

Nummer 18, 7. Oktober 2013

Nach dem 5. Jahrestag der Pleite von Lehman Brothers erscheint „**Klartext**“ diesmal in besonders ausführlicher Form. In „**Der Triumph des Moral Hazard**“ wird thematisiert, was die Finanzbranche aus der jüngsten Krise gelernt hat. Im Gegensatz zu der langläufigen Ansicht, dass nichts oder nur wenig gelernt wurde, vertritt dieser Beitrag die These, dass hinter der scheinbaren Lernunfähigkeit die Erfahrung steckt, dass sich Moral Hazard – also rücksichtsloses Verhalten auf Kosten der Allgemeinheit – im Finanzbereich nach wie vor lohnt.

Die bisherigen Konsequenzen aus der Finanzkrise – wie z. B. verschärfte Eigenkapitalanforderungen – laufen im Wesentlichen darauf hinaus, die gesellschaftlichen Folgen zukünftiger Krisen zu vermindern. An den Anreizen für rücksichtsloses Verhalten hat sich bisher kaum etwas geändert. Es ist nach wie vor für unseriöse Banker lohnend, auf Kosten von Steuerzahlern, Kunden und Aktionären Risiken einzugehen. Hierfür sind aber nicht nur einseitige Regulierung, zahme Justiz und populistische Politiker verantwortlich. Auch unkritische Kunden und gleichgültige Aktionäre machen es Abzockern weiterhin viel zu leicht.

Nach jahrzehntelanger Abwärtsbewegung bzw. Stagnation bei den realen Preisen sind insbesondere seit Beginn der Finanzkrise Immobilien in den Fokus vieler Anleger gerückt. Der unabhängige Finanzanalyst Karl-Heinz Goedeckemeyer stellt daher in seinem Gastbeitrag „**Der Markt für Wohnimmobilien in Deutschland**“ die Entwicklungen und Perspektiven bei den Preisen von Eigentumswohnungen und Häusern sowie bei den Mieten dar.

Hierbei stellt er fest, dass es in den einzelnen Teilsegmenten des Marktes unterschiedliche Trends zu verzeichnen sind. Während es teilweise Anzeichen von Preisblasen gibt, sind weniger gute Lagen nach wie vor unter Druck. Die Differenzierung des Marktes dürfte sich fortsetzen. Grundsätzlich haben vor allem Metropolregionen aufgrund einer absehbaren weiteren Verknappung des Wohnraums Aussichten auf deutliche Preissteigerungen. Die derzeit viel diskutierte Mietpreisbremse kann kurzfristig das Sentiment belasten, sollte aber längerfristig kaum Auswirkungen haben.

Im Mittelpunkt des Beitrags „**Charttechnik für Langfristanleger Teil 3: Globale Sektortrends**“ stehen die langfristigen Charts der globalen Sektorindizes des STOXX® Global 1800. Sie werden in Hinblick auf ihre Entwicklung seit 1992 sowohl in absoluter wie auch in relativer Entwicklung zum Gesamtindex gezeigt.

Dabei lassen sich eindeutige Verlierer (Finanzwerte, Bau, Versorger) und klare Gewinner (Gesundheit, Nahrungsmittel und Getränke, Chemie) identifizieren. Allerdings gibt es bei allen Branchen spezifische Performancezyklen. Mittelfristig kam es zu größeren Unterschieden in der Wertentwicklung; es gab keinen Sektor, der in jedem Jahr konsistent besser oder schlechter als die anderen war.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Der Triumph des Moral Hazard

Liebe Langfristanleger,

ich muss gestehen, ich bin einem Irrtum unterlegen. Bisher gehörte ich auch zu den Leuten, die sich oft und gerne darüber beschwert haben, dass viele Menschen in der Finanzbranche aus der Krise der vergangenen Jahre nichts gelernt haben. Inzwischen muss ich mich revidieren: Die betreffenden Personen haben schon etwas gelernt; und zwar, dass sie mit ihrem Fehlverhalten durchkommen. Moral Hazard, also rücksichtsloses Verhalten zulasten Anderer, lohnt sich; und insofern ist es auch konsequent, so weiterzumachen wie bisher.



