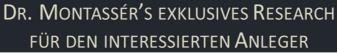


CASPARA CAPITAL





Lagebericht 2016-2017 am 27. Februar 2017

1) Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Das Jahr 2016 war gekennzeichnet von einem konjunkturellen Aufschwung der entwickelten Ökonomien, dessen positive Auswirkungen Deutschland, als eine bedeutende Exportnation in Form von erfreulichen Konjunkturdaten bescheinigt bekam. So stiegen die deutschen Exporte nach den Berechnungen des statistischen Bundesamtes im Jahr 2016 um 1,16 Prozent und die Importe erhöhten sich um 0,57 Prozent. Die Außenhandelsbilanz konnte dadurch um 3,52 Prozent gestei-



@ Statistisches Bundesamt, Wiesbaden 2016

Abb. 1 / Quelle: www.destatis.de

gert werden, was einem Überschuss von 252,9 Milliarden Euro entspricht und gleichzeitig eine neue Rekordmarke darstellt (2015: 244,3 Milliarden Euro). Gleichwohl hatte der Außenhandel 2016 - durch statistische Preisbereinigungen - einen negativen Effekt (-0,40 Prozentpunkte) auf die Entwicklung des deutschen BIP (+1,9 Prozent).

Sehr erfreulich war aus deutscher Sicht auch die weiterhin äußerst positive Entwicklung am Arbeitsmarkt. Nach den Berechnungen der Bundesagentur für Arbeit sanken die Arbeitslosenzahlen 2016 im Vorjahresvergleich um 104.000, wodurch die Ar-

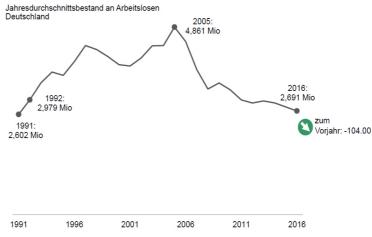


Abb. 2/ Quelle: Bundesagentur für Arbeit

beitslosenquote um 0,3 Prozentpunkte auf 6,1 Prozent weiter reduziert werden konnte.

Vor dem Hintergrund der massiven Zuwanderung von 440.000 arbeitssuchenden Menschen (Wanderungseffekt) aus Süd- und Osteuropa sowie des springhaften Anstiegs der Asylsuchenden aus den Kriegsgebieten des Nahen Ostens und der zunehmenden sozialbedingten Erwerbsnachfrage von Frauen und Älteren (Verhaltenseffekt: 250.000 Arbeitssuchende) ist das Absorptionspotential des deutschen Arbeitsmarktes trotz inhärenter negativer demografischer Effekte (stetig sinkendes Erwerbspersonenpotenzial) als äußerst robust zu bezeichnen.

In Anbetracht der stetig steigenden Beschäftigungszahlen verwundert es nicht, dass die privaten Ausgaben in 2016 weiter deutlich zunahmen (wir schätzen um ca. 2,5 Prozent im Vergleich zum Vorjahr) und

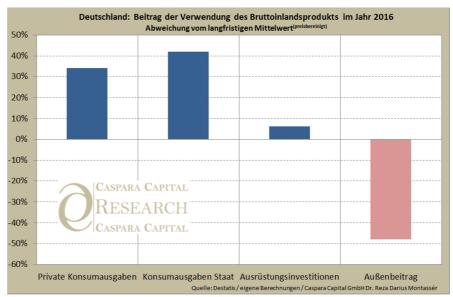


Abb. 3 / Quelle: Quelle: www.destatis.de / eigene Berechnungen

damit den Konsum als wichtige Komponenten der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und auch der Inlandsproduktberechnung (52 Prozent Beitrag zur inländischen Verwendung des BIP und 34 Prozent über dem langfristigen durchschnittlichen BIP-Beitrag; vgl. Abb. 3)

deutlich beflügeln konnten. Diese zunehmende Bedeutung des privaten Konsums als zuverlässige Stütze der Binnenkonjunktur sollte die deutsche Wirtschaft gegen kurzfristige globale Störeinflüsse zunehmend besser abschirmen können.

