

DEUTSCHE OPPENHEIM
Family Office

Marktbericht

2. Quartal 2020



Bei diesen Informationen
handelt es sich um Werbung

Marktbericht 2. Quartal 2020

Stand 30.3.2020

Inhaltsverzeichnis	Seite
Globales Investmentumfeld	04
Anleihen	14
Währungen	18
Gold	20
Aktien	23
Immobilien	28
Portfolioausrichtung	32
Glossar	33
Rechtliche Hinweise	35

Weltkrieg gegen einen Virus

Mit welchen Worten beschreibt man das aktuelle globale Investmentumfeld angesichts der Corona-Pandemie?

Desaströs, verstörend, chaotisch, panisch, „Schwarzer Schwan“-artig, historisch einmalig, günstig für Investoren mit Mut und Cash und langem Atem, usw.

Unser Expertenteam – alle Autoren übrigens im Home-Office arbeitend – hat kurz überlegt, ob es überhaupt ein Mehrwert ist, einen ausführlichen Marktbericht zu schreiben und unseren Lesern eine Lektüre anzubieten, die eine Informationsaktualität hat, welche vielleicht mit den Tagen korrespondiert, in der sich die Rate der Corona-Infizierten verdoppelt.

Befinden wir uns noch mitten in der schlimmsten Zeit der Infektionsentwicklung in den USA und hoffentlich am Höhepunkt des Verlaufs in den meisten Ländern Westeuropas.

Orientierungslosigkeit und Ratlosigkeit beherrschen nach wie vor viele Menschen – darunter leider auch einflussreiche politische Führer in der westlichen Welt. So verharmloste der US-Präsident die Pandemie, die anfänglich aus seiner Sicht nicht schlimmer als eine Grippe werden würde und dank seines „hervorragenden Krisenmanagements“ beherrschbar sei. Drei Wochen später findet er es bereits als großartigen Erfolg, wenn es gelingen würde, die Zahl der an COVID-19 gestorbenen US-Bürger auf 100.000 beschränken zu können.

Abstürzende Börsen, ein globaler Shutdown im Wirtschaftsleben, eingefrorenes Sozialleben, beispiellose staatliche Hilfsprogramme mit obszön anmutenden Summen erzeugen eine tiefgreifende Zäsur. Wir suchen heute immer noch nach Maßstäben, um diese Krise einzuordnen. Wann hat es das schon in dieser Form gegeben?

Die Leser, die regelmäßig Zeit für die Lektüre unserer vierteljährlichen Marktberichte aufwenden, wissen, dass wir uns immer mal wieder mit „Risikoszenarien“ beschäftigen und der Frage nachgehen, welche ggf. drohen und wie man sich in der Vermögensanlage dagegen schützen kann (siehe Marktbericht von 4. Q 2019, 3. Q 2018, 3. Q 2017). So verfolgen wir auch als Risikomanager jedes Jahr mit großem Interesse die Risikoeinschätzung im „Global Risk Report“ des World Economic Forums (GRR/WEF). Im Januar dieses Jahres prägten ihn zum ersten Mal seit dem ersten Erscheinungsjahr 2006 fünf Risiken, die mit dem Klimawandel in Verbindung zu bringen sind.

Interessant ist auch der Blick in den ersten Bericht des GRR/WEF und hier auf eine Info-box, die wir Ihnen an dieser Stelle bewusst vollständig zeigen.

Risiko einer Grippe-Pandemie

The risk of a pandemic flu, particularly one caused by human-to-human transmission of the H5N1 or another avian flu virus, is now a dominant theme in the global conversation on risk. While the spread of a pandemic can be modelled, we do not know when, where (or whether) the H5N1 virus will mutate so as to allow it to spread easily from one person to another. Humans have little or no immunity to H5N1 and no vaccine to protect against it currently exists. Present supplies of antiviral drugs are insufficient to deal with a major pandemic outbreak. If person-to-person infection were to become commonplace, the vulnerabilities of our interconnected global systems would intensify the human and economic impact. A lethal flu, its spread facilitated by global travel patterns and uncontained by insufficient warning mechanisms, would present an acute threat. Short-term economic impacts would include severe impairment of travel, tourism and other service industries, as well as manufacturing and retail supply chains. Global trade, investor risk appetites and consumption demand could suffer for more extended periods. Seep shifts in social, economic and political relations are possible. A flu pandemic further presents complex mitigation challenges, including difficult trade-offs (for example, mass vaccination now may protect against the spread of a pandemic now, but mass vaccination also carries a heightened risk of mutation of the virus into more resistant strains later), and posits an obvious needs for multistakeholder coordination of both prevention and response. The longer it takes for a pandemic to emerge as long as we maintain awareness of the risk – the better prepared we are likely to be.

Quelle: Global Risks 2006, World Economic Forum, Stand: 2006

Leider hat sich der letzte Satz in der Box nicht bewahrheitet. Die Welt ist 2020 alles andere als vorbereitet, um mit so einer Pandemie umzugehen (z. B. Mangel an Schutzkleidung im medizinischen Bereich, unterbrochene Medikamenten-Lieferketten, usw.), da diese Gefahr immer mehr vom Radarschirm der Risikomanager verschwand. Dies zeigt eindrücklich die Risikolandkarte des GRR/WEF seit 2007 auf den folgenden Seiten.

Das Pandemie- bzw. weltweite Infektionsrisiko war in den Jahren 2007 und 2008 und dann nochmals 2015 bei den Top-5-Risiken zu finden, die die höchste Auswirkung haben können. Im GRR/WEF von 2020 wurde dieses Risiko nur noch von zwei Risiken (Ausbruch eines Atomkrieges und unkontrollierbare Inflationierung) in der zu erwartenden Eintrittswahrscheinlichkeit unterboten. Wir dürfen über die Bewertung im nächsten Bericht „gespannt“ sein.

„In meinen 44 Jahren in der Finanzindustrie habe ich noch nichts Vergleichbares erlebt“, schreibt aus seinem Home-Office Larry Fink, Chef von Blackrock, dem größten Vermögensverwalter der Welt, in seinem Brief an die Aktionäre. Innerhalb weniger Wochen seien rund um den Globus Indizes von Rekordhöhen in einen Bärenmarkt gefallen. „Wenn wir diese Krise überstanden haben, wird die Welt eine andere sein“. Die Pandemie werde die Wirtschaft und die Gesellschaft weltweit grundlegend verändern, ist der Manager überzeugt: Das Reisen, der Konsum, die Geschäftswelt – ja, und auch das Verhalten der Investoren werde sich verändern.

In den letzten Wochen wurde in allen Medien bereits sehr viel über die möglichen Konsequenzen dieser globalen Krisenerfahrung geschrieben und täglich werden neue Statements, z.T. krude Spekulationen, aber auch seriöse Prognosen dazukommen. Derzeit ist es schwierig neben den sich rasant veränderten Tagesaktualitäten über Infektionsraten, Todesfällen, behördlichen Maßnahmen zur Einschränkung des sozialen und wirtschaftlichen Lebens, medizinischen Empfehlungen, Tipps für das neue Leben aus dem Home-Office, Rettungspakete der Regierungen auch schon die zahlreichen Zukunftsprognosen hinsichtlich der Auswirkungen dieser globalen Pandemie sinnvoll zu verarbeiten.

Entwicklung der Risikolandkarte 2007–2020 des World Economic Forum

Die Top 5 Risikokategorien nach Eintrittswahrscheinlichkeit
(1 = höchste, 5 = niedrigste)

	1	2	3	4	5
2007	Ausfall der Infrastruktur	Chronische Krankheiten	Ölpreisschock	Rezession in China	Zusammenbruch der Vermögenspreise
2008	Zusammenbruch der Vermögenspreise	Instabilität des Nahen Osten	Gescheiterte und scheiternde Staaten	Ölpreisschock	Chronische Krankheiten
2009	Zusammenbruch des Vermögenspreises	China wirtschaftlicher Showdown	Chronische Krankheiten	Lücken in der globalen Governance	Deglobalisierung
2010	Zusammenbruch des Vermögenspreises	China wirtschaftlicher Showdown	Chronische Krankheiten	Finanzkrise	Lücken in der globalen Governance
2011	Stürme und Wirbelstürme	Überschwemmung	Korruption	Verlust der biologischen Vielfalt	Klimawandel
2012	Einkommensunterschiede	Haushaltsungleichgewicht	Treibhausgasemissionen	Cyber-Attacke	Wasserkrise
2013	Einkommensunterschiede	Haushaltsungleichgewicht	Treibhausgasemissionen	Wasserkrise	Bevölkerungsalterung
2014	Einkommensunterschiede	Extreme Unwetter	Arbeitslosigkeit	Klimaschutzversagen	Cyber-Attacke
2015	Zwischenstaatlicher Konflikt	Extreme Unwetter	Versagen der nationalen Regierungsführung	Staatszusammenbruch oder -krise	Arbeitslosigkeit
2016	Unfreiwillige Migration	Extreme Unwetter	Klimaschutzversagen	Zwischenstaatlicher Konflikt	Naturkatastrophen
2017	Extreme Unwetter	Unfreiwillige Migration	Naturkatastrophen	Terroranschlag	Datenbetrug oder -diebstahl
2018	Extreme Unwetter	Naturkatastrophen	Cyber-Attacke	Datenbetrug oder -diebstahl	Klimaschutzversagen
2019	Extreme Unwetter	Klimaschutzversagen	Naturkatastrophen	Datenbetrug oder -diebstahl	Cyber-Attacke
2020	Extreme Unwetter	Klimaschutzversagen	Naturkatastrophen	Verlust der biologischen Vielfalt	Von Menschen verursachte Naturkatastrophen

■ Wirtschaftlich
 ■ Umweltpolitisch
 ■ Geopolitisch
 ■ Gesellschaftlich
 ■ Technologisch

Quelle: Global Risk Report, World Economic Forum, Stand: Januar 2020

Die Top 5 Risikokategorien mit den größten Auswirkungen
(1 = höchste, 5 = niedrigste)

	1	2	3	4	5
2007	Zusammenbruch der Vermögenspreise	Deglobalisierung	Zwischenstaatliche- und Bürgerkriege	Pandemien	Ölpreisschock
2008	Zusammenbruch der Vermögenspreise	Deglobalisierung	Rezession in China	Ölpreisschock	Pandemien
2009	Zusammenbruch des Vermögenspreises	Deglobalisierung	Öl- und Gaspreisanstieg	Chronische Krankheiten	Finanzkrise
2010	Zusammenbruch des Vermögenspreises	Deglobalisierung	Ölpreisanstieg	Chronische Krankheiten	Finanzkrise
2011	Finanzkrise	Klimawandel	Geopolitischer Konflikt	Zusammenbruch des Vermögenspreises	Volatilität der Energiepreise
2012	Finanzielles Versagen	Wasserkrise	Nahrungsmittelkrise	Haushaltsungleichgewicht	Volatilität der Energiepreise
2013	Finanzielles Versagen	Wasserkrise	Haushaltsungleichgewicht	Massenvernichtungswaffen	Klimaschutzversagen
2014	Finanzkrise	Klimaschutzversagen	Wasserkrise	Arbeitslosigkeit	Ausfall der Infrastruktur
2015	Wasserkrise	Infektionskrankheiten	Massenvernichtungswaffen	Zwischenstaatlicher Konflikt	Klimaschutzversagen
2016	Klimaschutzversagen	Massenvernichtungswaffen	Wasserkrise	Unfreiwillige Migration	Energiepreisschock
2017	Massenvernichtungswaffen	Extreme Unwetter	Wasserkrise	Naturkatastrophen	Klimaschutzversagen
2018	Massenvernichtungswaffen	Extreme Unwetter	Naturkatastrophen	Klimaschutzversagen	Wasserkrise
2019	Massenvernichtungswaffen	Klimaschutzversagen	Extreme Unwetter	Wasserkrise	Naturkatastrophen
2020	Klimaschutzversagen	Massenvernichtungswaffen	Verlust der biologischen Vielfalt	Extreme Unwetter	Wasserkrise

