



CASPARA CAPITAL

DR. MONTASSÉR'S EXKLUSIVES RESEARCH
FÜR DEN INTERESSIERTEN ANLEGER



Lagebericht 2015-2016 am 27. Februar 2016

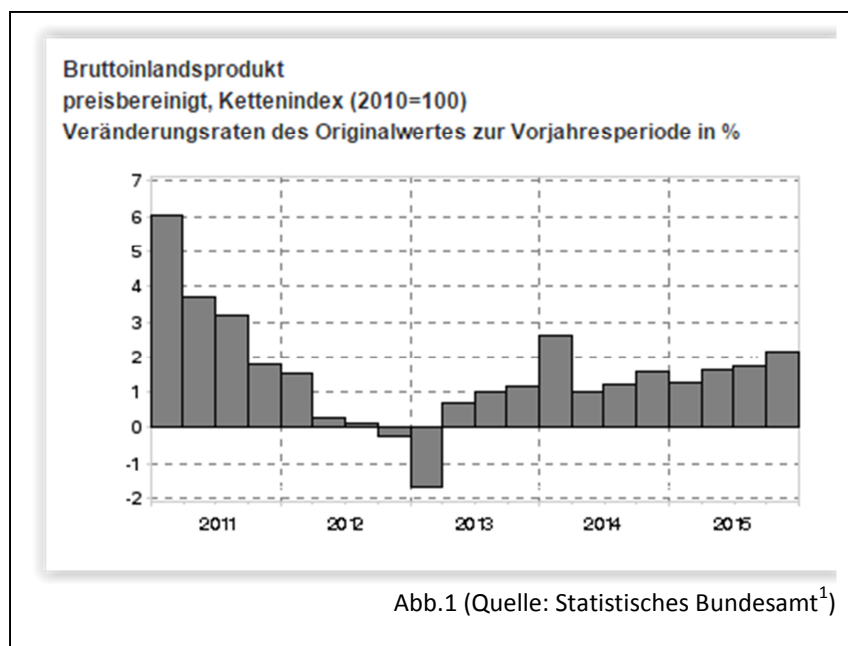
I. Gesamtwirtschaftliche Lage

Die gesamtwirtschaftliche Lage Deutschlands hat sich im Verlauf des Jahres 2015 als ausgesprochen robust dargestellt. So konnte die deutsche Wirtschaft weiterhin vor allem von ihrer starken Positionierung auf den Weltmärkten (realer Anstieg der Exporte um 5,39% gegenüber dem Vorjahr) profitieren. Das nominale Volumen des Außenbeitrags konnte gar um 20,2% gesteigert werden.

Die gut gefüllten Auftragsbücher der Unternehmen beflügelten das dritte Jahr in Folge den Arbeitsmarkt und ließen die Arbeitslosenquote auf nunmehr 6,4%, und damit auf den tiefsten Stand seit über zwanzig Jahren sinken. Davon profitierte auch die, mit einem Anteil von 53,9% am BIP, konjunkturentscheidende private inländische Nachfrage.

Dies hatte zur Folge, dass die realen privaten Konsumausgaben im Vergleich zum Vorjahr um 1,94% gesteigert werden konnten.

Besonders zu erwähnen ist der starke Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen. Hier sind vor allem die Investitionen in Ausrüstungen zu unterstreichen. Diese stiegen sehr deutlich um 4,82% (preisbereinigt) im Vergleich zum Vorjahr, wo sie bereits ebenfalls real um 4,54% angestiegen waren.



Diese hohe Investitionsbereitschaft ist als deutliches Zeichen für eine positive Erwartung der deutschen Unternehmen zu sehen und deutet somit aller Erfahrung nach auf einen stabilen Wachstumstrend für die kommenden zwei bis drei Jahre.

Das BIP konnte vor diesem Hintergrund, nach einem deutlichen Anstieg von 1,6% in 2014 (zum Vorjahr) auch in 2015 auf Jahresbasis nochmals um 1,4% gesteigert werden.

II. Ausblick

Der oben beschriebene positive gesamtwirtschaftliche Trend erhielt allerdings Ende des Jahres 2015 einen leichten Dämpfer. So sanken in den letzten zwei Monaten des vergangenen Jahres viele Früh- und Lageindikatoren wichtiger globaler Volkswirtschaften abrupt ab. Dieser Trend beschleunigte sich in den ersten Wochen des Jahres 2016 nochmals.