Einen signifikanten Beitrag zum BIP-Wachstum lieferten im Jahr 2016 auch die Konsumausgaben des Staates. Diese stiegen hauptsächlich wegen den hohen Kosten für die Aufnahme, Unterbringung und Verpflegung von Flüchtlingen um 4,0 Prozent – und damit fast doppelt so viel wie im Durchschnitt der vergangenen Jahre – gegenüber dem Vorjahr an und trugen damit etwa 38 Prozent zur inländischen Verwendung des BIP bei.

Deutlich an Schwung verloren im Verlauf des Jahres 2016 die Ausrüstungsinvestitionen. Nach den bis jetzt vorliegenden Daten ist zwar davon auszugehen, dass die Investitionen im Gesamtjahresvergleich insgesamt um etwa 1,1 Prozent gestiegen sind, allerdings hätte im gesamtwirtschaftlichen Kontext der Aufschwung dynamischer und höher ausfallen müssen, um die sehr positive wirtschaftliche Dynamik in das Folgejahr fortschreiben zu können.

Insgesamt konnte im Jahr 2016 das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Deutschland nach aktuellen Schätzungen um 1,9 Prozent gesteigert werden.

Getragen wurde der Aufschwung 2016 weiterhin von der äußerst expansiven Geldpolitik der wichtigsten internationalen Notenbanken.

Während die Europäische Zentralbank (EZB) im Frühjahr 2016 den Zinssatz der Einlagenfazilität auf -0,40 Prozent in weiter negatives Terrain senkte, blieb die US-Notenbank (Fed) trotz sehr robuster US-Konjunktur fast das ganze Jahr 2016 bei ihren niedrigen Fed Funds Rate von 0,25 bis 0,50 Prozent. Erst im Dezember 2016 erhöhte sie ihren wichtigsten Leitzins auf 0,50 bis 0,75 Prozent. Im Gegensatz dazu verkündete die EZB im Dezember eine weitere Lockerung der Geldpolitik, indem



2005 06 07 08 09 10 11 12 13 14 15 16

sie Ihr Anleihen-Ankaufprogramm (APP) bis Ende 2017 verlängerte. So wird die EZB ab April

-6

Bruttoinlandsprodukt, preisbereinigt Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % 2017 bis Ende Dezember 2017 monatlich Vermögenswerte im Umfang von 60 Mrd. Euro erwerben. Falls erforderlich, sollen die Käufe über diesen Zeitraum hinaus fortgesetzt werden.

2) Finanzmärkte, Inflation und Zinsen

Sehr wahrscheinlich konnten die negativen Einflüsse des Jahres 2016, hier ist vor allem die Entscheidung Englands (Brexit) im Sommer 2016 die EU zu verlassen zu nennen, durch die übermäßige

"Zentralbank-

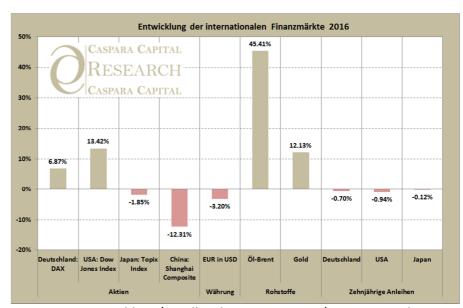


Abb. 5 / Quelle: Thomson Reuters / eigene Berechnungen

Liquidität" an den Finanzmärkten stark neutralisiert werden. Denn trotz der kaum abschätzbaren negativen Folgen für die europäische Konjunktur und das soziale Gefüge Europas durch den Brexit, haben sich die internationalen Kapitalmärkte in 2016 im Schnitt gut entwickeln können. Zu nennen ist neben der positiven Entwicklung der Aktienmärkte vor allem der deutliche Anstieg der Rohölpreise um 45 Prozent (vgl. Abb. 5).