■ Wirtschaftlich
 ■ Umweltpolitisch
 ■ Geopolitisch
 ■ Gesellschaftlich
 ■ Technologisch

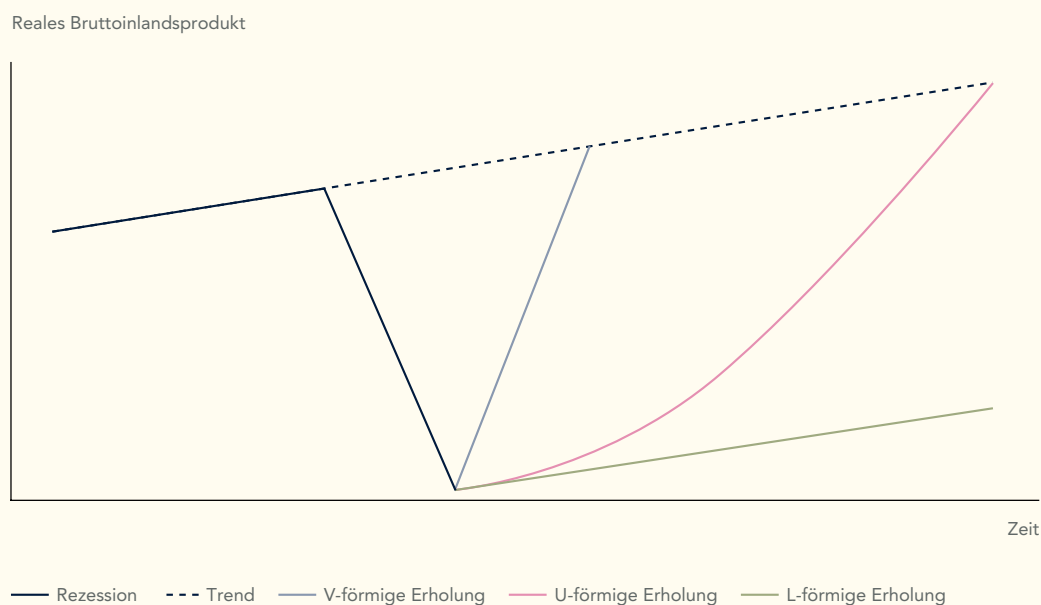
Quelle: Global Risk Report, World Economic Forum, Stand: Januar 2020

Marktpreisen an Börsen für Aktien, Anleihen, Devisen und Rohstoffe wird aber unterstellt, dass sie bereits die Zukunft antizipieren. Geht das aber überhaupt in diesen Tagen, wo wir alle nicht wissen, wie und wann diese Krise wirklich wieder aus unserem Leben verschwindet und was für einen Flurschaden sie anrichtet? Insofern spiegeln Börsenkurse in erster Linie die wirtschaftliche Realität wider und diese ist geprägt davon, dass Wachstum und Gewinne zunächst einmal in weiten Teilen ausradiert werden.

Mit Sicherheit wird es zu einer starken Kontraktion der globalen Wirtschaftsleistung kommen und damit ist die aktuelle Marktpreisbewegung auch begründet. Alleine die Beantwortung der Frage, wie sich das Konjunkturszenario weiter entwickelt, ist angesichts des weiter ungewissen Verlaufs der Pandemie und der Dauer der Shutdown-Maßnahmen und der gigantischen Gegenmaßnahmen seitens Notenbanken und Regierungen (Stand Ende März: 4 Billionen USD bzw. 6% des GDP), von höchster Unsicherheit geprägt.

Wie wird sich die Erholung gestalten – „V-, U- oder L-Shape Recovery“? Diese Szenarien werden z. B. in einer Research-Note des Instituts BCA Research beleuchtet.

Verlaufsmuster einer Erholung: L, U oder V?



Quelle: BCA Research, Stand: 27.03.2020

Die Autoren erwarten aus diversen Gründen keine langanhaltende Depression und geben der U-förmigen Erholung die größte Wahrscheinlichkeit.

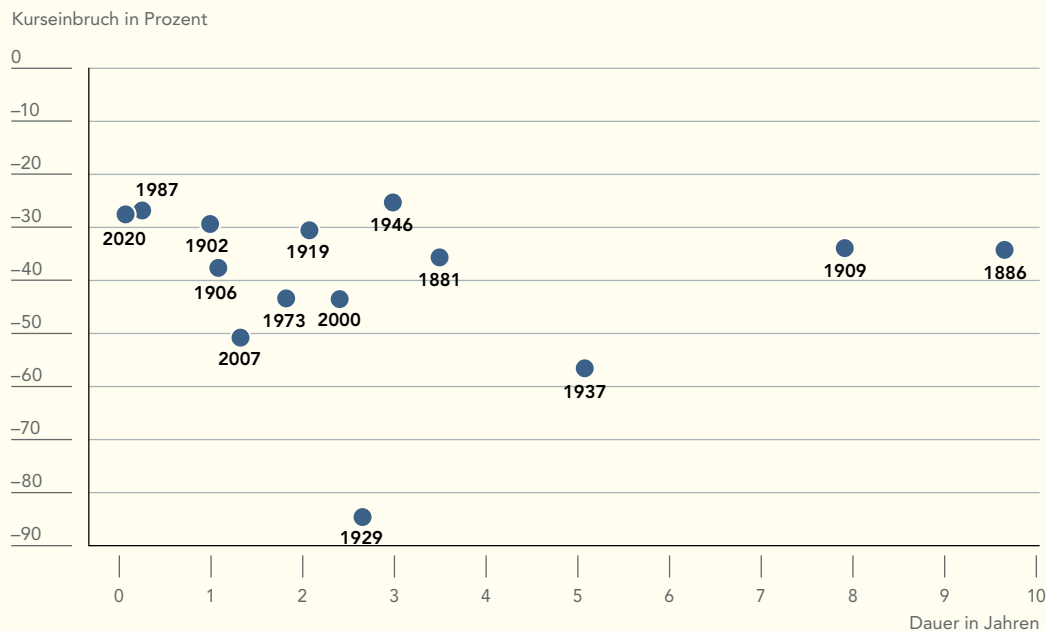
„Die Welt wird diese Krise überstehen. Die Wirtschaft wird sich erholen“, schreibt Larry Finck auch in seinem Brief. Zugleich böten sich Anlegern, die jetzt nicht den Kopf in den Sand steckten und den Blick nach vorn richteten, nun „enorme Chancen“.

Die entscheidende Frage für Investoren ist aber, bei welchem Niveau diese Erholung beginnt? Oder hat der Markt schon alles antizipiert, was an negativen Begleiterscheinungen auftreten wird? Gerade der aktuelle Verlauf der Pandemie in den Vereinigten Staaten, der Zustand des dortigen Gesundheitswesens und das „Krisenmanagement“ der Regierung Trump erzeugt noch viele Fragezeichen. Auch die verstörenden Bilder z. B. aus Indien, wo Millionen von Tagelöhner sich derzeit in chaotischen Menschenansammlungen auf den Weg in ihre Dörfer machen und dort den Virus vermutlich verbreiten werden, lässt vermuten, dass wir noch viele schlechte Nachrichten aus Entwicklungsländern zu verarbeiten haben.

Trotzdem suchen Investoren Orientierungspunkte in der Krise, um bestehende Positionen hinterfragen zu können und ggf. Einstiegszeitpunkte für neue Investitionen zu definieren.

Wir haben uns als ersten Orientierungspunkt natürlich auch die Analysen über signifikante historische Markteinbrüche angesehen. Hier erkennen wir, dass wir vor allem schon sehr schnell in der Spitze um 35% gefallen sind, aber es alleine in den letzten zwei großen Krisen durchaus noch größere Verluste gab, die fast 50% der Marktkapitalisierung von Aktien wegradiert haben.

Corona-Krise im Lichte der schlimmsten Zäsuren aller Zeiten



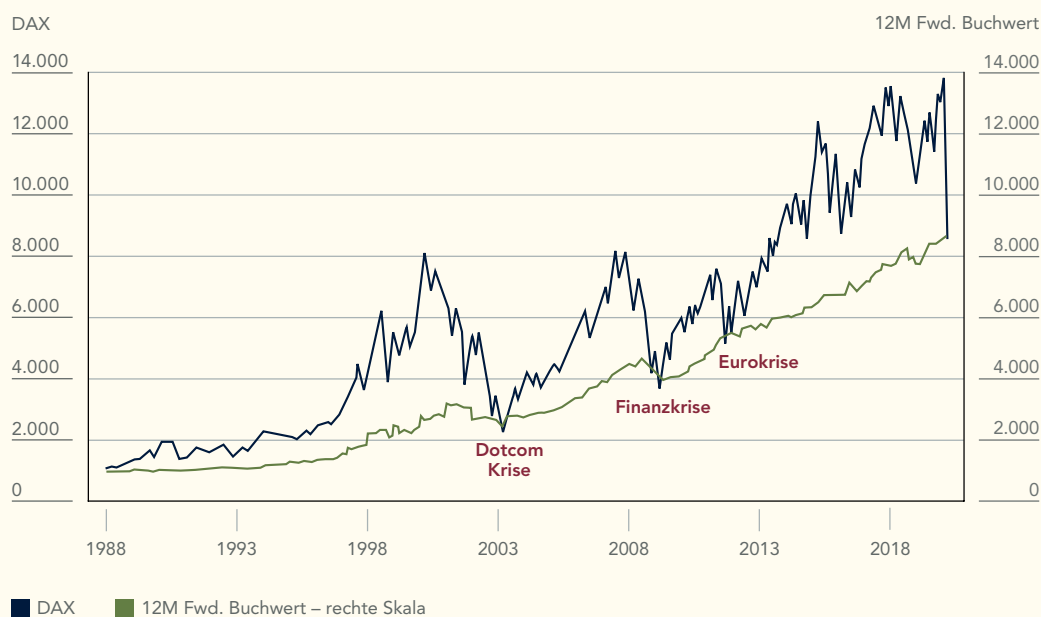
Quelle: Robert Shiller, LBBW Research, Stand: 18.03.2020

Auch unsere internen Modelle zeigen auf, dass wir noch nicht den Mittelwert der 1% schlechtesten möglichen Ergebnisse am Aktienmarkt erlebt haben.

Weitere Orientierungspunkte könnten klassische fundamentale Bewertungsfaktoren wie Kurs/Gewinn-Verhältnisse, Dividendenrenditen und Kurs/Buchwert-Verhältnisse sein. Derzeit ist es allerdings schwierig, schon eine Abschätzung hinsichtlich der Gewinne der Unternehmen zu machen. Die Dividenden werden zumindest kurzfristig deutlich gekürzt werden oder sogar ganz ausfallen.

Stabiler ist da der Buchwert von Unternehmen oder ganzen Aktienindizes. In der Regel ist der Marktwert von börsennotierten Unternehmen immer höher als deren Buchwert. Nur selten unterschreitet der Marktwert diesen. So landete im Worst Case der letzten 30 Jahren der DAX bei einem Buchwert von 0,88. Auf heutige Verhältnisse bezogen wäre das ein DAX-Wert von rd. 7.600 Punkten. Der 12-Monate-Forward-Buchwert des DAX liegt bei rd. 8.500 Punkten. Sowohl in der Dotcom-Krise, Finanzkrise und Eurokrise rentierte der DAX unter dem Buchwert, aber nur sehr kurz.