Die Gründe hierfür sind vor allem auf drei Faktoren zurückzuführen:

Der erste wichtige Faktor ist die politische Lage der EU. Durch die schweren Krisen im Nahen Osten und des daraus resultierenden anhaltenden Flüchtlingsstroms in die EU sowie den hierdurch entstandenen substantiellen Meinungsverschiedenheiten bezüglich der Verteilung der ankommenden Flüchtlinge innerhalb der EU-Länder, ist die Wirtschaft allgemein verunsichert, wie die Lastenverteilung dieser enormen Extra-Kosten für die – teils noch deutlich unausgeglichene – Staatshaushalte zu bewältigen sind.

Die Sorge ist vor allem, dass der private Konsum durch eine mögliche zukünftige Inanspruchnahme privater Haushalte (z.B. über direkte oder indirekte Steuern) belastet wird.

Zudem trifft der Flüchtlingsstrom gerade das schwache EU-Land Griechenland, als Eingangstor zur EU, am heftigsten. Und die Stabilität Griechenlands ist aufgrund der strukturellen und sozialen Interdependenzen innerhalb der EU von großer Bedeutung.

Ein weiterer wichtiger Faktor, ist die gesamtwirtschaftliche Konsolidierung Chinas, weg von einer stark exportabhängigen Volkswirtschaft hin zu einer stabileren und damit schwerpunktmäßig von der inländischen Nachfrage getragenen Konjunktur. Dieser Konsolidierungstrend wurde von den chinesischen Staatslenkern bereits Ende 2014 angestoßen und entfaltet immer mehr seine Auswirkungen im allgemeinen Wachstumstrend der Volksrepublik.

Aber nicht nur in China sind die Auswirkungen dieser Politik zu spüren. Denn insgesamt gehen durch die Politik der wirtschaftlichen Internalisierung die Importe Chinas deutlich zurück. Und dies nicht nur in Investitionsgütern aus Übersee, sondern eben auch in Rohstoffen, was sich an den internationalen Rohstoffmärkten in sehr krasser Form, durch heftige Preis-

rückgänge bemerkbar macht. So hat sich z.B. der Rohölpreis seit Mitte 2014 von über 100 US-\$ auf mittlerweile rund 30 US-\$ mehr als gedrittelt.

Dieser extreme Preisrückgang quer durch alle wichtigen Industrierohstoffe, wirkt sich so enorm dämpfend auf die Inflationsentwicklung westlicher Industrienationen aus, dass die Notenbanken trotz ihrer ultralockeren Geldpolitik und immer neuen Maßnahmen der Geldvermehrung immer einen Schritt zu spät scheinen um die Inflation in Richtung, des als neutral angesehenen Wertes, von 2% zu bewegen. Im Dezember 2015 lag so – trotz massiver geldpolitischer Maßnahmen (Quantitative Easing-Programm und negativer Einlagenzinssatz der EZB) die jährliche Inflationsrate Deutschlands bei niedrigen 0,5%.

Immerhin lag die Kernrate der Verbraucherpreise (ohne Energiepreise), abhängig von der Bemessungsgrundlage, bei etwa 1%, so dass Deflationsrisiken auch weiterhin als untergeordnet anzusehen sind.

