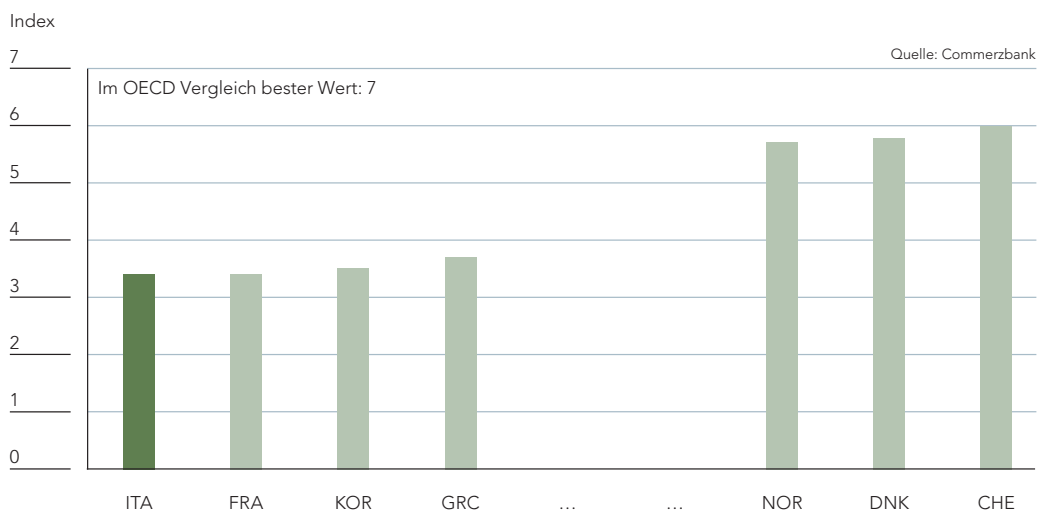


Die Maßnahmen zur Senkung der Arbeitgeberbeiträge durch Sarkozy machte die sozialistische Nachfolgerregierung um Staatspräsident Holland zwar nicht rückgängig, aber sie reduzierte die Wirkung durch die Einführung von höheren Beiträgen zur Arbeitslosenversicherung. Außerdem können Arbeitnehmer bei Massenentlassungen vor Gericht klagen, sofern die Unternehmen noch Dividende zahlen oder eigene Aktien zurückkaufen.

In das Jahr 2013 startete Frankreich noch mit der 35-Stunden-Woche, die auf max. 48 Stunden ausgeweitet werden durfte. Erst seit der Arbeitsmarktreform vom Mai 2013 können Unternehmen in Abschwungphasen sowohl Löhne als auch Arbeitszeit für zwei Jahre senken. Allerdings darf das Lohnniveau nicht unter das 1,2-fache des Mindestlohns von 9,61 EUR pro Stunden sinken. Im Gegenzug erhielten die Beschäftigten eine Jobgarantie für diese Zeit. Verbindliche Verhandlungen können von Gewerkschaftsvertretern geführt werden, die mindestens 50% der Arbeitnehmer vertreten. Außerdem wurde der Kündigungsschutz reduziert. Auch hier können die Verhandlungen zwischen Gewerkschaftsführer, die mindestens 50% der Arbeitnehmer repräsentieren, und den Unternehmensvertretern geführt werden. Als Alternative dazu kann das Unternehmen auch unilateral einen Restrukturierungsplan erarbeiten, den es mit der staatlichen Verwaltung abstimmt. In beiden Verfahrensweisen ist die gesamte Verhandlungsdauer – je nach der Anzahl der zu entlassenden Beschäftigten – auf max. 5 Monate begrenzt.

Die Umsetzung gestaltet sich schwierig. Zwei der fünf großen französischen Gewerkschaften lehnen die Reform strikt ab. Frankreich belegt zusammen mit Italien die schlechtesten Ränge in Fragen der Kooperationsbereitschaft zwischen Gewerkschaften und Arbeitgebern.

KOOPERATIONSBEREITSCHAFT ZWISCHEN SOZIALPARTNERN



Frankreich konnte mit Ausnahme des Jahres 2009 die Rezession vermeiden. Das Wachstum in 2014 betrug real allerdings nur 0,4% und auch die weiteren Aussichten sind lediglich verhalten positiv. Frankreich weist wie zuletzt Italien auch wieder Frühindikatoren über der Wachstumsschwelle aus und profitiert von niedrigen Ölpreisen und einem schwachen Euro.

Allerdings sind noch keine nennenswerten Impulse für den Arbeitsmarkt erkennbar. Die Arbeitslosenrate liegt seit 2013 über der 10%-Marke und die Volkswirte erwarten, dass sich dieses Niveau bis 2016 hält.