So konnte der Rohölpreis im Gesamtjahr rund 45 Prozent zulegen und dadurch die Angst der Märkte von einem Abrutschen in energiepreisbedingte deflationäre Tendenzen nehmen. Denn zu

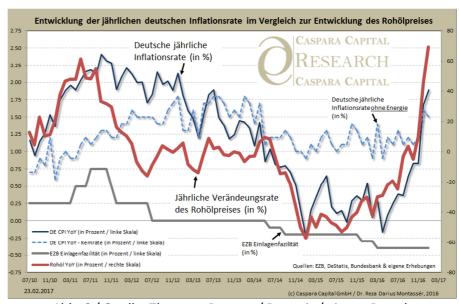


Abb. 6 / Quelle: Thomson Reuters / Destatis / eigene Berechnungen

Beginn des Jahres 2016 war der, auch als Barometer für die zukünftige Konjunkturentwicklung gesehene, Rohölpreis (Brent Öl) von 50 US-\$ (4. Quartal 2015) bis auf 25 US-\$ eingebrochen und hatte dadurch die Finanzmärkte in Bezug auf ein mögliches Abdriften der Weltwirtschaft in eine tiefe Verunsicherung gestürzt. Zudem wurde – wie bereits erwähnt – auch befürchtet, dass negative Zweitrundeneffekte des tiefen Ölpreises akut eine Deflationsspirale auslösen könnten. Denn immerhin war die jährliche deutsche Inflationsrate im März 2016 auf -0,1 Prozent gefallen. Tiefer lag sie im Nachkriegsdeutschland ab Mitte der 50er Jahre nur im Winter 1986 (-0,3 Prozent). Auch damals hatte sich der Rohölpreis – aufgrund einer weltweiten Konjunkturabschwächung, einer widerstandskräftigen und robusten deutschen Wirtschaft sowie einer starken D-Mark – aus deutscher Sicht mehr als halbiert. Wohl aus Angst vor einer Deflationsspirale senkte die EZB im Frühjahr 2016 auch den Zinssatz der Einlagenfazilität, wie oben erwähnt, auf -0,40 Prozent.

Wie an der Abb. 6 zu erkennen ist, hat die Inflation in Deutschland Hand in Hand mit dem erneut angestiegenen Rohölpreis wieder deutlich auf 1,9 Prozent angezogen. Damit befindet sich die deutsche Inflation zumindest wieder in der Wohlfühlzone der EZB (nahe im Bereich von 2 Prozent). Und auch die Inflation in der Eurozone liegt mittlerweile bei 1,73 Prozent und damit in der Zielzone der EZB.

3) Finanzdienstleistungsbranche

Die Finanzdienstleistungsbranche leidet nach wie vor unter den historisch tiefen Zinsen in der europäischen Währungsunion. So haben die Anleihekäufe der EZB und der negative Zinssatz der Einlagenfazilität der Notenbank von -0,4 Prozent die Finanzbranche im Jahr 2016 zunehmend unter Druck gesetzt. Durch die niedrigen und auch negativen Zinsen stand die Zinsmarge der deutschen privaten Banken

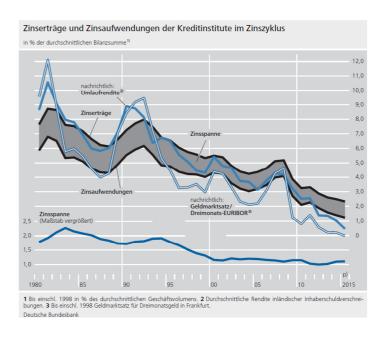


Abb. 7 Quelle: Dt. Bundesbank, Monatsbericht, September 2016, S.66

nach wie vor ebenfalls unter Druck.