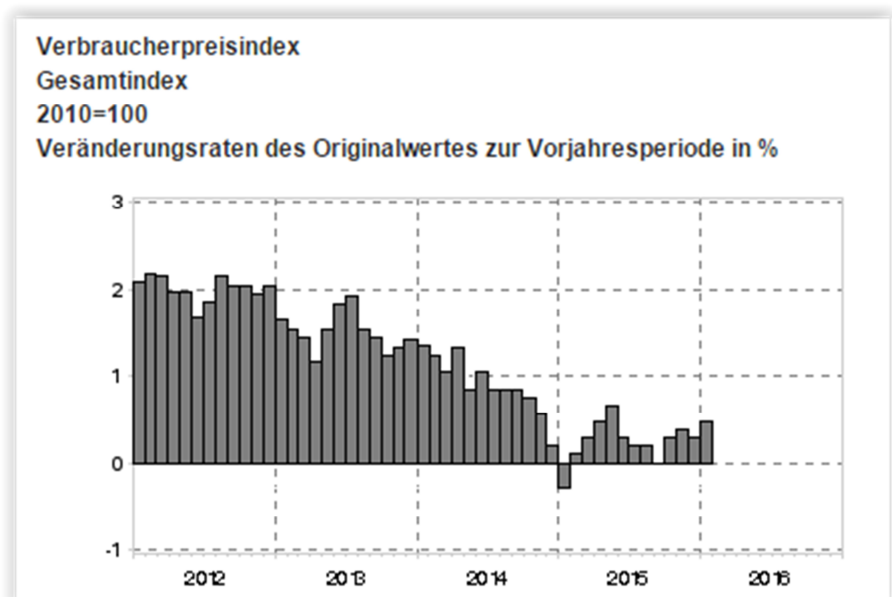


Abb. 2 (Quelle: Statistisches Bundesamt¹)

Der dritte wichtige Faktor leitet sich aus der vorhin geschilderten Gesamtsituation ab. So hat die Zinsanhebung der US-Notenbank (Fed) vor diesem Umfeld die Märkte in ihrer Nachwirkung auf dem falschen Fuß erwischt. Zwar hatte die Fed, wie schon Monate zuvor angekündigt, im vergangenen Dezember den Korridor ihres Leitzinses auf 0,25% bis 0,50% (von zuvor 0% bis 0,25%) erhöht.

Doch hatte die US-Notenbank dabei eben auch durchblicken lassen, dass es 2016 vier weitere Anhebungen geben könnte. Und genau diese überraschende Aussage verunsichert die Finanzmärkte insoweit, dass angenommen wird, dass eine solche Zinserhöhungsrunde am Ende die weltwirtschaftliche Entwicklung so stark dämpfen könnte, dass eine globale Rezession nicht unwahrscheinlich wäre.

¹https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/Indikatoren/Konjunkturindikatoren/Preise/kpre510.html?cms_gtp=145874_list%253D2&https=1

Wir gehen aber davon aus, dass die US-Notenbank sehr bedacht vorgehen und bei anhaltenden Anzeichen von Instabilitäten an den Finanzmärkten ihre Zinserhöhungen zumindest aussetzen und damit für relative Ruhe sorgen wird. Aus dieser Perspektive werten wir die aktuelle hohe Unsicherheit an den Finanzmärkten als vorübergehendes Phänomen.

Allerdings sehen wir, was die Bankenlandschaft angeht, namentlich für den Euroraum, spezielle Risiken durch das monetäre und aufsichtsrechtliche Umfeld. So führen aus unserer Sicht die negativen Einlagezinsen zu einem erheblichen Stress der Banken bezogen auf ihr relativ stabiles Zinsgeschäft. Denn durch die negativen Einlagezinsen sind die für das Kerngeschäft wichtigen Zinsmargen mittlerweile stark zusammengeschrumpft.

Laut einer Studie der Finanzberatung Barkow Consulting, im Auftrag des Wirtschaftsmagazins „Capital“ (Ausgabe 9/2014), ist die Zinsmarge von 2,45% (2003) auf 1,44% (2014) geschrumpft. Die Rückschau dieser Studie ging bis 2014, hier lag der Einlagenzins der EZB immerhin noch bei 0% und nicht wie aktuell bei minus 0,3%. Es ist daher davon auszugehen, dass sich die Zinsmarge 2015 nochmals spürbar reduziert hat, so dass die Banken in ihrem Kerngeschäft empfindliche Ertragsrückgänge verzeichnen werden.

Es ist sehr fraglich, ob die Banken vor diesem Hintergrund und in Anbetracht der hohen regulatorischen Auflagen bezüglich Kernkapitalquoten und Kapitalhinterlegung im Aktiv- und Passivgeschäft noch genügend Handlungsspielraum für eine nennenswerte Ausweitung im Finanzierungsgeschäft sehen. Und dies vor dem Hintergrund des massiven Anleihe-Aufkaufprogramms der EZB, welches eben gerade das Finanzierungsgeschäft beflügeln soll.