Spaniens Erfolge machen Mut, dass signifikante und angewandte Arbeitsmarktreformen nach einer längeren Durststrecke zu einer wirtschaftlichen Dynamik führen und danach auch die Beschäftigtenzahlen wieder steigen. Frankreich und Italien gehen mit ihren Reformen einen Schritt in die richtige Richtung, mehr aber nicht. Bedenken hegen wir sowohl bezüglich des Ausmaßes als auch hinsichtlich der Umsetzung der neuen Möglichkeiten, da die Gewerkschaften mehr oder weniger offen die geschaffenen Möglichkeiten ablehnen. Mit hohen Forderungen können sie evtl. bei ihren Mitgliedern punkten, aber die Haltung, dass Arbeitgeber mehr Feind als Vertragspartner sind, wirkt kontraproduktiv. Eine stärkere Wettbewerbsfähigkeit mittels konkurrenzfähiger Herstellungskosten könnte den Rückenwind des niedrigen Ölpreises und des schwachen Euro nutzen, um die italienische und französische Wirtschaft wieder stärker zu beleben.

Die 1.000.000.000.000-Antwort der EZB

Während sich die Regierungen mit Arbeitsreformen um den Konjunkturaufschwung bemühen, geht die EZB über den Ankauf von Anleihen – auch bekannt als Quantitative Easing(QE)-Programm – den Weg des billigen Geldes, um die Wirtschaft durch eine günstige Kreditvergabe zu stimulieren. Am Montag, den 9. März hat die EZB das angekündigte 1-Billion-Anleihekaufprogramm nach dem EZB-Kapitalschlüssel begonnen. Der Kapitalschlüssel bezieht sich auf das Grundkapital der EZB, das von den Mitgliedsländern gehalten wird. Die Höhe richtet sich danach, wie groß ein Mitgliedstaat im Verhältnis zur gesamten Europäischen Union ist, gemessen jeweils zur Hälfte an der Bevölkerungsanzahl und am Bruttoinlandsprodukt. Damit werden insbesondere die Anleihen der gewichtigen Länder – Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien – stark nachgefragt. Details können aus der nachfolgenden Übersicht entnommen werden. Griechische Staatsanleihen können nicht erworben werden, da diese aktuell nicht das vorgeschriebene Investmentgrade-Rating von mindestens BBB- aufweisen.

KAPITALSCHLÜSSEL UND ERWARTETE EZB-KÄUFE

LBBW-Prognose für Bruttoemissionen am EURO-Staatsanleihenmarkt im Jahr 2015 und erwartete EZB-Käufe (nach Marktwerten und Nominalwertäquivalente; in Mrd. Euro)

	Bruttoemissionen (LBBW-Prognose)	Kapitalschlüssel*	EZB-Käufe (Staaten + Agencies)**	davon Agencies	davon Staaten (Marktwerte)	Staaten: Nominalwertäquivalent	in % vom Emissionsvolumen
Frankreich	215	20,9	97,6	7,5	90,1	70,5	32,8
Deutschland	160	26,5	123,9	23,0	100,9	80,0	50,0
Italien	275	18,1	84,8	–	84,8	66,3	24,1
Spanien	140	13,0	60,9	2,5	58,4	46,2	33,0
Portugal	20	2,6	12,0	–	12,0	9,9	49,7
Österreich	18	2,9	13,5	–	13,5	10,5	58,3
Belgien	34	3,6	17,1	–	17,1	13,0	38,1
Niederlande	50	5,9	27,6	–	27,6	22,1	44,2
Finnland	12	1,8	8,7	–	8,7	7,4	61,7
Irland	16	1,7	8,0	–	8,0	6,5	40,4
Summe (Brutto)	940		453,9	33,0	420,9	332,3	35,4
Summe (Nettoemissionen)	272				420,9	332,3	122,2

Quelle: LBBW

*) ohne Griechenland

**) Annahme: Auf Staaten und Agencies entfallen insgesamt 47 Mrd. Euro/Monat

Durch das billionenschwere QE-Programm tritt die EZB als zusätzlicher Nachfrager am Anleihenmarkt auf und sorgte bereits im Vorfeld für eine Knappheitsdiskussion, auf die im Folgenden eingegangen wird.

Das QE-Programm umfasst neben den Staatsanleihen auch den Kauf von supranationalen Organisationen und Agencies, wie beispielsweise EIB, EFSF, CADES, KfW, etc. Durch die Emissionen dieser Institute reduziert sich der auf Staatsanleihen entfallende Anteil von rund 60 Mrd. EUR auf 43 Mrd. EUR pro Monat.

Berücksichtigt man zusätzlich noch, dass der Ankauf zu Marktwerten erfolgt, ergibt sich eine erneute Reduktion. Ein Großteil der ausstehenden Staatsanleihen wurde bereits vor Jahren emittiert und notiert aufgrund des beständig fallenden Renditeniveaus rund 26% über dem Ausgabekurs. Damit verbleiben von den 43 Mrd. EUR noch rund 34 Mrd. EUR Nominalwert pro Monat zum Kauf. Das mindert die Knappheit, aufgehoben ist sie deswegen aber nicht.

Als ein weiterer Punkt innerhalb der Knappheitsdiskussion ist noch zu beachten, dass das durchschnittliche Handelsvolumen der vergangenen Jahre bei Weitem das Kaufvolumen der EZB für die einzelnen Staaten überschritten hat. Im vergangenen Jahr wurden monatlich zwischen 400 bis 500 Mrd. EUR deutsche Staatsanleihen gehandelt – also ein Vielfaches der geplanten nom. 8 Mrd. EUR.