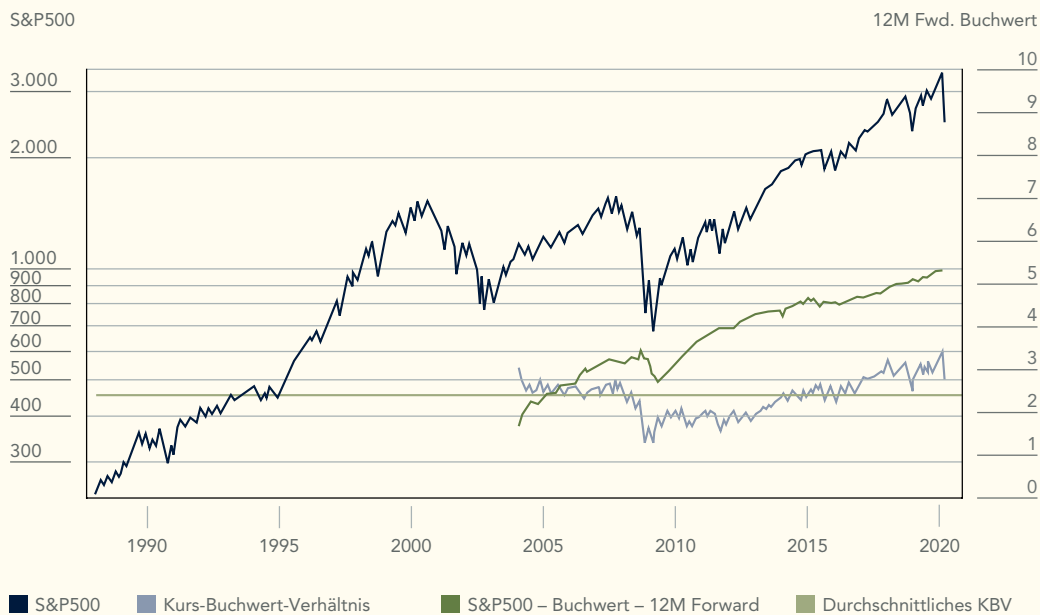
DAX und 12-Monate-Forward-Buchwert in Indexpunkten (1988 – 2020)



Quelle: LBBW Research, Stand: 18.03.2020
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Der S&P500 ist allerdings noch weit von seinem Buchwert entfernt, da wegen hohen immateriellen Werten und den hohen Eigenkapitalrenditen (RoEs) von US-Konzernen eine strukturell höhere Bewertung gegeben ist, die z. B. durch die Steuerreform von Trump nochmals befeuert wurde. Hier könnte ein Worst Case-Szenario den S&P500 auf 1.700 Punkte drücken.

S&P500 und 12-Monate-Forward-Buchwert in Indexpunkten (1988 – 2020)



Quelle: LBBW Research, Stand: 18.03.2020
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Als letzten Orientierungspunkt haben wir uns den langfristigen Performancetrend des Weltaktienmarktes angesehen. In unseren internen Modellen gehen wir davon aus, dass die Märkte einem Mean Reversion-Mechanismus unterliegen. Der Begriff Mean Reversion (Mittelwertrückkehr) ist in der Kapitalmarkttheorie eine Erweiterung der Regression zur Mitte. Gemeint ist die Theorie, dass Märkte zu Übertreibungen neigen, die sich im Zeitablauf nicht nur zufällig korrigieren, sondern ein „Gedächtnis“ haben und vorherige Trends umkehren. Daher folgt aus einem Kursanstieg die Notwendigkeit eines künftig sinkenden Kurses (englisch: „What goes up, must come down“) und umgekehrt. Der Extremfall sind Spekulationsblasen. Das Gleiche gilt für Volatilitäten und Umsatzvolumina. Mean Reversion bei in die Zukunft laufenden Reihen bedeutet, dass Ertragsraten und Zinssätze langfristig nicht nur um einen mittleren Wert schwanken, sondern geradezu aktiv wieder zu diesem zurückkehren.

Wir gehen in unseren Beratungsmodellen davon aus, dass der Weltaktienmarkt künftig eine Performance von 5,5% p. a. in den nächsten zehn Jahren erzielen wird. In den letzten Jahren haben wir diese Prognose immer wieder nach unten revidiert, da der Verfall der Zinssätze und die dadurch befeuerte Performanceentwicklung an den Aktienmärkten das längerfristige Potenzial immer mehr reduziert haben. Wesentlich für die Einschätzung der Güte dieser Prognose ist aber auch, ob wir in einem stark überbewerteten Markt, einem fair bewerteten oder stark unterbewerteten Markt agieren. In den letzten 20 Jahren verzeichnete der MSCI Welt zwei ausgeprägte Crashes (2001–2003 Dotcom-Blase, 9/11-Anschlag und globale Finanzkrise 2008–2009). Die Euro-Währungskrise hat den Weltaktienmarkt vergleichsweise wenig tangiert. Vor diesen Crashes konnten die Märkte durchaus als überbewertet gelten. Unsere Performancepfadanalyse zeigt nun anschaulich, dass die langfristigen Performanceergebnisse sehr stark vom Messzeitpunkt abhängen. So unterschritten sie den langfristigen Durchschnitt, wenn man z. B. am Höchstpunkt vor der Dotcom-Bubble beginnt und überschritten diesen, wenn man am tiefsten Punkt der Korrektur eingestiegen wäre. Das bestätigt unseren Mean Reversion-Ansatz.

Aber wann ist der Markt nun im Gleichgewicht? Das weiß man mit Gewissheit nie. Wir haben für die letzten zwei großen Krisen unterstellt, dass nach zwei Jahren die wesentlichen strukturellen Probleme beherrschbar gemacht wurden und Investoren den Markt wieder realistisch einschätzen. Und tatsächlich zeigt dieser intuitiv gewählte Zeitraum, dass man dann zu realistischen Performanceergebnissen von rd. 6-6,5% p.a. gekommen ist.

MSCI Welt in USD und Performanceszenarien nach Einstiegszeitpunkten (2000 – 2020)



Zeitraum	von	bis	Ertrag p. a.
Top vor 9/11-Krise	31.03.2000	27.03.2020	3,8%
Low nach 9/11-Krise	04.04.2003	27.03.2020	8,2%
2 Jahre nach Low nach 9/11-Krise	19.03.2005	27.03.2020	6,1%
Top vor Finanzkrise 08/09	26.09.2008	27.03.2020	6,4%
Low nach Finanzkrise 08/09	27.03.2009	27.03.2020	11,5%
2 Jahre nach Low nach Finanzkrise 08/09	27.03.2011	27.03.2020	6,5%

Quelle: Bloomberg Finance LP; eigene Berechnungen, Stand: 27.03.2020
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Wir können aus dieser Analyse ableiten, dass die aktuelle Marktkorrektur jegliche Überbewertung abgebaut hat und wir damit eine gute Chance haben, dem langfristigen Performancepotenzial von rd. 5,5% p.a. zu vertrauen. Gleichzeitig bestätigt aber auch diese Analyse, dass eine finale Kapitulation noch nicht zu massiven Unterbewertungen geführt hat, wie wir das in den Krisen 2001–2003 und 2008–2009 erlebt haben. Anleger haben zumindest – Stand Redaktionsschluss – den eingeleiteten Maßnahmen der Regierungen und Notenbanken vertraut, die darauf abzielen, aus dem exogenen Schock keine langwierige strukturelle Krise entstehen zu lassen.

Der Blick nach vorne erzeugt viele Fragen

Der Interpretationsraum dieser globalen Krise bleibt weiter hoch, solange wir ihr Ende nicht wirklich absehen können.

Einige Thesen wagen wir aber trotzdem an dieser Stelle, die Bedeutung für eine langfristig ausgerichtete Anlagepolitik haben:

- 1) Bis auf Weiteres wird sich das Konjunkturmuster volatiler als in den letzten Jahren verhalten. Einer – wie auch immer geformten – Erholung kann dann schnell das Momentum genommen werden, wenn z. B. Staaten beginnen müssen, ihre Finanzen wieder zu konsolidieren oder Notenbanken ihre Geldpolitik zu „normalisieren“.
- 2) Diese globale Krise hat mit Sicherheit weitere Risse erzeugt, die zu einem späteren Zeitpunkt zu neuen Problemen führen können (z. B. Aufrechthaltung des europäischen Währungsraums mit Italien). Hieraus können sich gerade für Euro-Anleger neue Herausforderungen ergeben.
- 3) Die aktuelle Krise zementiert den Trend, dass die Notenbanken in den Industrieländern das Zinsniveau langfristig weiter historisch niedrig halten müssen. Die hochverschuldeten Staatshaushalte vertragen nicht noch zusätzliche Zinslast.
- 4) Längerfristig wird der hohe Schuldenberg und das Verhalten der Notenbanken das Vertrauen in die Kaufkraft von Geld und Nominalwerten weiter beschädigen.
- 5) Die relative Attraktivität von produktiven Sachwerten bleibt für langfristige und unregulierte Anleger weiter sehr hoch.
- 6) Auch Gold bleibt in diesem Umfeld eine Assetklasse mit Risikoschutzcharakter.
- 7) Aktienkurse von Unternehmen mit starken Bilanzen und funktionierenden Geschäftsmodellen sind nicht immun gegenüber Kursrückgängen. Unternehmen mit einem ausgeprägten Sinn für Ziele und einem langfristigen Ansatz werden diese Krise und ihre Nachwirkungen besser meistern können. Die bereits eingesetzte Disruption wird noch mehr Branchen und Unternehmen betreffen. Dabei können staatlich alimentierte Unternehmen (Zombie-Unternehmen) aber für längere Zeit den Wettbewerb verzerren.
- 8) Die Globalisierung hat nach den Handelskonflikten innerhalb kürzester Zeit einen zweiten schweren Schlag erhalten. Protektionismus, Regulierungen und risikoorientiertere Lieferketten könnten den Entwicklungsländern bleibende Schäden zufügen.
- 9) Mittelfristig wird die Corona-Pandemie auch ihre Spuren bei vielen politischen Rahmenbedingungen hinterlassen.

Uns gehen damit die Themen als Berater für vermögende Kunden auch in der Zukunft nicht aus.

In unserem letzten Marktbericht haben wir bei der Beschreibung von Megatrends auch den bekannten Zukunftsforscher Matthias Horx zitiert. In einem lesenswerten Essay (<https://www.dasinvestment.com/zukunftsforscher-sagt-das-corona-virus-ist-eine-gesellschaftliche-chance/?page=3>) schreibt er zur Corona-Pandemie ein paar Gedanken, die wir als optimistischen Ausblick gerne weitergeben wollen:

„ ...Die neue Welt nach Corona – oder besser mit Corona – entsteht aus der Disruption des Megatrends Konnektivität. Politisch-ökonomisch wird dieses Phänomen auch »Globalisierung« genannt. Die Unterbrechung der Konnektivität – durch Grenzschießungen, Separationen, Abschottungen, Quarantänen – führt aber nicht zu einem Abschaffen der Verbindungen. Sondern zu einer Neuorganisation der Konnektome, die unsere Welt zusammenhalten und in die Zukunft tragen. Es kommt zu einem Phasensprung der sozio-ökonomischen Systeme.

Die kommende Welt wird Distanz wieder schätzen – und gerade dadurch Verbundenheit qualitativer gestalten. Autonomie und Abhängigkeit, Öffnung und Schließung, werden neu ausbalanciert. Dadurch kann die Welt komplexer, zugleich aber auch stabiler werden. Diese Umformung ist weitgehend ein blinder evolutionärer Prozess – weil das eine scheitert, setzt sich das Neue, überlebensfähig, durch. Das macht einen zunächst schwindelig, aber dann erweist es seinen inneren Sinn: Zukunftsfähig ist das, was die Paradoxien auf einer neuen Ebene verbindet. ...“

Bieten Anleihen überhaupt noch Schutz in Krisen oder sind sie Ausgangspunkt von Krisen?