Zwar konnte sich der Zinsüberschuss (gemessen an der durchschnittlichen Bilanzsumme) der Banken von den Tiefs im Jahre 2011 um 17 Basispunkte erholen. Dennoch liegt dieser Wert immer noch 28 Basispunkte unter dem Wert von 2009¹. Doch unsere Analyse der Zinserträge und Zinsaufwendungen der Banken legt nahe, dass dieser Anstieg bzw. Stabilisierung von den Tiefstwerten zum Teil auf die gesunkenen Bilanzsummen der Banken im Rahmen der Anpassungen an die strengeren Eigenmittelvorschriften (Basel III) zurückzuführen ist und weniger eine operative Verbesserung darstellt.

Seit dem Bekanntwerden des Regierungswechsels in den USA im November 2016, beginnen sich allerdings die Aussichten auf eine günstigere Zinslandschaft wieder aufzuhellen. Dies liegt hauptsächlich daran, dass die neue US-Regierung eine massiv expansive Fiskalpolitik angekündigt und damit die Re-Inflationierung-Phantasie der Finanzakteure beflügelt hat.

Diese Aussicht hat die Zinskurve auch in Deutschland nachhaltig beeinflusst und diese deutlich steiler werden lassen. Für die Banken ist diese Veränderung der Zinskurve als eine gute Nachricht zu werten (vgl. Abb. 8; die Aktienkurse der euro-

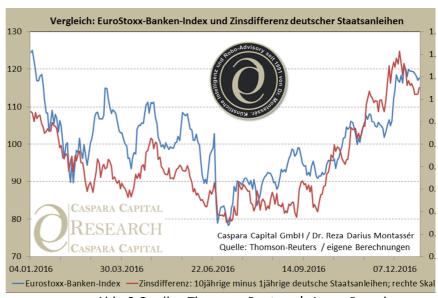


Abb. 8 Quelle: Thomson-Reuters / eigene Berechnungen

päischen Banken signalisieren bereits eine Verbesserung des operativen Geschäfts), da sich hierdurch die Zinsmarge über eine positive Fristentransformation weiter verbessern könnte. Gleichzeitig besteht hierbei allerdings die Gefahr, dass Banken versuchen, sinkende Margen aus dem übrigen operativen Geschäft durch eine überhöhte Inanspruchnahme der Fristentransformation zu kompensieren. Gefährlich für die Ertrags- und Risikolage der Banken

¹ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, September 2016, S.87.

könnte es daher werden, wenn die EZB relativ zügig eine Zinswende, weg von den extrem niedrigen Zinsen, einleiten würde.

Wegen der oben dargestellten extremen Zinslage blieb das gesamtwirtschaftliche Umfeld für Finanzdienstleistungsinstitute mit Schwerpunkt Kapitalmarktgeschäft weiterhin sehr schwierig. Denn die historisch sehr tiefen Zinsen und das Anleiheankaufprogramm der EZB haben, wie in den Jahren zuvor, dazu geführt, dass die Anleger einerseits durch das Anleiheankaufprogramm der EZB und den hieraus resultierenden unattraktiven Verzinsungen sicherer Anlagen aus den bonitätsstarken Staatsanleihen hinausgedrängt wurden (quasi Crowding-out-Effekt), so dass eine konservative Vermögensverwaltungsstrategie kaum mehr umsetzbar wurde. Andererseits ist den meisten Anlegern die Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009 noch in vitaler Erinnerung, so dass die Bereitschaft in riskantere Finanzinstrumente zu investieren weiterhin sehr wenig ausgeprägt ist.

Wie der Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) in seinem jüngsten Bericht darlegt, haben sich die Nettozuflüsse in Publikumsfonds im Jahr 2016 mit 6,5 Mrd. Euro sehr unterdurchschnittlich entwickelt (vgl. Abb. 9). Vor dem Hintergrund immer

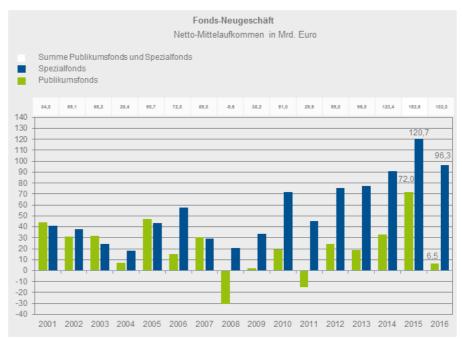


Abb. 9 Quelle: Pressemitteilung BVI, 21.02.2017, S. 2.

weiter schwindender fungibler Alternativen an Finanzinstrumenten und der Tatsache, dass die fundamentale Bewertung deutscher Aktien 2016 keineswegs als überdurchschnittlich zu bezeichnen war, ist dieses geringe Interesse der Privatanleger an Fonds auffällig.