HANDELSVOLUMEN EUROPÄISCHER STAATSANLEIHEN

Erwartete Bruttoemissionen, EZB-Käufe und durchschnittliche monatliche Handelsvolumina für ausgewählte Euro-Staaten (in Mrd. Euro)

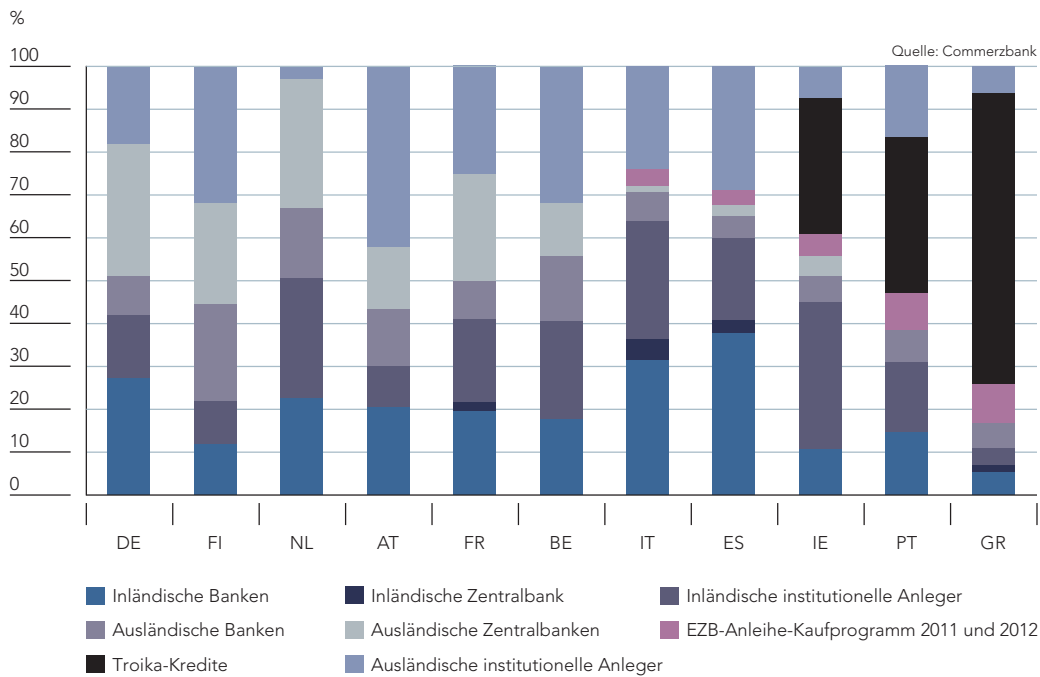
	Bruttoemissionen (Monatsdurchschnitt)	Kapitalschlüssel	EZB-Käufe (Nominalwert-äquivalent, je Monat)	Handelsvolumina (je Monat)*
Frankreich	17,9	20,9	7,1	180 – 320
Deutschland	13,3	26,5	8,0	400 – 500
Italien	22,9	18,1	6,6	80 – 150
Spanien	11,7	13,0	4,6	60 – 140
Belgien	2,8	3,6	1,3	140 – 210

Quelle: LBBW

*) Daten des Jahres 2014, Quelle: nat. Finanzagenturen

Für ein anhaltend hohes Handelsvolumen benötigt man allerdings Handelspartner, die auch bereit sind, ihre Anleihen zu verkaufen. Die Neigung zu einem Verkauf der eigenen Bestände wird bei den Banken und Versicherern der Eurozone eher verhalten sein, da hier regulatorische Anforderungen und mangelnde Alternativen entgegen wirken. In Frage kommen deswegen insbesondere ausländische Notenbanken und Investoren aus dem privaten Sektor, die sich für andere Assetklassen – Aktien, Immobilien, Gold – als Investitionsmöglichkeiten entscheiden.

EIGENTÜMER VON STAATSANLEIHEN IN % DER GESAMTSCHULD



Die zusätzliche Nachfrage der EZB ist der Nährboden für ein anhaltend tiefes Zinsniveau. Die Europäische Zentralbank ist bereit, Anleihen mit Renditen bis zur Höhe des Einlagenzinses zu kaufen, der aktuell bei minus 0,20% liegt. Eine weitere Reduzierung des Einlagenzinses ist jedoch nicht ausgeschlossen und damit auch, dass der Anleihekauf der EZB zu noch niedrigeren Renditen erfolgen könnte und damit das Zinsniveau noch weiter gedrückt wird.

Kapitalanleger müssen für ein Mehr an Rendite bereit sein, ihr Risikoprofil zu erhöhen. Das kann in der Anlageklasse Anleihen durch längere Laufzeiten, niedrigere Ratings oder zu Lasten der Fungibilität gehen. Davon werden nicht nur die Anleihen der Peripherieländer profitieren, sondern auch die Staatsanleihen von Italien und Frankreich.