Inhalt:

Seite 8: Der Markt für Wohnimmobilien in Deutschland

Seite 13: Charttechnik für Langfristanleger Teil 3: Globale Sektortrends

Seite 24: Impressum, Anhang

Seite 27: Disclaimer

Moral Hazard wurde schon recht früh als einer der wesentlichen Ursachen für die Finanzkrise identifiziert. Vorwiegend Investment-Banker hatten Produkte konstruiert und abgesetzt, die hohe Risiken für die Allgemeinheit implizierten, ihnen selbst aber große Bonuszahlungen bescherten. Als das Ganze dann platzte, mussten Kunden, Steuerzahler und Aktionäre die Rechnung bezahlen. Die Verursacher hingegen konnten fast immer ihr Geld behalten.

Ein Hauptgrund für den Erfolg rücksichtslosen Verhaltens liegt darin begründet, wie sich unser Wirtschaftssystem in den letzten Jahrzehnten verändert hat. Es hat eine Entkoppelung der Verursachung von der Belohnung bzw. Bestrafung gegeben.

Früher funktionierte Kapitalismus (vereinfacht gesagt) so: Ein Unternehmer hat eine tolle Idee für ein neues Produkt. Er organisiert die Herstellung bzw. den Transport, auf die Kosten schlägt er eine Marge drauf, an der er verdient. Wenn den Kunden das Produkt gefällt, wird der Unternehmer reich. Wenn Kunden hingegen mit der Ware unzufrieden sind oder ein Fehlverhalten des Anbieters vermuteten, bleiben sie weg, der Unternehmer wird durch finanzielle Verluste bestraft.

Heute funktioniert Kapitalismus so: Unternehmer im klassischen Sinne gibt es kaum noch (nehmen wir mal Leute wie Steve Jobs oder Richard Branson als Ausnahme von der Regel). Dafür gibt es Konzerne. Die haben i.d.R. keine Ideen für tolle neue Produkte mehr. Deswegen werden bestehende genommen und so „verpackt“, dass sie neuer und besser aussehen als die alten. Dies ist nur möglich, indem man 1) entweder neue Produkteigenschaften hinzu erfindet, oder 2) indem man Schwächen oder Risiken, die hiermit verbunden sind, verschleiert. Akzeptiert der Kunde dieses Spiel, kann der Konzern eine hohe Marge durchsetzen und die Manager und Aktionäre werden reich. Funktioniert dies nicht, werden die Manager trotzdem reich, nur die Aktionäre werden arm.

Die Konsumgüterindustrie ist weitgehend den ersten Weg gegangen. Durch Werbung und durch differenzierende Eigenschaften wird für das Produkt ein „Zusatznutzen“ geschaffen, der sich aber im Wesentlichen in der Psychologie abspielt. Man will „Begehrlichkeiten wecken“, wie es einmal ein BMW-Vorstand ausgedrückt hat, die dann gegen entsprechende Bezahlung wieder bedient werden. Ob man hiermit nur die kleinen menschlichen Schwächen ausnutzt oder wirklich etwas besser macht, möchte ich einmal dahingestellt sein lassen,

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

hierüber kann man geteilter Ansicht sein. Möglicherweise sollte man auch jeden Einzelfall anders einschätzen und eine generelle Bewertung daher vermeiden.

Die Finanzindustrie ist im Wesentlichen den zweiten Weg gegangen. Dies reflektiert der Boom in sog. Finanzinnovationen seit Mitte der 80er Jahre des vergangenen Jahrhunderts. Diese Finanzinnovationen sind eigentlich wenig innovativ, sondern zumeist nichts andere als Umverpackungen bestehender Basisprodukte. Denn im Grunde genommen sind die Angebote der Bankbranche seit Jahrhunderten gleich: Finanzierung von Handel, Investitionen und Immobilien durch Kredite; das Einlagengeschäft; Vermittlung von Eigenkapital; Anlageberatung und Vermögensverwaltung; sowie Börsengeschäfte incl. Termingeschäfte.