In der modernen Portfoliotheorie werden einzelne Assetklassen nicht isoliert für sich betrachtet, sondern ihre Auswirkung auf das bewirtschaftete Gesamtportfolio beurteilt. Dabei sind folgende drei Eigenschaften der einzelnen Vermögensanlage von zentraler Bedeutung:

- Die erwartete Rendite
- Das erwartete Risiko bzw. die Volatilität
- Die Korrelationen der Anlagen zueinander.

Gemäß der modernen Portfoliotheorie von Markowitz soll eine intelligente Diversifikation der Anlageklassen die Eigenschaften nützen, um das risikoadjustierte Gesamtergebnis im Portfolio zu optimieren. Dabei kann das Portfolio bei gleichem Risiko nach der höchsten Rendite oder bei einer vorgegebenen Rendite nach dem geringsten Risiko optimiert werden.

Vor diesem Hintergrund kommt der Assetklasse „Anleihen“ oder genauer gesagt Staatsanleihen eine besondere Bedeutung zu, da hier in einer historischen Betrachtung in der Regel genau dann Erträge erzielt werden konnten, wenn andere Anlageklassen wie Aktien oder Rohstoffe unter Kursdruck kamen. Diese Eigenschaft von Anleihen konnte man besonders gut in der Finanzkrise 2008 beobachten. Während der DAX im Jahresverlauf 2008 um ca. 40 % fiel, konnte ein Portfolio aus deutschen Bundesanleihen im gleichen Zeitfenster ca. 11 % zulegen. Das bedeutet, dass ein Portfolio mit einem 30%-Aktienanteil und 70% Bundesanleihen in 2008 nahezu keine Verluste erlitten hätte.

Aber noch ein weiterer Grund macht den Einsatz von deutschen Bundesanleihen oder anderer Anleihen höchster Bonitäten im Portfoliokontext interessant. Die Volatilität ist deutlich geringer als die anderer Risikoassets. In der Folge konnte ein hohes Anleihen-Exposure im Portfolio implementiert werden, um das Risikobudget zu entlasten. Ein auf die Vergangenheit optimiertes Portfolio suggeriert stets volatilitätsarme Anlageklassen überzugewichten. Damit hängt die zukünftige Rendite solcher risikooptimierten Portfolien in zunehmendem Maße von der Anlageklasse Anleihen ab.

Im Gegensatz zu 2008, als die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen noch oberhalb von 4% waren, rentieren diese aktuell bei -0,60% tief im negativen Bereich. Die Gründe für diese Entwicklung liegen auf der Hand. Die ultraexpansive Politik der EZB verwandelte Europa zu einer nahezu zinslosen Welt. Dies führte wiederum dazu, dass es immer schwieriger wurde, positive Renditen ins Portfolio aufzunehmen. Die Folge war eine erhebliche Investition von schlechteren Schuldnerqualitäten durch die Investoren und das bereits mehrfach erwähnte Crowding-Out – also das Herausdrängen der Investoren aus den angestammten Assetklassen wie Staatsanleihen und Pfandbriefen, zuerst in herkömmliche Unternehmensanleihen und später beispielsweise in Emerging Market Bonds, High-Yield-Anleihen oder Private Debt. Gerade Unternehmensanleihen mit schlechtem Rating verhalten sich dann in den Krisen sehr schnell wie Aktien und haben zudem in diesen Phasen z. T. sehr geringe Fungibilität. Absicherungsinstrumente wie Credit Default Swaps – kurz CDS – stehen nur sehr professionell aufgestellten Anlegern zur Verfügung.

Vor dem Hintergrund der negativen Renditen liegt es aber auf der Hand, dass Staatsanleihen im Krisenfall nur noch begrenztes Aufwärtspotenzial bieten. Analysiert man die jüngsten Marktverwerfungen, wird dies eindrücklich bestätigt. So verlor der DAX im Jahr 2020 bis zum 13.03.2020 rund 30% an Wert, während gleichzeitig ein Portfolio aus deutschen Bundesanleihen nur noch 1,5% an Ertrag erzielte. Das vorher beschriebene Portfolio mit 30% Aktienanteil hätte heute also rund 8% an Wert verloren. Von einem ausreichenden Schutz in Krisenzeiten durch Bundesanleihen kann offensichtlich keine Rede mehr sein. In den aktuellen Kapitalmarktverwerfungen erlitten Bundesanleihen und auch US-Treasury-Bonds dann sogar zeitweise Kursverluste, weil Investoren bei diesen Papieren noch in der Lage waren Liquidität zu schaffen. Bestenfalls kann man in dieser Assetklasse isoliert betrachtet sein Kapital erhalten und Fungibilität gewährleisten.

Inwieweit der Anleihenmarkt sogar der Ausgangspunkt für künftige Krisen sein kann, ist weit weniger offensichtlich. Dieses Szenario scheint vor dem Hintergrund der aktuellen Kapitalmarktentwicklung allerdings immer wahrscheinlicher zu werden.

Entscheidend dabei ist die Entwicklung am Unternehmens- und Hochzinsanleihemarkt. Hier wird vom Kapitalmarkt speziell die Entwicklung der Renditeaufschläge gegenüber risikofreien Assets beobachtet. Diese Märkte sind in besonderem Maße abhängig von günstigen Finanzierungskonditionen, die die Zentralbanken mit Ihren Einlagensätzen vorgeben.

In einem Krisenfall waren expansive geldpolitische Maßnahmen in der Vergangenheit unverzichtbar, um die Finanzierungskonditionen für die Volkswirtschaft wieder auf ein erträgliches Niveau zurückzuführen und damit Ausfällen im Unternehmensanleihen-Segment entgegenzuwirken. Vermehrte Ausfälle hätten eine weitere Verschlechterung der konjunkturellen Lage zur Folge, was wiederum zu schlechteren Finanzierungskonditionen führen würde und dann auch Stress im Bankensektor erzeugt, der wiederum die Kreditvergabe einschränken müsste. Ein Teufelskreis würde dadurch in Gang gesetzt.

Die weltweiten Notenbanken haben mittlerweile aber nur noch äußerst begrenzte Möglichkeiten, mit geldpolitischen Maßnahmen für Stabilität in einem Krisenfall zu sorgen. So liegen die relevanten Einlagensätze der EZB und der BOJ bereits im negativen Bereich. Gleichzeitig hat die Fed die Leitzinsen ebenfalls auf nahe Null gesenkt.

Zusammen mit der Tatsache, dass die Renditen in diesen Segmenten historisch tief waren und daher kaum noch ein Renditepuffer (Carry) bestand, ist das Risiko hoch, dass jede Verschlechterung der Finanzierungskonditionen künftig zu stark steigenden Renditen und dann zu vermehrten Ausfällen führt.

In den letzten Wochen haben sich die Renditeaufschläge von Investment Grade- und Hochzins-Anleihen aufgrund der Corona-Krise massiv erhöht. Selbst die außerplanmäßige Zinssenkung der Fed, um insgesamt 150 Basispunkte (Bp) konnte diese Entwicklung bisher nicht umkehren. Geht die Ausweitung der Renditeaufschläge trotz Zinssenkungen der Notenbanken in diesem Tempo weiter, könnte das rückblickend betrachtet ein weiterer Brandbeschleuniger für eine weltweite tiefe Rezession sein.

Insofern kann nicht ausgeschlossen werden, dass der (Unternehmens-)Anleihenmarkt sogar der Ausgangspunkt für die Verschärfung der Krise sein könnte.

Act Fast and Do Whatever It Takes Now! – Aber was kommt danach?

Mit großer Mehrheit empfehlen Wirtschaftsfachleute ein schnelles und konsequentes Vorgehen der Staaten gegen die wirtschaftlichen Ausfälle durch die beschlossenen Einschränkungen im Kampf gegen COVID-19. Die aktuelle Pandemie ist ein multipler Schock für die Weltwirtschaft und das globale Finanzsystem, das einen Nachfrage-, Angebots- und Finanzierungskollaps erzeugt.

Wirtschaftlicher Effekt der Corona-Pandemie

Nachfrageschock (sinkende Konsumentennachfrage)

Wirkungskanäle

Rückgang der Reisetätigkeit

Reisebeschränkungen, Absage von Dienstreisen und Urlaubsreisen, Absage großer Veranstaltungen

Geringere Konsumneigung

Quarantäne-Restriktionen, Schul-, Fabrik-, Geschäftsschließungen, Angst vor Menschenansammlungen, Sorge vor Arbeitslosigkeit

Besonders negativ betroffene Sektoren

Fluglinien
Kreuzfahrtunternehmen
Hotels
Gastronomie
Reise/Freizeit allgemein

Lokale Dienstleister
Groß- und Einzelhandel
Transport
Reise/Freizeit
Bildung

Angebotsschock (Unterbrechung der Produktion)

Wirkungskanäle

Unterbrechung der Lieferkette

Fabrikschließungen führen zu Produktionsausfällen und Verzögerungen, globale Lieferketten unterbrochen

Gesundheitssystem am Limit

Hoher Bedarf an Intensivpflege, geringere Kapazitäten für geplante Operationen, hohe Personalkosten

Besonders negativ betroffene Sektoren

Technologie
Automobil
Telekommunikation
Schifffahrt
Logistik
Pharma

Krankenhausbetreiber

Finanzmarktschock (Kursverfall und erhöhte Volatilität)

Wirkungskanäle

Rückgang der Rohstoffpreise

Niedrigere Nachfrage und Angebotsschock durch Ausweitung der Förderung in Saudi-Arabien hält Ölpreise niedrig

Finanzmarktvolatilität

Erhöhte Risikoaversion führt zu Rückgang an Aktienmärkten und steigenden Spreads, steigende Ausfallraten, niedrige Zinsen

Besonders negativ betroffene Sektoren

Rohstoffexporteure

Banken
Versicherer

Quelle: LBBW Research, Stand: 18.03.2020

Die ökonomischen Kosten der Reparatur eines zerstörten Produktions- und Arbeitsmarktes wären ungleich höher, als die jetzt eingeleiteten Maßnahmen. Selbst Fehlallokationen durch die so genannten „Moral Hazard“-Probleme (z. B. Subventionsbetrug, usw.) sind in Kauf zu nehmen, so die Experten.

Die aktuellen Maßnahmen der Regierungen in der Welt summieren sich nach einer Auflistung von Bankers Credit Research (Stand: 27.03.2020) auf rd. 4 Billionen USD. Das sind rd. 6% des GDPs dieser aufgeführten Länder. Es ist davon auszugehen, dass sich diese Summe nochmals weiter erhöhen wird. Ein historisch einmaliger Vorgang.

Betrachtet man aber die aktuelle und künftige Staatsverschuldung vor dem Hintergrund der anstehenden Konjunkturstützen, Liquiditätshilfen, Kreditlinien sowie Steuervergünstigungen, die angekündigt wurden, so könnte einem durchaus auch Angst und Bange um die Staatshaushalte und die entsprechende Schuldnerqualität werden. Hier ist anzumerken, dass die jeweilige nationale Notenbank als „lender of last resort“ jedoch weiterhin Staatsanleihen kaufen kann. Die direkte Staatsfinanzierung, die wir unter anderem auch schon im Marktbericht Q 4/2019 unter „Moderne Geldtheorie“ beschrieben haben, erinnert an die Zeiten der Weimarer Republik und der damaligen Hyperinflation. Dass dieses System nicht zwangsläufig zu Inflation (anhand der aktuellen Berechnungsmethode) führen muss, sieht man am Beispiel Japans: Hier hält die Notenbank inzwischen rund 50% der Staatsanleihen und trotzdem bewegt sich das Land seit zwei Jahrzehnten am Rande der Deflation.

Trotzdem wird nach der Bewältigung der Corona-Pandemie und den daraus erfolgten ökonomischen Schäden die Welt auf einem noch höheren Schuldensockel stehen. Dieser wird dann zu einem Problem, wenn Investoren – aus welchen Gründen auch immer – höhere Zinsen für ihre Geduld und Geld einfordern, als das zur Zeit der Fall ist.

Sind Währungen als Krisen-Asset geeignet?