Quantitative Easing – Herr Draghi dreht den Geldhahn auf

Am 22. Januar 2015 hat die EZB bekanntgegeben, ab März monatlich im Gegenwert von 60 Milliarden Euro Wertpapiere kaufen zu wollen. Das Programm ist zunächst bis September nächsten Jahres angelegt und hat damit ein vorläufiges Volumen von 1,14 Billionen Euro. Dass die EZB mit dieser Summe nahezu sämtliche dem DAX angehörenden Unternehmen aufkaufen könnte, ist sicherlich nicht der einzige Grund für die rasante Entwicklung des europäischen Aktienmarktes in diesem Jahr. Inwieweit Herr Draghi und Kollegen dennoch für die positive Aktienmarktentwicklung mitverantwortlich zeichnen und ob die Kurse weiteres Anstiegspotential besitzen, soll im Folgenden erläutert werden.

Blicken wir zunächst kurz zurück. Im Spätsommer/Herbst letzten Jahres kam es zu einer Eintrübung des ohnehin schwachen Wachstumsimpulses in Europa. Nicht nur in der südlichen Peripherie, auch in Deutschland verschlechterten sich die Wirtschaftsdaten. Sorgen, Europa könne in eine neuerliche Rezession fallen, machte sich breit. Zur gleichen Zeit fielen die Bondrenditen und die Inflationserwartungen weiter in den Keller. Die stark fallenden Ölpreise verstärkten die Bedenken einer sich ausbreitenden Deflation. In diesem Umfeld sah sich die EZB gezwungen, über weitere geldpolitische Maßnahmen zu sprechen. Im Zuge dieser Diskussionen nahm die – aus europäischer Sicht durchaus erwünschte – Abwertung des Euro an Fahrt auf.

SCHAUBILD 1: DAS EUROPÄISCHE WACHSTUM VERLANGSAMTE SICH, DIE BOND RENDITEN FIELEN ...

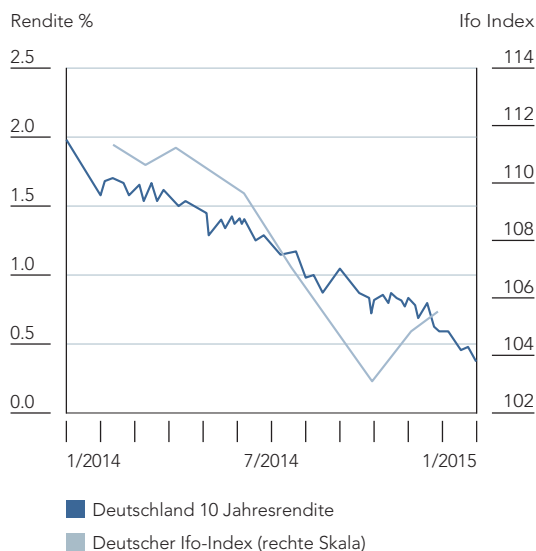
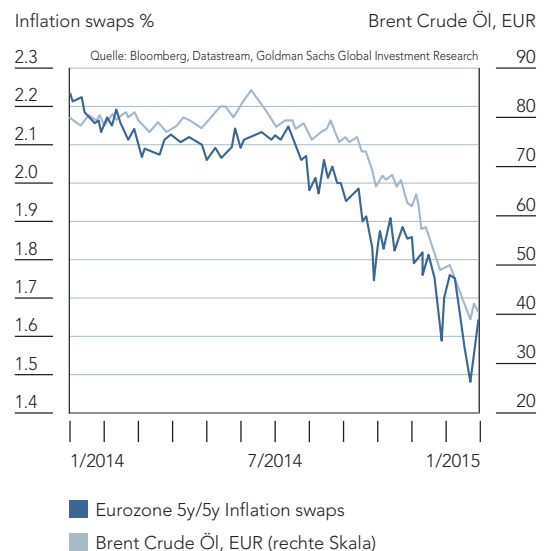


SCHAUBILD 2: ... WÄHREND DIE DEFLATIONS-SORGEN DURCH DEN ÖLPREISKOLLAPS ZUNAHMEN



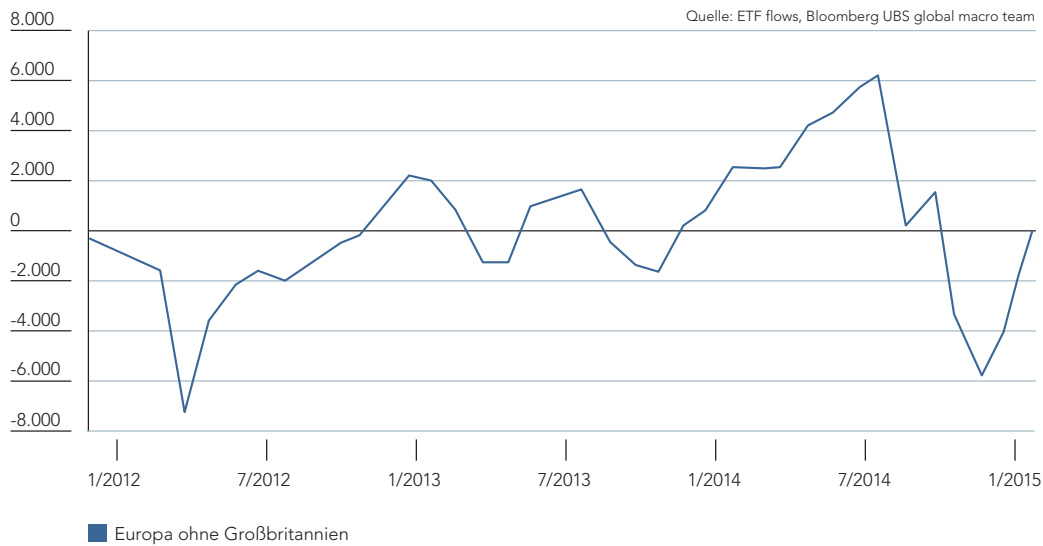
Heute, ein gutes halbes Jahr später, haben sich die Aktienkurse in Europa vom zwischenzeitlichen Tief im Oktober um ca. 30% erholt! Wie ist diese Rally zu beurteilen, welchen Anteil daran hat das QE-Programm der EZB?