Dies bestätigen auch die Januar-Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey der Bundesbank) in Deutschland:

„Bei per Saldo unveränderten Kreditvergabestandards in allen erfragten Kreditkategorien verengten die Kreditinstitute im Berichtszeitraum unter Strich die Margen für durchschnittlich riskante und für risikoreichere Engagements. [...] Im Hinblick auf die neuen regulatorischen und aufsichtlichen Aktivitäten reduzierten die Banken in der zweiten Jahreshälfte 2015 ihre risikogewichteten Aktiva per Saldo weiter und stärkten ihre Eigenkapitalposition erneut deutlich. Wie bereits bei den vorangegangenen GLRG²s zeigten die befragten Institute auch am gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft vom Dezember 2015 nur mäßiges Interesse...“³

² gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRGs)

³https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2016/2016_01_19_kreditgeschaef.html

Dieses ungünstige Umfeld für die Banken, stellt – aus unserer Sicht – das größte Risiko für die Finanzmärkte, aber auch für die volkswirtschaftliche Gesamtsituation dar. Denn bei weiter anhaltendem negativen Einlagenzins, oder gar einer weiteren Reduzierung dieses Zinses, wird sich die Gesamtsituation der Banken weiter anspannen und aus unserer Sicht die Kreditvergabe der Banken aus dem Spannungsfeld der Risiko- (regulatorische Auflagen der risikogewichteten Aktiva) und Ertragsperspektive (sinkende Zinsmarge) eher hemmen. Dies zeigt sich ja bereits jetzt an dem mäßigen Interesse an den, eigentlich attraktiv ausgestalteten, GLRGs.

III. Ausblick für die Vermögensverwaltungsbranche

Die Vermögensverwaltungsbranche ist zwar von der aktuellen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nicht so stark betroffen. Gleichwohl belasten negative Einlage bzw. Kapitalmarktzinsen das Geschäft der Gesellschaft ebenfalls.

Dies liegt darin begründet, dass aufgrund der mittlerweile in regelmäßigen Abständen vorherrschenden extremen Volatilitäten an den Finanzmärkten und den geopolitischen Unsicherheiten, die klassischen Vermögensverwaltungskunden einen verstärkten Mix aus mehr sicherer Rendite und weniger dynamischer Gewinnmöglichkeiten suchen.

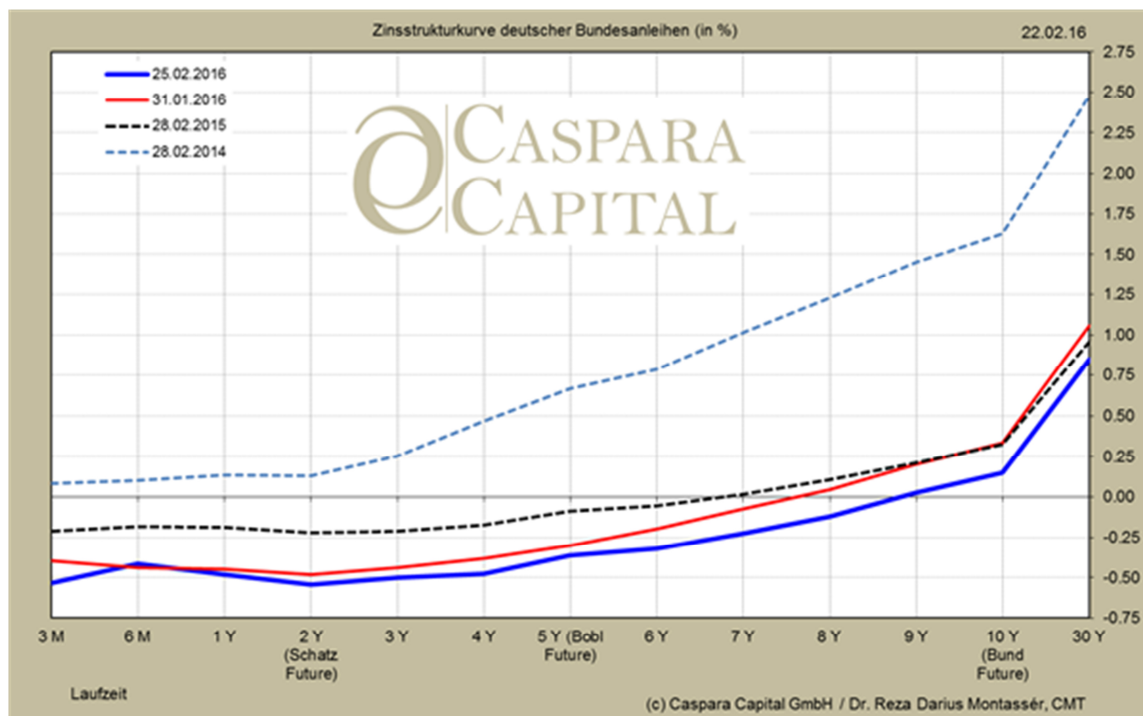


Abb. 3 (Quelle: Eigene Erhebungen)