Nachdem Anleihen keinen ausreichenden Risikoschutz mehr für Anleger bieten können, stellt sich die Frage, inwieweit Diversifikationseffekte durch die Beimischung von verschiedenen Währungen erzielt werden können. Außerdem dürften Anleger versucht sein, dem Euroraum mit seinen negativen Zinsen zu entkommen und die noch positiven Zinsen für kurzfristige Anlagen in diversen Währungen wie beispielsweise US-Dollar, CAN-Dollar oder Norwegische Krone für sich zu nützen.

Als erstes kommt wohl jedem, der sich mit dem Kapitalmarkt beschäftigt, der US-Dollar (USD) als klassischer sicherer Hafen („Safe Haven“) in den Sinn. USD-Anlagen sind in einer einigermaßen international aufgestellten Asset-Allokation meist im Portfolio in Form von Aktien und/oder Anleihen bereits vorhanden. In Zeiten einer Krise nimmt die Korrelation des Aktienmarktes mit dem USD entweder teils stark ab oder wird, wie in der Finanzkrise 2008/09 zu sehen, stark negativ. Hier konnten also in der Vergangenheit sinnvolle Diversifikationseffekte erzielt werden. Doch da der USD gerade bei internationalen Aktienportfolios oft schon ein starkes Währungsgewicht hat (so liegt z. B. der USD-Anteil im MSCI Welt bei über 50%), ist es z. B. fraglich ob für einen Investor aus dem Euroland der Anteil über ein gewisses Maß angehoben werden sollte. Es bleibt somit die Frage, ob die Diversifikation durch Hinzunahme von anderen Währungen verbessert werden kann, um im Krisenfall die Stabilität des Portfolios zu erhöhen. Um diese Frage zu beantworten, wird der Zeitraum ab 1972, dem Ende des Bretton Woods genannten Währungssystems, welches nach dem zweiten Weltkrieg mit Hilfe des Goldstandards eingerichtet wurde, betrachtet.

Die Dollar-Räume (australischer Dollar (AUD), neuseeländischer Dollar (NZD), kanadischer Dollar (CAD)) bieten allesamt positive Zinsen für Kapitalanleger. Im Krisenfall steigt jedoch bei allen drei Währungen die Korrelation zu Aktien an, wodurch sie keinen Beitrag zur Portfoliodiversifikation liefern können. Die Norwegische Krone (NOK) hat nahezu keine Korrelation zu USD oder Gold. Auch die Korrelation zu Aktien schwankte bisher zwischen leicht positiv und leicht negativ. Damit würde sich die Krone eigentlich gut zur Beimischung eignen. Doch die Rohstoffsensitivität dieser Währung ist sehr hoch. Für ein globales Krisenszenario, das zumeist mit Wachstumsschwäche und rückläufigen Rohstoffpreisen einhergeht, ist die Krone deshalb ebenfalls nicht gut geeignet.

Krisen-Hedge-Eigenschaften der „Rohstoff-Währungen AUD, CAD, NOK“ 1994–2020

Rendite	Australischer Dollar	US-Dollar	Gold	MSCI World Local
Anleihenkrise: 01/1994 – 01/1995	-5,0%	-11,1%	-1,8%	-8,1%
Dotcom-Blase: 04/2000 – 02/2003	-12,7%	-15,7%	27,9%	-44,4%
Finanzkrise: 10/2007 – 02/2009	-21,3%	14,3%	18,3%	-50,8%
Rendite	Kanadischer Dollar	US-Dollar	Gold	MSCI World Local
Anleihenkrise: 01/1994 – 01/1995	-17,1%	-11,1%	-1,8%	-8,1%
Dotcom-Blase: 04/2000 – 02/2003	-16,4%	-15,7%	27,9%	-44,4%
Finanzkrise: 10/2007 – 02/2009	-13,9%	14,3%	18,3%	-50,8%
Rendite	Norwegische Krone	US-Dollar	Gold	MSCI World Local
Anleihenkrise: 01/1994 – 01/1995	0,5%	-11,1%	-1,8%	-8,1%
Dotcom-Blase: 04/2000 – 02/2003	5,5%	-15,7%	27,9%	-44,4%
Finanzkrise: 10/2007 – 02/2009	-12,3%	14,3%	18,3%	-50,8%

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters und eigene Berechnungen, Stand: September 2019

Der Schweizer Franken (CHF) zeigt im Zeitverlauf weder eine hohe Korrelation zum USD noch zu Gold. Die Korrelation zu Aktien ist lange Zeit nahe Null, phasenweise ist sie stark negativ. Insbesondere in Krisenzeiten wird die Korrelation der CHF zu Aktien stärker negativ als in den restlichen Zeiträumen.

Krisen-Hedge-Eigenschaften des Schweizer Frankens 1994–2020

Rendite	Australischer Dollar	US-Dollar	Gold	MSCI World Local
Anleihenkrise: 01/1994 – 01/1995	-0,1%	-11,1%	-1,8%	-8,1%
Dotcom-Blase: 04/2000 – 02/2003	7,4%	-15,7%	27,9%	-44,4%
Finanzkrise: 10/2007 – 02/2009	12,9%	14,3%	18,3%	-50,8%

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters und eigene Berechnungen, Stand: September 2019

Ähnliches lässt sich für den japanischen Yen feststellen, dessen Korrelation zu USD, Gold und Aktien zumeist schwach ist. In der Finanzkrise 2008 ist jedoch eine stark negative Korrelation festzustellen. Allerdings sollte man dabei im Hinterkopf behalten, dass der Yen sich aufgrund des niedrigen Zinsniveaus zu einer Carry-Trade-Finanzierungswährung entwickelt hat. Das führt dazu, dass Kreditengagements in Krisenzeiten oft schnell aufgelöst werden, was zu einem kurzfristigen starken Nachfrageschub in die Kreditwährung – also z. B. Yen – führt. Diese Bewegung kann dann sehr schnell abebben.

Krisen-Hedge-Eigenschaften des japanischen Yens 1994–2020

Rendite	Australischer Dollar	US-Dollar	Gold	MSCI World Local
Anleihenkrise: 01/1994 – 01/1995	-1,8%	-11,1%	-1,8%	-8,1%
Dotcom-Blase: 04/2000 – 02/2003	-23,4%	-15,7%	27,9%	-44,4%
Finanzkrise: 10/2007 – 02/2009	35,1%	14,3%	18,3%	-50,8%

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters und eigene Berechnungen, Stand: September 2019

Betrachtet man also die Vergangenheit, so haben USD, CHF und Yen in Krisenzeiten das Portfolio stabilisieren können. Dabei hat man in zwei der Währungen bereits negative Zinsen, die „Versicherung“ über die Währungsbeimischung kostet den Investor also durchaus Performance.

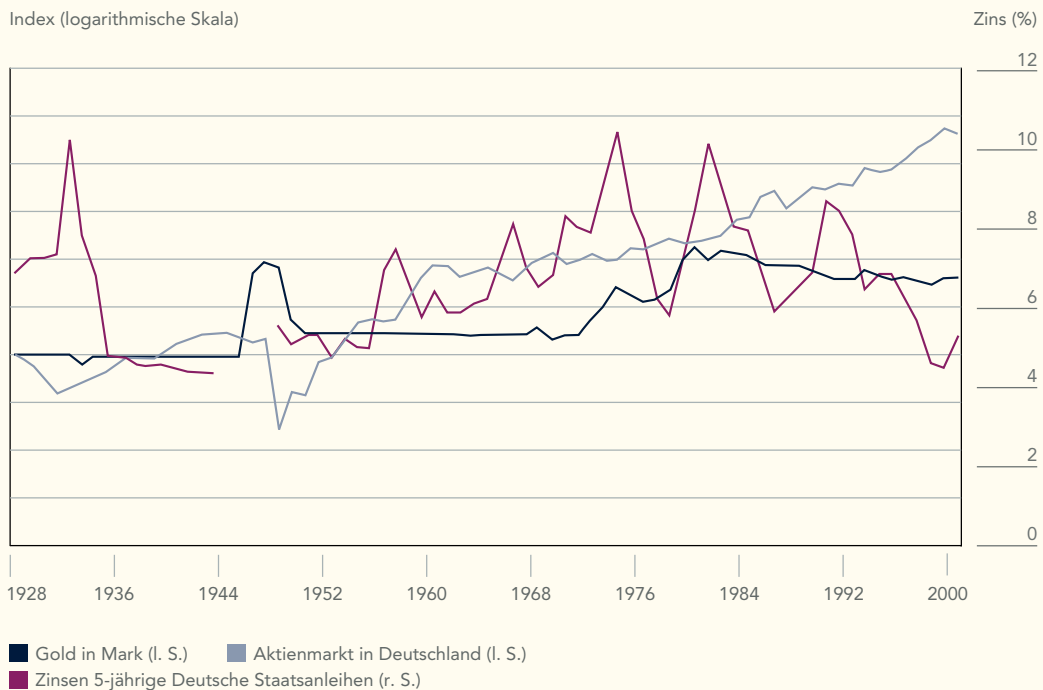
Ein historischer Blick auf Gold

Gold gilt bei vielen als eines der gefragtesten Investments in Krisenzeiten. Wird das Edelmetall diesem Status in Krisenzeiten wirklich gerecht und bringt es dem Anleger im Rahmen von Diversifikation tatsächlich einen Mehrwert? Wir haben uns dem Thema aus einer langfristigen Perspektive genähert und verschiedene Punkte untersucht:

Performance von Gold aus Sicht eines Anlegers aus Deutschland

Während des zweiten Weltkriegs und in dem Zeitraum, in dem die Mark einer engen Fixierung unterlag (1950–1972/73), waren naturgemäß keine großen Bewegungen beim Goldpreis in Mark sichtbar. In der direkten Nachkriegszeit stieg der Goldpreis um rund 844 % in zwei Jahren und fiel in den folgenden drei Jahren wieder um 821 %, um letztendlich in die Fixierung im Rahmen des Goldstandards überzugehen. In den beiden Jahren 1945–1947 wird deutlich, dass in Katastrophenszenarien keine hohe Goldquote nötig ist, um eine enorme Absicherungswirkung zu erreichen. In dem Zeitraum, in dem der US-Dollar einem Goldstandard unterliegt, ist naturgemäß ebenfalls sehr wenig Bewegung beim Goldpreis (35 USD) sichtbar. Zusätzlich beginnt 1950 ein Zeitalter steigender Aktienkurse. Mit dem Ende des Bretton Woods-Systems steigt der Preis des Edelmetalls stark an.

Historischer Verlauf von Gold, Aktien und Zinsen (logarithmisch)
Zeitraum: 31.12.1928 – 31.12.2000



Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters und eigene Berechnungen, Stand: September 2019
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

	Gold in Mark	Aktienmarkt Deutschland	Zinsen 5-jährige Deutsche Gov.
1945–1947	844%	-2%	n/a
1947–1950	-82%	-75%	5,3%
1945–1950	69%	-75%	n/a
1972–1974	117%	-13%	9,2%
1974–1975	-17%	31%	9,4%
1967–1980	727%	81%	7,7%
1980–1984	-16%	81%	8,7%
1987–1992	-29%	72%	7,4%

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters und eigene Berechnungen, September 2019

Gold als Krisen-Hedge in der Simulation

Gold ist für sich alleine nicht risikolos. In der Vergangenheit gab es durchaus auch signifikante Einbrüche beim Goldpreis. Auch in unseren Risikosimulationen gehen wir von einem potenziellen Mittelwert der 1% schlechtesten Renditeverläufe von -52% Verlustrisiko aus.