Auf den ersten Blick liegt der Verdacht nahe, dass die Ausweitung des 12-Monats-KGV-Multiplikators von 14 auf 16,3 (Stoxx 600) allein auf den QE-Effekt zurückzuführen ist.

Die Investoren folgen dem Zentralbankgeld, die Zuflüsse in europäische Aktienfonds haben in den vergangenen Monaten deutlich zugenommen. Folgende Abbildung illustriert diese Mittelbewegungen eindrucksvoll.

KUMULATIVE ETF FLOWS NACH EUROPA OHNE GROSSBRITANNIEN

Kumulative Flows (Mio. USD) Europa ohne GB

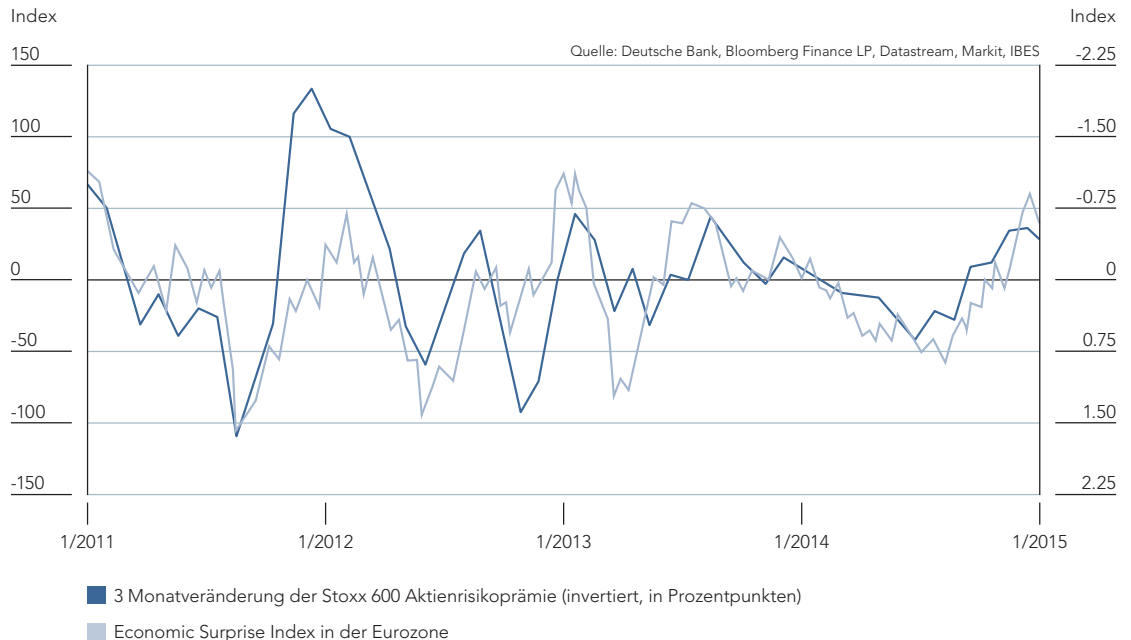


Es zeigt sich, dass die Zuflüsse aus der ersten Jahreshälfte 2014 durch massive Abflüsse im vierten Quartal (bedingt durch wiederaufflammende Wachstumssorgen in Europa) zwischenzeitlich mehr als kompensiert wurden. Erst seit Anfang des Jahres sind wieder deutliche Nettozuflüsse in europäische Aktien zu beobachten. Zur „Spitze“ der Zuflüsse im August letzten Jahres ist jedoch noch ausreichend Platz. Es ist daher damit zu rechnen, dass europäische Aktien – sei es über Exchange Traded Funds (ETFs), aktiv gemanagte Fonds oder auch über die Anlage in Einzeltitel weiterhin Zuflüsse erfahren. Speziell amerikanische Anleger scheinen noch nicht wieder voll im europäischen Markt investiert zu sein.

Ein Blick auf die rückläufige Entwicklung der Aktienrisikoprämie widerlegt die Vermutung, dass die Aktienmärkte der zugrundeliegenden wirtschaftlichen Entwicklung enteilt sind. Das Wachstum in der Eurozone legt wieder zu, die Entwicklung der Einkaufsmanagerindizes und des Ifo-Index belegen dies eindrucksvoll. Wachstum ist ein wesentlicher Risikofaktor hinsichtlich der zukünftigen Gewinn-/und Cash Flow-Entwicklung der Unternehmen. Eine Verbesserung des Wachstumsausblicks impliziert ein geringeres Risiko, dass die erhofften Gewinnsteigerungen eintreffen. Dementsprechend fällt die von den Investoren geforderte Risikoprämie.