8

Eine Erklärung hierfür könnten die sehr niedrigen Zinsen in Verbindung mit der geringen Risikotoleranz der Anleger sein. Dies könnte dazu geführt haben, dass die Investoren in die vermeintlich sicheren Immobilienanlagen geflüchtet sind. Hierauf

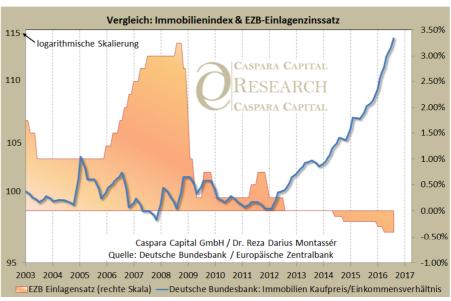


Abb. 10 Quelle: Deutsche Bundesbank, Thomson-Reuters

deutet zumindest der Vergleich des EZB-Einlagenzinssatzes und des Immobilien-Kaufpreis-/Einkommensindex der Deutschen Bundesbank hin. Wie die Abb. 10 zeigt, hat sich der Immobilienindex mit dem Absinken des EZB-Einlagenzinssatzes auf null und darunter (ab 2013) im Vergleich zum vorhergehenden Jahrzehnt fast explosionsartig nach oben bewegt. Auf diesen Zusammenhang deuten auch die jüngst veröffentlichen Zahlen des Immobilienverbands (IVD). Demnach sind im Jahr 2016 240,5 Milliarden Euro in den deutschen Immobilienmarkt investiert worden (+ 21 Mrd. Euro im Vergleich zum Vorjahr), was dem höchsten Wert seit Beginn der Erfassung 1988 entspricht². Dabei haben sich die Immobilienpreise in den Städten weiter von ihren fundamental gerechtfertigten Werten entfernt.

Laut einer Studie der Deutschen Bundesbank liegen die Preisübertreibungen mittlerweile im Bereich 15 bis 30 Prozent³. Dies verwundert nicht: Denn die durch die EZB – zur Unterstützung der kränkelnden südeuropäischen Ländern – verursachten extrem niedrigen Zinsen sind für die sehr starke und dynamische deutsche Volkswirtschaft alles andere als angemessen und führen daher zu nachhaltigen Fehlanreizen und Fehlallokationen der Anleger. So sind die im Jahr 2016 um 65,5 Milliarden Euro gesunkenen Investitionen in Publikumsfonds (laut BVI) auch als eine Folgeerscheinung der EZB-Politik zu sehen und zudem beispielhaft für das Dilemma der Finanzdienstleistungsbranche: Immer mehr in Finanzinstrumenten investierbares Kapital fließt aufgrund der durch die EZB künstlich niedrig gehaltenen Zinsen in den Immobi-

³ Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Februar 2017, S.57.

_

² http://ivd.net/transaktionsvolumen-2016/

9

lienmarkt und anderen nichtliquiden Anlageformen außerhalb des Anlageuniversums klassischer Finanzdienstleistungsinstitute.

Aufgrund der geringen Fungibilität dieser Anlageformen wird dieses abgeflossene Kapital den Finanzdienstleistungsinstituten für lange Zeit vorenthalten bleiben, so dass davon auszugehen ist, dass die Entwicklung der Vermögensverwaltungsbranche in den nächsten Jahren unterdurchschnittlich sein wird.

Dr. Reza Darius Montassér 27. Februar 2017

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 werder 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.