Gold als Krisen-Hedge in der Simulation

Hedge mit Gold

80% Aktien, 20% Gold	Nach 1 Jahr	Nach 5 Jahren	Nach 10 Jahren
Renditeerwartungswert (p.a.)	4,6%	4,6%	4,7%
Renditeerwartungswert (p.a.) nach Inflation	3,1%	2,8%	2,8%
Volatilität (p.a.)	12,7%	12,5%	12,6%
Chance kumuliert	25,7%	85,1%	172,7%
Mittelwert der 5% schlechtesten Renditeverläufe	-21,3%	-34,0%	-35,9%
Mittelwert der 1% schlechtesten Renditeverläufe	-29,8%	-47,3%	-52,3%
Wahrscheinlichkeit Rendite > Inflation	59,3%	65,8%	70,6%
Wahrscheinlichkeit Rendite > 0%	64,1%	76,7%	84,4%

Hedge mit Euro-Staatsanleihen

80% Aktien, 20% Euro-Staatsanleihen	Nach 1 Jahr	Nach 5 Jahren	Nach 10 Jahren
Renditeerwartungswert (p.a.)	4,0%	4,1%	4,4%
Renditeerwartungswert (p.a.) nach Inflation	2,5%	2,4%	2,5%
Volatilität (p.a.)	14,5%	14,3%	14,4%
Chance kumuliert	27,8%	89,2%	180,7%
Mittelwert der 5% schlechtesten Renditeverläufe	-26,6%	-43,6%	-48,6%
Mittelwert der 1% schlechtesten Renditeverläufe	-37,7%	-58,5%	-64,9%
Wahrscheinlichkeit Rendite > Inflation	57,2%	60,9%	64,4%
Wahrscheinlichkeit Rendite > 0%	61,7%	70,8%	78,1%

Quelle: Deutsche Oppenheim Family Office AG, Stand: 27.03.2020

Bei dieser Simulation haben wir untersucht, ob die Diversifikation eines Aktienportfolios unter Annahme von Risikoszenarien sinnvoller mit europäischen Staatsanleihen oder mit Gold erfolgen soll. Wohlwissend, dass diese Diversifikation sehr einseitig ist, haben wir diese Auswertung bewusst so gewählt. Selbstverständlich ist es sinnvoll bei einer Berechnung der persönlichen strategischen Asset-Allokation weitere Anlageklassen einzubeziehen.

Aus den Ergebnissen wird gut ersichtlich, dass sich Gold in Krisenszenarien bezahlt macht. Der einjährige erwartete Extremverlust bei einer Allokation aus 80% Aktien/20% Gold liegt bei rund -30% und ist damit geringer als der Verlust von rund -37% bei 80% Aktien/20% EUR-Staatsanleihen. Mit fortlaufendem Zeithorizont wird der Absicherungscharakter von Gold immer substantieller.

Fazit

Die ökonomische Intuition für den intrinsischen Wert ist vielfältig: Gold ist seit Jahrtausenden ein Zahlungsmittel in der ganzen Welt, gilt als einzige „echte“ harte Währung (Goldstandard) und wird nach wie vor von vielen als Absicherung gegenüber Inflation und Wirtschaftskrisen jeglicher Natur (vielleicht mit Ausnahme einer langfristigen Deflation) gesehen. Speziell in sehr substantiellen monetären Krisen fungiert Gold nachweislich als „Safe Haven“-Anlage. Darüber hinaus diente Gold oftmals historisch als Absicherung gegenüber einem fallenden Dollar. Diese von uns herausgearbeiteten empirischen Merkmale werden zudem von zahlreichen Studien wie von Baur und Lucey (2010), Baur und McDermott (2010), Beckmann (2015), Jaffe (1989), Reboredo (2012) belegt.

Gibt es „krisenfeste Aktien“?

Aktienanlagen sind etwas für Mutige, für Draufgänger denen es nichts ausmacht, in wilden Marktphasen schlaflose Nächte zu verbringen und die keine Angst vor starken Schwankungen und möglichen starken Verlusten haben... So oder so ähnlich denkt ein Großteil der deutschen Bevölkerung über die Anlageklasse Aktien. Kein Wunder, dass in Deutschland laut Deutscher Bundesbank nur ca. 12% des Geldvermögens in Aktien und Aktien-Investmentfonds gehalten wird. Zu groß scheint die Angst vor Krisen und möglichen Verlusten zu sein. Es erscheint angesichts der aktuellen Kursverluste vermessen, trotzdem die Assetklasse Aktien weiterhin als unverzichtbaren Bestandteil einer langfristigen Vermögensstrategie die Stange zu halten.

Im aktuellen Niedrigzinsumfeld – das im Rahmen der aktuellen wirtschaftlichen Fraktionen durch die Corona-Pandemie wohl noch viele weitere Jahre Bestand haben wird – kann der Rentenmarkt sein Versprechen des realen Kapitalerhalts nicht mehr halten. Renditen sind und bleiben für erstklassige Schuldner negativ oder für andere schwächere Schuldner sehr niedrig. Überproportionale Risiken müssen für den potenziell zu erwirtschaftenden Ertrag eingegangen werden. Die Aktie hingegen fungiert als Beteiligung an einem Unternehmen und nimmt den Status eines Sachwertes ein. Damit gehen Mitbestimmungs-, Kontroll- und Partizipationsrechte einher.

In der Wirtschaftsgeschichte gab es einige größere Krisen, nach denen Nominalwerte z. T. restlos abgewertet wurden und qualitativ hochwertige Assets, wie Unternehmensanteile oder Immobilien, die eine gewisse Substanz konservieren konnten, auf der dann neue Werte wuchsen. In diesen Zeiten haben sich Aktien z. T. viel krisensicherer verhalten als Staatsanleihen.

Was zeichnet „krisenfeste Aktien“ aus und gibt es sie wirklich?

Die Idee der „krisenfesten Aktien“ ist nicht neu. Allgemein versteht man darunter zunächst Aktien, die sich in Abwärtsbewegungen am Aktienmarkt besser halten als die breiten Aktienmarktindizes. Sie zeichnen sich insbesondere dadurch aus, dass der maximale Verlust in einem Markt-Crash deutlich niedriger ist, als der des Gesamtmarktes. Oftmals erfüllen Aktien von Unternehmen mit gut diversifizierten Geschäftsmodellen, stabilen, konservativen Bilanzen/Kapitalisierung und schwankungsarmen operativen Ergebnissen diesen Status. Die Schlagworte substanzstark und robust fallen oft in diesem Zusammenhang. Auch ein Blick auf die Branche in der das jeweilige Unternehmen aktiv ist, ist von Bedeutung. So unterscheidet man nach zyklischen und defensiven Branchen, die mehr oder weniger mit der globalen oder regionalen Wirtschaftsaktivität schwanken.

Bevor wir allerdings näher definieren was „krisenfeste Aktien“ qualifiziert, möchten wir uns mit dem Thema auseinandersetzen, welche potenziellen Krisen ein Aktienportfolio zu meistern hat.

Grundsätzlich kann man drei Krisenursachen unterscheiden:

1. Exogene Schocks
2. Ökonomische Schocks
3. Hochinflationäres Umfeld

Was versteht man unter einem exogenen Schock?

Grundsätzlich versteht man darunter Ereignisse, die sich nur temporär auf die Kapitalmärkte auswirken oder aber auch zu längerfristigen Störungen führen können, da Sie einen wesentlichen negativen Einfluss auf die wirtschaftliche Aktivität haben können.

Generell subsummiert man hier mögliche Ereignisse wie geopolitische Krisen, militärische Konflikte, Naturkatastrophen und Pandemien. Zukünftig könnte sich das in einer Eskalation des Nahostkriegs, BIG-ONE Erdbeben in Kalifornien oder Tokio, Enteignungen durch politischen Systemwechsel oder auch in einem Cyberangriff auf das Internet manifestieren.

Historische Beispiele sind die Weltkriege, der Nahostkonflikt in den 70er Jahren und der 9/11-Anschlag auf das World Trade-Center in New York.

Die aktuelle Corona-Pandemie ist das Musterbeispiel eines exogenen Schocks, der sogar einen globalen Charakter angenommen hat. Dieser exogene Schock kann dann in der Folge auch längerfristig wirkende ökonomische Schocks auslösen.

Was verbirgt sich hinter einem ökonomischen Schock?

Der Konjunkturzyklus lässt sich in unterschiedliche Phasen untergliedern (Early Cycle, Mid Cycle, Late Cycle und End Cycle). Ein robustes Portfolio sollte aktiv durch diese Phasen gesteuert werden.

Größere ökonomische Schocks kennen wir aus der Weltwirtschaftskrise 1929/30 und der globalen Finanzkrise 2008/09.

Insbesondere der Rezession als auch der Depression kommt besondere Bedeutung zu. Hierunter versteht man das langjährige Erliegen der wirtschaftlichen Aktivität. Zukünftige Rezessionsszenarien könnten durch einen weltweiten Schuldenkollaps, Euro-Breakup oder auch massive wirtschaftliche Friktionen aufgrund des Klimawandels entstehen.

Wie manifestiert ein hochinflationäres Umfeld eine Krise?

Hochinflationäre Phasen können aus den unterschiedlichsten Ursachen entstehen. Aus der Vergangenheit ist zu beobachten, dass insbesondere in spätzyklischen Phasen enorme Preissteigerungen durch Rohstoffe und Lohnkosten (Lohn-/Preisspirale) zu beobachten waren, da Angebotsknappheit auf starken Nachfrageüberhang trifft. Die Folge sind enorme Preissteigerungen und jähes Konjunkturrende. Aber auch Überschuldung, verfehlte Geld- und Fiskalpolitik mit nachfolgender Währungskrise können zu einem enormen realen Wertverfall führen. Künftig können solche Szenarien durch hochgradigen Rohstoffpreisanstieg, hohe Verschuldung, Währungszusammenbruch oder rapid abnehmende Globalisierung ausgelöst werden.

„Krisenfeste Aktien“ sollten in den bereits beschriebenen Szenarien weniger stark während der eigentlichen Krise an Wert verlieren als der Gesamtmarkt. Es ist unzweifelhaft, dass auch diese Aktien z. T. heftigen Kursschwankungen ausgesetzt sein werden. Gerade dann, wenn die Unternehmen gewichtige Mitglieder von bekannten Aktienindizes sind, die mit derivativen Finanzinstrumenten unterlegt sind, werden diese Werte einfach systematisch auch durch Risikomanager und globale Portfoliomanager, verkauft.

Entscheidend bleiben aber die Überlebensfähigkeit dieser Unternehmen in der Krise und ihre Fähigkeit, dann gerade in der Wiederholung der Wirtschaft an dieser Phase möglicherweise überdurchschnittlich zu partizipieren. Unternehmen, die sich nach einer Krise langwierig restrukturieren müssen oder deren Finanzierungsengpässe neue Investitionen erschweren, werden im Zweifel Marktanteile und Innovationskraft einbüßen. Daneben sollten die Unternehmen sich auch dadurch auszeichnen, dass sie strukturelle Wachstumstreiber erfolgreich aufnehmen, gegenüber Disruption resistent sind und ausreichende Zugangsbarrieren für Wettbewerber verfügen.

Die eben beschriebenen Schocks und Szenarien sind gänzlich unterschiedlicher Art und haben unterschiedliche Auswirkungen auf Regionen und Branchen. Um ein krisenfestes Aktienportfolio zu erstellen, sollte ein Portfolio konstruiert werden, das sich stabil bzw. positiv in einem Großteil der Szenarien verhält. Um dem Gedanken der Portfoliodiversifikation gerecht zu werden, haben sich einige Branchen herauskristallisiert, die in ihrer Gesamtheit den unterschiedlichsten Szenarien trotzen könnten. Hierunter fallen die Sektoren Pharma, Technologie/Kommunikation, defensiver Konsum und Versorger, die im Wesentlichen die Grundbedürfnisse der Menschheit abdecken.