Die nächste Abbildung legt dar, dass das QE-Programm der EZB die Risikoprämie nicht über das Maß hinausgehend reduziert hat, als es die Verbesserung des Wachstumsausblicks rechtfertigen würde (hier ausgedrückt im Economic Surprise-Index).

DER BESSERE WIRTSCHAFTLICHE AUSBLICK RECHTFERTIGT DEN RÜCKGANG DER AKTIENRISIKOPRÄMIE



Im Marktbericht zum 3. Quartal letzten Jahres haben wir bereits auf die Wirkung des rückläufigen risikolosen Zinses im Zusammenhang mit der Aktienmarktbeurteilung hingewiesen. Zur Erinnerung: Den risikolosen Zins definieren wir als Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe zuzüglich der Credit Default Swap Spreads, gewichtet nach dem Bruttosozialprodukt der jeweiligen europäischen Länder. Das QE-Programm hat den Rückgang des risikolosen Zinses weiter beschleunigt. Die EZB tritt als zusätzlicher Nachfrager nach Bundesanleihen auf, was zusätzlichen Druck auf die Renditen ausübt. Die Credit Default Swap Spreads in der Eurozone haben sich trotz der Griechenlandrisiken weiter eingeeengt. Diese Effekte drücken den risikolosen Zins und unterstützen damit die Bewertungsniveaus am Aktienmarkt.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die jüngste KGV-Multiple-Ausweitung der europäischen Aktien ungefähr jeweils hälftig der abnehmenden Risikoprämie einerseits (sprich zuversichtlicheren Wachstumserwartungen) und dem weiter rückläufigen risikolosen Zins andererseits (als direkte Folge von QE) zuzurechnen ist. Der Wachstumsausblick bleibt positiv, wenngleich die Schätzungen der Analysten und Strategen nach oben angepasst werden und es damit künftig schwerer fallen dürfte, positiv zu überraschen. Der risikolose Zins wird ebenso nicht für ewige Zeiten auf diesem extrem niedrigen Niveau verharren, aber zumindest noch weit in das Jahr 2016 sehr tief bleiben.“

Die Unternehmen sollten jedoch in der Lage sein, die gestiegenen Bewertungsniveaus mit steigenden Gewinnen zu untermauern. Günstige Finanzierungsbedingungen, niedrige Rohstoff-/Energiekosten und ein für exportorientierte Unternehmen günstiges EUR/USD-Niveau bieten ein geeignetes Umfeld für Gewinnwachstum.

Quellenverzeichnis:

Deutsche Bank: *European Equity Strategy – Buying ‘value’ from cyclical sectors in the economic upswing* – März 2015

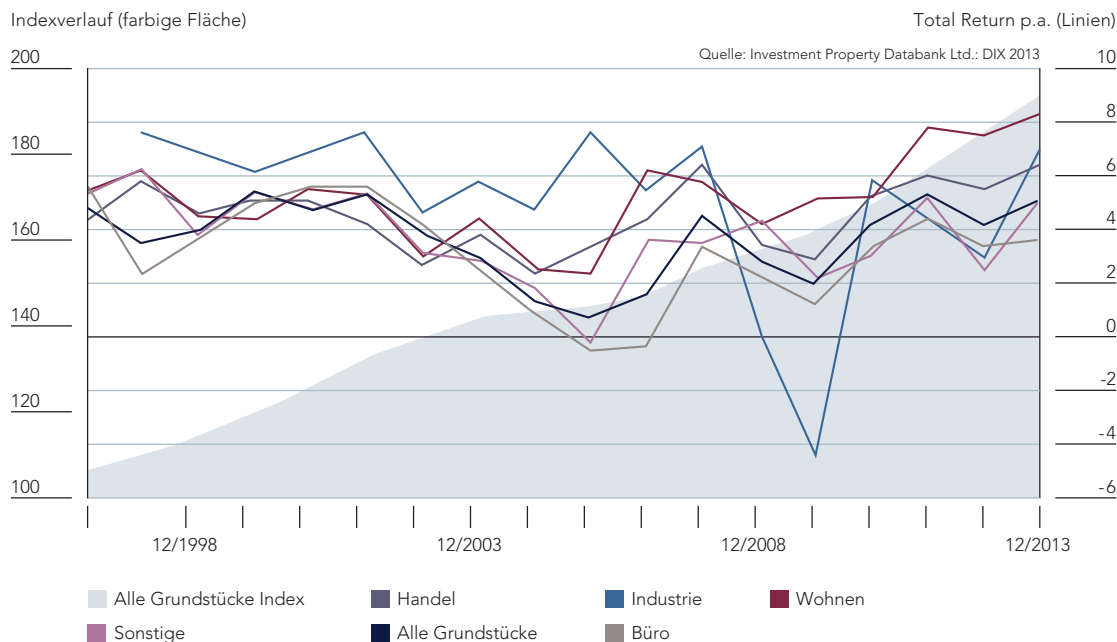
Goldman Sachs: *Strategy matters – QE and the case for European Equities.... The story in 15 pictures* – Januar 2015