Mit der Einführung des negativen Einlagenzins und der daraus resultierenden negativen Renditen an den Anleihemärkten ist es nun nicht mehr möglich risikofreie Renditen zu erwirtschaften, geschweige denn ein ausgewogenes Portfolio für den konservativeren Anleger zu konstruieren. Wie an der Abb. 3 zu sehen ist, rentieren deutsche Bundesanleihen mittler-

weile bis in den neunjährigen Bereich negativ und sind somit als extrem unattraktiv für die Bedürfnisse der Kunden einzustufen.

Dieser Umstand hat nicht nur einen erheblichen strategischen Einfluss auf das Geschäft der Vermögensverwalter, sondern auch auf die Allokationsentscheidung der Mandanten über ihre Anlagemittel.

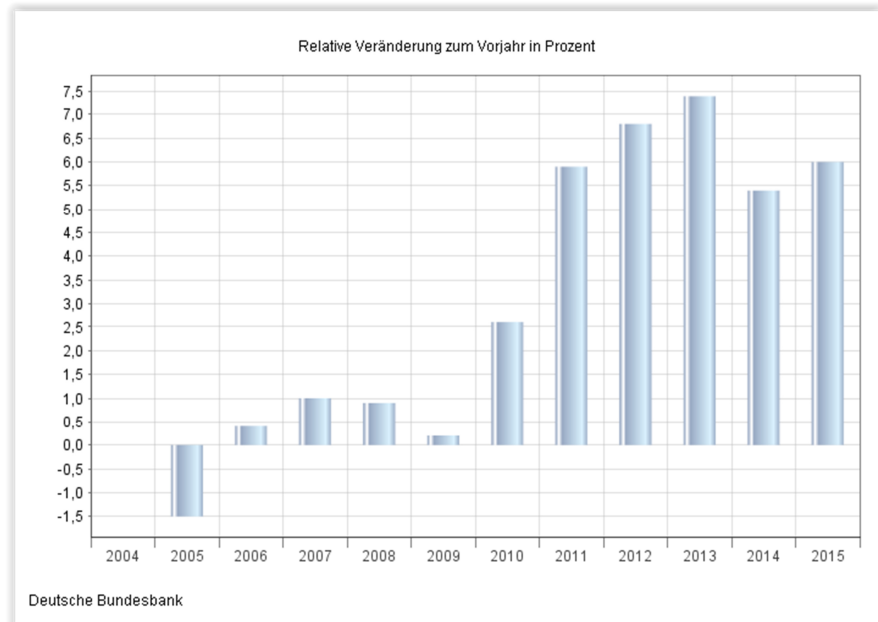


Abb. 4 (Quelle: Deutsche Bundesbank)

Wie aus den Zahlen der Deutschen Bundesbank (Wohnimmobilienpreisindex Deutsche Bundesbank⁴) zu entnehmen ist, sind die Immobilienpreise in Deutschland seit 2011 überdurchschnittlich gestiegen.

Diese verstärkte Nachfrage nach Immobilien entspricht aus unserer Sicht dem Wunsch der Vermögensinhaber nach sicheren Kapitalanlagen. Durch die extrem niedrigen Zinsen und die hierdurch resultierenden günstigen Finanzierungsmöglichkeiten, fließen so immer mehr Anlegergelder zu Lasten von Finanzanlagen in direkten Immobilienengagements. Für klassische Vermögensverwalter stellt dies ein nicht zu unterschätzendes Problem dar.

Zwar ist laut dem Deutschen Aktieninstitut die Zahl der Aktionäre im Jahr 2015 um 6,7% auf 9 Millionen Bundesbürger gestiegen, dennoch liegt diese Zahl noch deutlich unter den durchschnittlichen Zahlen (rund 11 Millionen) der ersten Dekade des neuen Jahrtausends⁵.

⁴ Zeitreihe BBDR1.A.DE0127.N.BBK.BRWHTTGK.P.I11.A: Wohnimmobilienpreisindex Deutsche Bundesbank / Reihenhäuser, Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser insgesamt; transaktionsbezogene Objekt- und Regionalgewichtung / 127 Städte / Ursprungswerte

⁵ www.dai.de: Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2015

Und betrachtet man die Vermögensstruktur des Geldvermögens wird deutlich, dass sich seit 2001 (bis 2014) die Anlagen in die für Vermögensverwaltungen wichtigen Finanzinstrumente Anleihen, Aktien und Fonds stark reduziert haben.