Unabhängig von der Auswahl des Sektors, sollte ein Unternehmen – das Teil eines krisenfesten Portfolios sein kann – noch weitere Kriterien erfüllen, um die unterschiedlich aufgezeichneten Krisenszenarien zu überstehen. Wesentliche Kriterien die wir hierfür identifiziert haben, sind:

- robuste Bilanz (z. B. geringe Verschuldung)
- starke Wettbewerbsposition
- hohe Cash-Flow-Renditen
- herausragendes Management
- globale Aufstellung mit Absatzgebieten in stabilen Rechtsräumen.

Im Folgenden werden beispielhaft anhand der Pharmaindustrie, Versorger, Kommunikationsbranche und defensiven Konsumgüterherstellern die Gründe erläutert, die diese Sektoren für ein krisenfestes Portfolio geeignet erscheinen lassen. Diese Sektoren haben sich in der Vergangenheit dadurch ausgezeichnet, Krisen relativ zum Gesamtmarkt besser zu überstehen, und deswegen sollten sie sich in einem defensiv orientierten Aktienportfolio wiederfinden.

1. Beispiel Pharmaindustrie

Güter aus dem Gesundheitswesen sind wenig konjunktursensibel. Die anhaltende demographische Entwicklung in vielen entwickelten Ländern als auch mittlerweile in Entwicklungsländern spricht weiterhin für anhaltendes Nachfragewachstum nach Medikamenten und medizinischen Lösungen. Der Sektor zeichnet sich auch durch hohe Cash-Flow-Generierung aus. Insbesondere Unternehmen, die durch Reinvestition aus guten Cash-Flows ihre Forschungspipeline aufrechterhalten, sind zu präferieren.

2. Beispiel Versorger

Unter Versorgern versteht man Versorgungsunternehmen aus den Bereichen wie Strom, Wasser, Gas, usw. Sie stellen die Basis für das moderne Leben wie wir es kennen und sind wesentlicher Bestandteil für die Versorgung einer funktionierenden Volkswirtschaft. Der Sektor zeichnet sich durch seine überdurchschnittlich hohe Dividendenrendite und niedrige Bewertung aus. Die Zukunftsthemen dieses Sektors sind von der Energiewende und Dekarbonisierung getrieben. Diese birgt Chancen und Risiken. Insbesondere der Ersatz von Kohlekraftwerken durch Wind- und Solar-kraftwerke wird im nächsten Jahrzehnt an Dynamik gewinnen. Besonders konjunktur-unabhängig sind die Betreiber von Netzwerken, je nach Höhe des regulierten Geschäfts. Das prägende Thema in den kommenden Jahren wird die „saubere Energie“ sein. Die neue EU-Regulation im Bereich ESG könnte viele Investoren zum Umdenken bewegen und verstärkt Kapital anziehen.

3. Beispiel Kommunikation/IT

Gerade wer sich schon länger mit den Kapitalmärkten beschäftigt, runzelt nun wohl die Stirn. IT-Sektor – defensiv?! Der Sektor und seine Bedeutung haben sich über die letzten Jahrzehnte stark verändert. Grob unterscheiden wir hier Hardware-, Software-sowie Medien-/Unterhaltungsunternehmen. Kaum eine Industrie kommt heutzutage ohne nennenswerte Investitionen in IT aus. Auch die Megatrends Cloud, Data Security, Big Data, Artificial Intelligence werden vorerst kein schnelles Ende finden. Zumal Kommunikation und Information zu den Grundbedürfnissen der Menschheit zählen. Je nach Epoche nutzte man unterschiedliche Wege, um an Informationen zu kommen bzw. mit der Umwelt zu kommunizieren. Das gleiche gilt für das Segment Unterhaltung. Schon im alten Rom wusste man „Brot und Spiele“ einzusetzen. Aber auch hier hat sich das Medium und die Art und Weise, wie wir konsumieren, verändert.

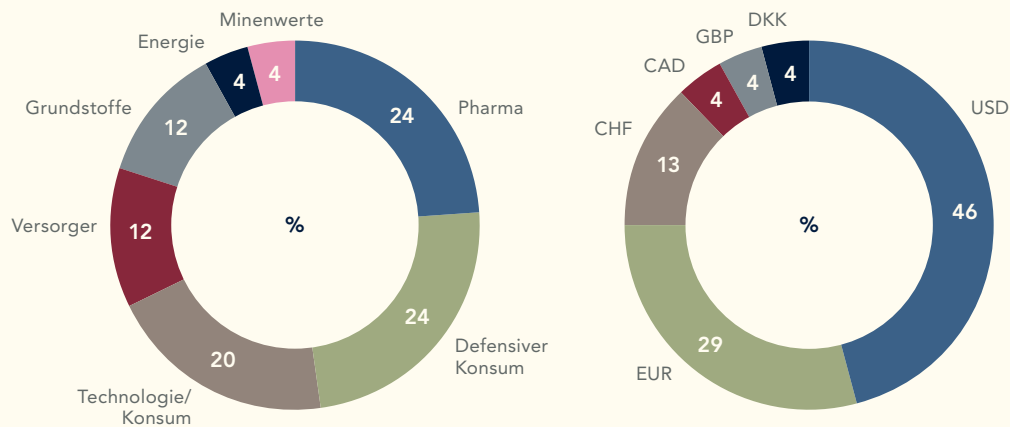
Big Tech-Unternehmen haben es geschafft, ihre Geschäftsmodelle in den letzten Jahr-zehnten breiter aufzustellen und die Erträge über neue Vertriebs- und Vergütungs-modelle zu verstetigen. So haben es insbesondere die Marktführer geschafft, hohe Cash-Flows zu generieren und mit sehr starken Bilanzen und hohen Kassenbeständen zu glänzen.

4. Beispiel Defensiver Konsum

Dieser Sektor hat sich ebenso wie der Pharma- und Gesundheitsbereich als defensiver Sektor bewährt. Insbesondere Nahrungsmittelhersteller gelten als besonders stabil. Auch in Krisenzeiten wird die Nachfrage nach Basiskonsumgütern relativ stabil bleiben. Die Nachfrage nach Nahrungsmitteln und Getränken ist über verschiedene Zyklen hin-weg relativ schwankungsarm. Gerade globale Streuung und Diversifikation von Pro-duktkategorien hilft Umsätze und Erträge zu verstetigen.

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass sich Marktführer schnell an ein sich veränderndes Marktumfeld anpassen konnten – sei es über die Lancierung neuer Produkte und Ange-bote als Folge von geändertem Konsumentenverhalten (Anpassung Packungsgröße, Einführung von neuen Preissegmenten, „affordable versions“ etc.), flexible Preisge-staltung und Preismacht. Der Sektor zeichnet sich durch hohe Cash-Flow-Renditen und Dividendenzahlungen aus, auch die Bilanzqualität ist i.d.R. nicht zu überdurchschnitt-lich.

Branchen- und Währungsstruktur eines „krisenfesten Aktienportfolios“



Quelle: Deutsche Oppenheim Family Office AG, Stand: 29.03.2020

Eine sinnvolle Ergänzung mit Qualitätstiteln aus dem Bereich Grundstoffe, Minen und Energie kann vor allem eine Abfederung von Inflationsrisiken und geopolitischen Risiken darstellen. Diese Werte sind aber eher zyklischer Natur und reagieren vor allem bei Konjunkturrisiken nicht sehr robust.

Unsere praktischen Erfahrungen mit ähnlichen Portfolioansätzen und aktuellen Simulationen zeigen auf, dass man mit einem strukturierteren Auswahlprozess für Aktien mit den oben beschriebenen Überlegungen und Kriterien zu einem vergleichsweise konzentrierten Aktienportfolio (ca. 20-25 Titel) kommen kann, welches einerseits Überrenditen im Vergleich zum MSCI World bietet und andererseits ein hohes systemisches Sicherheitsniveau – im Sinne von „Überleben“ einer heftigen Krise – bieten sollte. Unsere Backtesting-Simulationen haben ergeben, dass dieser Portfolioansatz in den letzten 30 Jahren zu einem Draw-Down-Risiko geführt hat, das nur 75% so stark ausgeprägt war wie eine Investition in dem MSCI World.

Immobilien und die Corona-Pandemie

Die Pandemie hat Deutschland im Griff und die wirtschaftlichen Auswirkungen werden erst in den kommenden Monaten in breitem Umfang sichtbar. Dennoch haben wir einmal zusammengetragen, auf welche Situationen wir aktuell auf dem Immobilienmarkt treffen und welche Einflüsse und Auswirkungen perspektivisch wirken können.

Die Bayerische Versorgungskammer (BVK) hat als einer der ersten und größten Immobilieninvestoren in Deutschland erklärt, es könne aufgrund der Corona-Krise in nächster Zeit zu „**Verzögerungen bei Investitionsentscheidungen**“ im Immobilienbereich kommen. Das gilt beispielhaft für viele Kapitalsammelstellen, die im Nachgang ähnliche Rückmeldungen gegeben haben.

Die Tragweite der erwarteten branchenspezifischen Auswirkungen der Corona-Krise dürfte sich in nächster Zeit als erstes im verringerten Transaktionsgeschehen niederschlagen. Unklare Mietverhältnisse und sich verändernde Mieterbonitäten bedürfen der **Stabilisierung von Mieterstrukturen**, um den Wert der Immobilie nachhaltig zu sichern und damit auch Kaufpreisbedürfnisse zu festigen.

Bereits jetzt bemerkt die Deutsche Bank Assetmanagement-Tochter DWS einen leichten **Aufwärtstrend bei den Renditen** / sinkende Faktoren. Für sie steht außer Frage, dass sich aufgrund der jetzigen Volatilität die Kapitalströme institutioneller Investoren und von REITS in Immobilien verringern könnten. Immerhin habe „die allgemeine Disziplin am Kreditmarkt im Verlauf dieses Zyklus das Risiko umfassender Notverkäufe minimiert“, schreibt die DWS. **Kapitalsammelstellen agieren mit hohem Eigenkapital.**

Führt das aktuelle Marktumfeld an den Börsen bei Kapitalsammelstellen (Pensionskassen, Stiftungen etc.) zu einer **Verschiebung in der Assetklassenstruktur**? Erhöht sich aufgrund von geringeren Kurswerten die Immobilienquote und führt damit zu einer verringerten Nachfrage nach Immobilien? Oder führt sie zu Immobilienverkäufen, da die in den Statuten festgelegte Immobilienquote am Gesamtvermögen überschritten wird?

Die **Immobilie ist ein träges Asset** (beschränkte Fungibilität, Handelsfähigkeit). Andere Assetklassen wie beispielsweise Anleihen und Gold wurden bereits zur Liquiditätsbeschaffung im aktuellen Marktumfeld in Anspruch genommen. Bei einer zeitnahen Erholung mag die Auswirkung auf die Assetklasse Immobilien geringer ausfallen oder sich der „Sichere Hafen“-Effekt sogar verstärken.

Wegen der Corona-Krise werden die Auslegung von Planungsentwürfen oder Veranstaltungen zur Bürgerbeteiligung ausgesetzt und auf einen unbestimmten Zeitpunkt verschoben. Damit sind die entsprechenden Projekte ‚on hold‘ und verschieben sich ebenso auf unbestimmte Zeit. Bauantrags- und Genehmigungsverfahren verzögern sich. Das verschärft die Flächenverknappung der letzten Jahre.

Für die Wohn- und Gewerbemieter hat die Bundesregierung ein Gesetz verabschiedet, in dem ein Mietausfall zwischen April und Juni nicht zur Kündigung führen darf und den Mietern bis 2022 eine Frist zur Rückzahlung gegeben wird. Kreditbedingungen wurden analog erleichtert.

Führt eine verringerte Bonität der Kreditnehmer und ein hoher Leverage/Fremdkapitalanteil sowie ggf. Bewertungskorrekturen a.G. von Cash-Flow-Veränderungen (verringerte Mietzahlung/Mietausfall) und Mieterbonitäten zu einer Kreditklemme oder Nachschusspflichten? Und/oder erhöhen sich die Risikomargen bei Kreditkonditionen? Grundsätzlich wird die Niedrigzinsphase länger anhalten.