UBS: *European Flow Watch – Cyclical inflows hit 3-year high – is it over?* – März 2015

Die voraussichtliche Wirkung der „Bazooka“ auf die Immobilienwerte

Das bereits mehrfach beschriebene QE-Programm der EZB soll und wird die Immobilienpreise und Finanzmärkte in 2015 und 2016 mehr beflügeln als die Realwirtschaft in Deutschland. Nachdem die durchschnittliche Rendite für Immobilien nach wie vor über der Rendite von Staatsanleihen und klassischen Anleihen liegt, ist die Versuchung groß, weiterhin Immobilien zu kaufen, auch wenn das EZB-Geld eigentlich den Unternehmen und den Unternehmensgründern zufließen sollte, um dort für Investitionen zu sorgen.

ENTWICKLUNG DER IMMOBILIENRENDITEN IN DEUTSCHLAND



WERTVERÄNDERUNG (PREISINDEX) OHNE FK-EINSATZ

Betrachteter Zeitraum: Dez. 1995 – Dez. 2013

	Gesamt	Büro	Logistik	Handel	Wohnen	Pfandbriefe
Rendite p.a.	0,8%	-0,3%	-1,2%	1,0%	1,4%	4,9%
Rendite p.a. -3 Jahre	5,5%	4,9%	1,6%	4,3%	8,1%	3,4%
Rendite p.a. -5 Jahre	4,2%	2,7%	1,0%	3,7%	6,1%	4,0%
Rendite p.a. -10 Jahre	2,8%	1,7%	0,2%	2,9%	3,4%	3,9%
Volatilität	3,7%	5,8%	2,3%	3,3%	4,3%	3,1%
schlechtestes Jahr	-5,8%	-9,7%	-4,4%	-5,8%	-5,0%	-1,6%
bestes Jahr	6,1%	7,8%	1,9%	5,6%	9,8%	11,2%
Maximum Drawdown	-14,8%	-26,8%	-26,0%	-12,9%	-13,4%	-1,6%
Zeitraum des Max. DD in Jahren	9	10	11	9	3	1

Quelle: bulwiengesa: Property Market Index 1975-2013 und Deutsche Bundesbank Immobilienpreisindizes

Der Unterschied zwischen Staatsanleihe und Immobilienrendite ist weiterhin hoch und somit erscheint es logisch, dass es zumindest finanzmathematisch näher liegt, einen Sachwert zu kaufen als in Anleihen zu investieren.

Die Idee, dass durch die Zentralbank die Realwirtschaft mittels Unternehmenskrediten stärker gestützt würde, erscheint als gut. Die konkrete Kreditvergabe der Banken lässt aber vermuten, dass die Banken das Geld eher bei Immobilienkrediten allokiieren werden, als es an Unternehmen zu vergeben. Zum einen, weil die Sicherheit größer ist (Hypothek). Zum anderen, weil die Bearbeitung und Kontrolle eines Immobilienkredites bei Weitem günstiger ist, als die Vergabe und Kontrolle eines Unternehmenskredites. Zudem können bei der Hypothekenvergabe größere Volumen schneller bewegt werden, als bei der Vergabe von Krediten an Unsicheren Unternehmen.

Im zusätzlichen Wechselspiel mit verschiedenen Einflüssen auf die Realwirtschaft durch niedrige Ölpreise, fallendem Euro, steigender Zuwanderung, mangelnde Anlagealternativen und hohe Arbeitsplatzsicherheit in Deutschland in der Kombination mit künstlich niedrig gehaltenen Zinsen ist somit zu erwarten, dass die Immobilienpreise in Deutschland weiter steigen. Die Immobilie erscheint als Anlagevehikel noch attraktiver denn je. Folgende Argumente sehen wir:

I. Zins

Das Zinsniveau erscheint kurz- bis mittelfristig als dramatisch niedrig. Wurde beispielsweise ein Mehrfamilienhaus bis vor 3-4 Jahren zum Wert von ca. 5 % Rendite eingekauft, dann wurde es im 10-jährigem Mittel bei einem Zins von ca. 4,5 % (inklusive Bankenmarge) refinanziert. Selbst wenn die Preise für Immobilien gestiegen sind und heute die Immobilienrenditen bei 3-4 % liegen, so liegt die positive Differenz zur Finanzierungsseite nicht mehr bei 0,5 %, sondern eher bei 2 %. Betrachtet man diesen Faktor allein, so ist zu vermuten, dass die Immobilienpreise in einem stabilen Umfeld dann eher weiter steigen.

ZINSEN AUF HISTORISCHEM TIEFSTAND



II. Ölpreis

Der Ölpreis an sich befindet sich weiter auf vergleichsweise niedrigem Niveau. Das führt dazu, dass die Anleger in Deutschland mehr Geld für die Immobilienanlage zur Verfügung haben – auch dies eine Indikation für steigende Verfügbarkeit von privatem Kapital, das nach Anlagemöglichkeit sucht.