So ist in diesem Zeitraum der Anteil von Anleihen von 6,3% auf nur noch 3,4% gefallen. Der Anteil der Aktien verringerte sich von 5,8% auf 4,5%.

Vor dem Hintergrund dieses Gesamtkontextes ist es für Vermögensverwalter besonders entscheidend Portfoliostrategien anzubieten, die auch in diesem

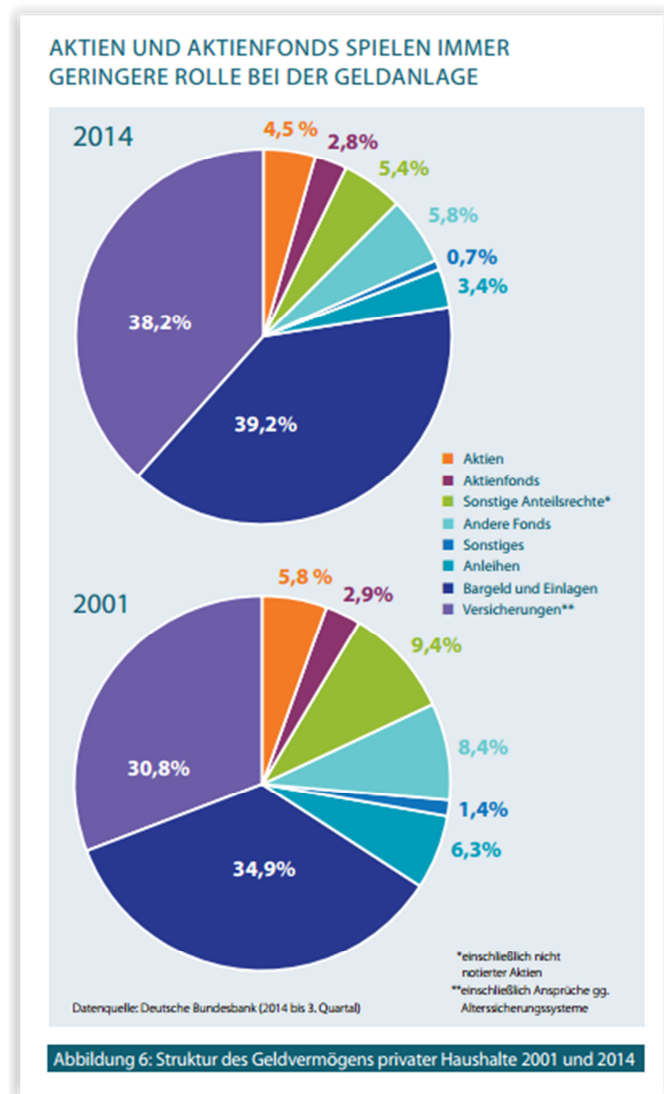


Abb. 5 (Quelle: Deutsches Aktieninstitut)⁶

Dr. Reza Darius Montassér
27. Februar 2016

Haftungsausschluss und Disclaimer: Die bereitgestellten Informationen beruhen auf Quellen, die wir für verlässlich halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität dieser Informationen. Diese Veröffentlichung dient ausschließlich der allgemeinen Information und ersetzt auf keinen Fall die anleger- und produktbezogene Beratung. Jede – auch auszugsweise – Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urhebergesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung der Caspara Capital GmbH. Dies gilt insbesondere für die Vervielfältigung, Verbreitung, Bearbeitung, Übersetzung, (Mikro-)Verfilmung und die Einspeicherung in elektronische Geräte oder Systeme. Wir haben uns bemüht, alle Angaben sorgfältig zu recherchieren und zu erarbeiten. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Das gesamte Research stellt lediglich unsere Meinung dar, die ohne unsere Vorankündigungen wieder geändert werden könnte. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Dieses Research fordert weder zum Kauf noch zum Verkauf irgendwelcher Finanzinstrumente oder Wertpapiere auf. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden. Herausgeber: Caspara Capital GmbH, Maximiliansplatz 19, 80333 München. Verantwortlich im Sinne des Presserechts: Dr. Reza Darius Montassér. Redaktionsschluss: 27.02.2017.

⁶ www.dai.de: Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2014