Das aktuelle Entgegenkommen der Vermieter in Bezug auf Mieterbedürfnisse (Stundung, Streckung, Indexverzicht, mietfreie Zeit) ist ein Investment in die Zukunft, im Wettbewerb um eine gute Mieterqualität und einen verringerten Nachfragemarkt mit höheren Leerständen und geringerer Fluktuation sowie künftig geringerer Umzugsbereitschaft der Mieter zur Kapitalschonung. Die Stabilisierung bestehender Mieterstrukturen stabilisiert auch das Portfolio.

Die Assetklassen Hotel und stationärer Einzelhandel (ohne Nahversorger) leiden aktuell am stärksten. Namhafte internationale Hotelbetreiber haben lediglich noch eine Auslastungsquote von rd. 10%.

Mögliche Perspektiven je Immobilien Assetklasse

Asset-klasse	Aktuelle Situation	Kurz-fristig	Mittel-fristig
Wohnen	<ul style="list-style-type: none"> – Vergleichsweise geringe Auswirkungen – Sicherheitsorientiertes Investment a. G. hoher Mieterstreue, damit soliden Cash Flows. – Die eigenen vier Wände werden wieder wichtiger, die Fluktuation geringer. – Die Arbeitsmarktsituation führt zu geringerer Nachfrage bei Teileigentum und zur Verringerung der Mietsteigerungen, jedoch auch a. G. des Projektstaus zu einem verminderten Angebot und weniger Fluktuation. 	→	↗
Wohnen, Sonderformen	<ul style="list-style-type: none"> – Studentisches Wohnen wird a. G. von Reisebeschränkungen zu einer verringerten Nachfrage von ausländischen Studenten führen, neue Lernformen gewinnen an Bedeutung. – Die Nachfrage nach Serviced Apartments werden, analog der Hotellerie, kurzfristig spürbar rückläufig sein, jedoch als autarke Übernachtungsform mehr Bedeutung gewinnen. Die Mietenstabilität bleibt abzuwarten, auch hier abhängig von der Hotellerie und einem möglichen Preiskampf bei den Zimmerraten oder ggf. auch weniger Anbietern. 	↘	?
Handel	<ul style="list-style-type: none"> – Nahversorger, mit hohem Lebensmittelanteil werden als Assetklasse an Bedeutung gewinnen (aktuelle Umsatzsteigerungen der Versorger liegen bei 20%) – Gastronomie und Beautyhandwerk werden keinen Nachholeffekt verzeichnen können und müssen über Preissteigerungen agieren – die aktuelle Arbeitsmarktsituation wird zu verhaltenen Investitionsentscheidungen führen 	↗ ↘	↗
Büro	<ul style="list-style-type: none"> – De-Globalisierung führt zu mehr Nachfrage, stärkt ggf. die geschwächte Co-Working-Nachfrage, da kreative Hubs die Produktivität steigern und Kompetenzen wieder unternehmensnah angesiedelt und gebündelt werden. – Die Standortauswahl wird zukünftig noch mehr in den Fokus rücken. – Der Trend zum Home-Office wird sich beschleunigen, flexiblere Büroformen und -flächen rücken noch mehr in den Fokus. – Die bisherige geringe Leerstandsquote mit einem zukünftig höheren Flächenangebot, führt zu einer Entspannung des Mietmarktes, damit zu einer Verringerung der Spitzenmieten. – Aktuelle Mietvertragsverlängerungen werden verschoben. 	↗ →	→
Logistik	<ul style="list-style-type: none"> – Die Nachfrage nach Mietflächen für Heimlieferdienste steigt im Zuge der Corona-Krise. Stark gesucht werden zurzeit auch Lagerflächen für wichtige Industrie- und Konsumgüter, um Produktion und Versorgung mittelfristig zu sichern. – Die Realogis-RLI Unternehmensgruppe geht davon aus, dass die Mieten für Lager- und Logistikflächen steigen und sich die Preise für Lager- und Logistikflächen zumindest halten werden. 	↗	→

In Bezug auf die vorgenannten Aspekte sehen wir einen erhöhten Handlungsbedarf:

- Gesetzliche neue Rahmenbedingungen in der aktuellen Krise und der hohe Bedarf an Kommunikation mit den Gewerbemieterern verlangen schnelles, nachhaltiges und umsichtiges Handeln mit Rechtssicherheit und langfristiger Steuerung.
 - Mietmoratorium
 - Änderung Insolvenzrecht
- Es wird zu weiteren Gesetzeskorrekturen und Nachjustierungen der Regierung kommen, auf die man tagesaktuell ein Augenmerk richten muss.
- Gleichzeitig bedarf es der aktiven Marktbeobachtung, um bei kritischen Mietverhältnissen Handlungsoptionen zu haben.

Unsere Mandanten und Kunden müssen sich im aktuellen Marktumfeld stark ihrem Kerngeschäft widmen und können den Fokus nicht auf nachfolgende Punkte richten.

Gesetzentwurf vom 23.03.2020

Mietmoratorium <ul style="list-style-type: none">– Mieten bleiben fällig!– Mietern, die ihre Miete von April bis Juni 2020 nicht zahlen, darf nicht gekündigt werden.– Mietschulden sind bis Juni 2022 zurück-zuzahlen.	Insolvenzrecht <ul style="list-style-type: none">– Bis 30.09.2020 keine Insolvenzantragspflicht.– Kein Antragsrecht für Gläubiger.– Keine Anfechtung von Zahlungen.
Keine Stundungsvereinbarung <ul style="list-style-type: none">– Mietrückstände laufen bis September auf – Mieter ist ab Oktober insolvenzreif.<ul style="list-style-type: none">• Anfechtungsrisiko für geleistete Zahlungen.– Späterer Forderungsverzicht oder Mieterlass.<ul style="list-style-type: none">• Nachträgliche Forderungsverzichte können zu steuerpflichtigen Sanierungsgewinnen führen.	Stundungsvereinbarung <ul style="list-style-type: none">– Keine Mietrückstände, keine Insolvenzzreife ab Oktober.<ul style="list-style-type: none">• Vermieter ist gutgläubig, kein Anfechtungsrisiko.– Pflicht zur Beantragung staatlicher Hilfe kann festgelegt werden.

Quelle: Deutsche Oppenheim Family Office AG, Stand: März 2020

Mit unserem Asset Management begleiten wir verstärkt die Immobilienportfolien unserer Mandanten:

Bei Stundungs- und Verzichtserklärungen sind steuerliche und insolvenzrechtliche Punkte zwingend zu beachten. Die Einbindung von geeigneten Kanzleien ist zwingend zu empfehlen.

Wir gehen davon aus, dass wir perspektivisch verstärkt Transaktionsberatungen bei notwendigen Verkäufen zur Schaffung von Liquidität begleiten werden und somit folgende Kompetenzen gefragt sein werden:

- Marktkompetenz und Analysemöglichkeiten, um stabile Kaufpreise argumentieren und generieren können.
- Parallel Stabilisierung der Mieterstruktur durch nachhaltiges Asset Management.
- Langjähriger Track Record in Bezug auf Immobilientransaktionen mit breitem Zugang zu vermögenden und bonitätsstarken Kunden.
- Diskrete Vorgehensweise: der Anspruch „off market“-Transaktionen durchzuführen, die für den breiten Markt nicht visibel sind.
- Abwicklung der Transaktion, der Finanzierung und der Steuerung der Due Diligence und deren Beteiligten aus einer Hand über ein umfangreiches Netzwerk.
- Enge Abstimmung mit dem Verkäufer in der Auswahl der Zielinvestoren.

Es geht darum diskret und kompetent Handlungsspielräume zu schaffen.

Dennoch, der zukünftige Immobilienmarkt bietet weiterhin eine gute Investitionsmöglichkeit und wird ebenso eine stabile Säule bei der Kapitalanlage sein.

Es wird wesentlich sein, den Markt und seine Entwicklung zu beobachten und daraus Entscheidungen zu einer richtigen Investitionsstrategie abzuleiten.

Wir bieten gerne Orientierung und Investitionsmöglichkeiten in einer weiterhin wichtigen Anlageklasse.

Aktien	Europa:	neutral
	USA:	übergewichten
	Asien:	untergewichten
Anleihen	EUR-Anleihen:	untergewichten
	EUR-Duration:	kürzer
Rohstoffe		untergewichten
US-Dollar		neutral

Bundesanleihen	Schuldverschreibungen bzw. verzinsliche Wertpapiere, die von der Bundesrepublik Deutschland als Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahre herausgegeben werden.
Carry-Trade	Investmentposition, die darauf abzielt, von Zinsunterschieden zu profitieren.
Credit Default Swap (CDS)	Ein Credit Default Swap – auch Kreditausfall-Swap – ist ein Kreditderivat, das es erlaubt, Ausfallrisiken von Krediten, Anleihen oder Schuldner zu handeln. Ein Credit Default Swap ist ein Vertrag zwischen zwei Parteien (Sicherungsgeber und Sicherungsnehmer), der Bezug auf einen Referenzschuldner (Basiswerte wie z. B. große, kapitalmarktnotierte Unternehmen) nimmt. Der Sicherungsnehmer bezahlt eine Prämie, dafür erhält er vom Sicherungsgeber eine Ausgleichszahlung, sofern der im CDS-Vertrag bezeichnete Referenzschuldner ausfällt.
DAX	Der DAX ist ein marktkapitalisierungsgewichteter Index, der sich aus den 30 wichtigsten notierten Unternehmen Deutschlands zusammensetzt; im Gegensatz zu den meisten anderen Indizes ist der DAX ein Performanceindex, der Dividendenzahlungen beinhaltet.
Emerging Markets	Aufstrebende Märkte der Schwellenländer
High-Yield-Anleihen	Hochzinsanleihen oder auch High-Yield-Anleihen sind Anleihen mit einem Rating unterhalb von Investment Grade (Non-Investment Grade). Sie werden überwiegend von Unternehmen ausgegeben. Investment Grade steht für eine gute bis sehr gute Bonität von Emittenten. Ratingangaben können einen Anhaltspunkt für die Bonität eines Unternehmens darstellen. Sie sind stichtagsbezogen und können sich daher ändern. Ratingangaben alleine lassen keine abschließende Aussage über die Bonität eines Unternehmens zu.
Investment Grade	Anleihen mit Investment Grade-Rating gelten nach Einschätzung von Rating-Agenturen als Anlagen mit mindestens mittlerer Qualität (i.d.R. BBB) bzw. entsprechen im Durchschnitt einer guten Anlage, für die bei Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage aber mit Verlusten zu rechnen ist.
MSCI Welt	Der MSCI Welt ist ein globaler Aktienindex von Morgan Stanley Capital International, der die Entwicklung der Aktien von 23 Industrieländern weltweit widerspiegelt.
Private Debt	Als Private Debt wird die Bereitstellung von Fremdkapital außerhalb des Kapitalmarktes an Unternehmen bezeichnet. Bei dieser Art Fremdkapital handelt es sich typischerweise um illiquide, privat platzierte, nicht geratete Schuldtitel, die meist nicht als Wertpapiere verbrieft sind.

S&P500

Der S&P500 ist ein marktkapitalisierungsgewichteter Index, der die 500 führenden notierten Unternehmen der USA abbildet.

US-Treasury-Bonds

US-amerikanische Staatsanleihen

Volatilität

Standardabweichung einer Kursveränderung vom Mittelwert der Kursveränderungen in einem Zeitintervall; gibt die Schwankungsintensität eines Wertpapiers an und wird daher als Kenngröße für das Risiko verwendet.

Rechtliche Hinweise

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 Finanzindex oder einer Wertpapierdienstleistung

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

Urheberrechtsschutz

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

DEUTSCHE OPPENHEIM
Family Office

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