WTI ÖLPREIS



III. Fallender Euro

Der Euro hat seit der Entscheidung zum Kauf der Staatsanleihen seitens der EZB Schwäche gezeigt. Diese Wahrnehmung aller Marktteilnehmer und die ausgeprägte und wohl auch langfristig berechtigte Sorge, dass das QE zu Inflation führen kann, wird die inflationsängstlichen Deutschen noch mehr zur Immobilie in Kombination mit Kredit als Inflations-Hedge treiben.

Vergessen werden darf auch nicht, dass der stark gefallene Euro gerade für ausländische Anleger Investitionen in Deutschland sehr attraktiv macht. Der Immobilienmarkt ist aus deren Sicht sogar noch viel günstiger geworden!

WECHSELKURS EURO/US-DOLLAR



IV. Steigender Export

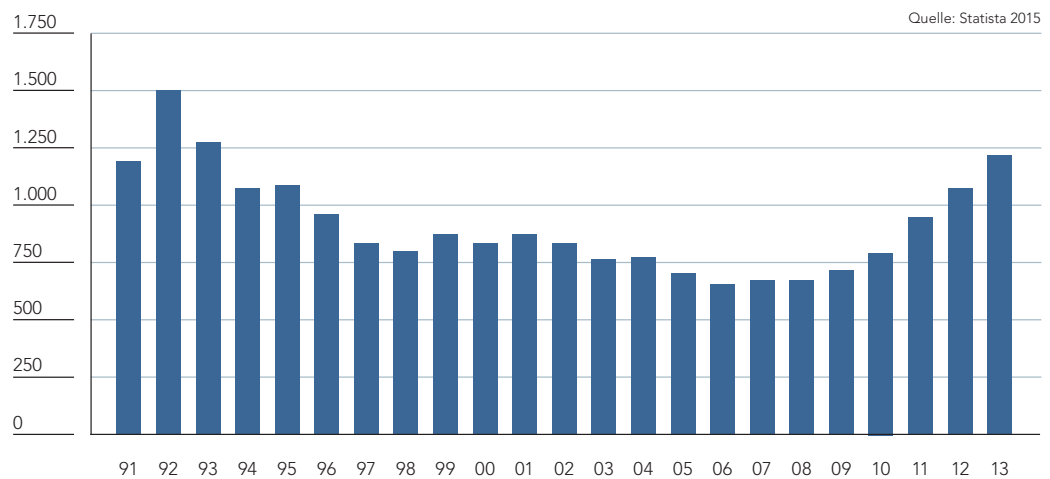
Der weiterhin steigende Export und damit der implizite Handelsbilanzüberschuss zeigt die Ertragsstärke der Unternehmen. Damit verbunden ist eine vergleichsweise hohe Arbeitsplatzsicherheit, was wiederum zu privaten Investitionen auch auf dem Immobilienmarkt führen wird.

V. Zuwanderung

Der Zuwanderungssaldo weist seit Jahrzehnten einen positiven Wanderungssaldo zwischen ca. 200 und 500 tsd. Zuwanderern p.a. auf.

ZUWANDERUNG

Anzahl der Zuwanderer (Tsd.)



Allein die Wirkung der Zuwanderung wegen der Wirtschaftskrise in Südeuropa nach Deutschland ist besonders für den Wohnimmobilienmarkt erheblich und kommt in den Ballungsräumen sehr zum Tragen. Die hohen Zuwanderungssalden der letzten drei Jahre würden p.a. 150.000 Wohnungen im Neubau erfordern. Auch das wird zu steigenden Preisen führen.

Fazit:

Es steht nicht zu erwarten, dass in der Phase des QE-Programms der EZB die Immobilienpreise fallen. Im Gegenteil – es steht eine Fehlallokation der freien Mittel zu befürchten und dass viele dieser frei werdenden Mittel nicht den Unternehmen zu Gute kommen, sondern in Immobilien fließen werden. In Kombination mit den anderen makroökonomischen Vorzeichen steht eher ein weiterer Preisanstieg für Immobilien an. Die Investition selbst kann für den Einzelanleger auch sinnvoll sein, solange er die Passivseite vorsichtig handhabt.

AKTIEN	Europa:	übergewichten
	USA:	neutral
	Asien:	neutral
ANLEIHEN	EUR-Anleihen:	untergewichten
	EUR-Duration:	kürzer
ROHSTOFFE		untergewichten
US-DOLLAR		übergewichten

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Dieses Dokument ist mit größter Sorgfalt erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen kann jedoch nicht übernommen werden.

PROGNOSEN UND WERTURTEILE

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

KEIN ANGEBOT ZUM ERWERB VON FINANZINSTRUMENTEN, KEINE ANLAGEBERATUNG

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

STEUERLICHE HINWEISE

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

WEITERE HINWEISE ZU DEN IN DIESEM DOKUMENT ENTHALTENEN AUSSAGEN ZUR WERTENTWICKLUNG EINES FINANZINSTRUMENTS, EINES FINANZINDEXES ODER EINER WERTPAPIERDIENSTLEISTUNG

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

URHEBERRECHTSSCHUTZ

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

Deutsche Oppenheim Family Office AG
Keferloh 1a
85630 Grasbrunn
Tel.: +49 – 89 – 45 69 16 – 0
www.deutsche-oppenheim.de