Allerdings sind diese Standardangebote immer wieder veränderten Technologien und neuen rechtlichen Rahmenbedingungen angepasst worden. Dies führte gerade in den letzten Jahrzehnten zu vielen sinnvollen Neuerungen, wie z. B. Indexfonds, die Bankkunden Kosten gespart und vieles vereinfacht haben.

Mit dem Stichwort „Finanzinnovation“ ist allerdings eine ungute Entwicklung verbunden. Denn dies ist ein Marketingetikett, das sich vor allem auf Produkte bezieht, die nicht aus der an sich natürlichen Anpassung von Finanzprodukten an neue Erfordernisse und Möglichkeiten entstanden sind, sondern um Kosten und Risiken zu verschleiern. So wird bezeichnenderweise dieses Wort fast nie in Verbindung mit Indexfonds verwendet, die ja eine wirklich nützliche Erfindung waren (und auf einen „klassischen Unternehmer“ – Jack Boogle – zurückgehen). Stattdessen bezieht sich dieser Terminus i.d.R. auf sogenannte „strukturierte Produkte“, die im Ergebnis zumeist die Komplexität erhöhen. Dies sind Finanzinstrumente, deren Wertentwicklung auf manchmal recht komplizierte Art und Weise mit derjenigen anderer Wertpapiere verknüpft ist. Oftmals sind diese auch mit einer derivativen Komponente versehen. Strukturierte Produkte erfreuen sich bei Anbietern von Finanzprodukten seit Jahren einer hohen Beliebtheit. Der Grund hierfür liegt in ihrer Intransparenz, denn diese ermöglicht die Einrechnung versteckter Gebühren. Unglücklicherweise wird aber auch das Verstecken von Risiken erleichtert.

Die strukturierten Produkte mit der größten Anziehungskraft insbesondere für sicherheitsorientierte Anleger waren vor 10 Jahren in den USA die sogenannten CDOs (Collateralized Debt Obligations). Sie bestanden aus Portfolios von festverzinslichen Wertpapieren, die i.d.R. schwer handelbar waren. Deswegen fasste man sie in einer Zweckgesellschaft zusammen, die wiederum selbst Anleihen unterschiedlicher Risikograde emittierte. Die Vorteile schienen offensichtlich: Illiquide Anlagen wurden handelbar gemacht, der Anleger konnte je nach seiner Risikobereitschaft eine Anlage mit einem deutlichen Zinsvorteil zur Staatsanleihe bekommen. Der Schönheitsfehler war: Die Risikosituation war in Wirklichkeit sehr intransparent; speziell zum Ende des US-Immobilienbooms ab 2006 landeten immer mehr schlechte Papiere bei den CDO-Zweckgesellschaften, ohne dass dies für die Käufer ersichtlich war. Was folgte ist bekannt: 2007 platzte die Blase, die CDOs wurden faul, immer mehr Banken gerieten in eine Schieflage und mussten gerettet werden. Als im September 2008 Lehman Brothers nicht mehr gestützt wurde, zerstörten die Schockwellen fast das gesamte Weltfinanzsystem.

Hank Paulson, damaliger US-Finanzminister und davor Investment-Banker alter Schule, wollte mit der Verweigerung einer Unterstützung von Lehman Brothers ein Zeichen gegen Moral Hazard setzen. Dies ist ihm gründlich misslungen. Denn gezeigt wurde vor allem eins: die Folgeschäden einer Bestrafung von Fehlverhalten im Finanzbereich sind viel größer, als wenn man Steuergelder zum Ausgleich von Zockerverlusten nimmt. Damit ist die Erpressbarkeit der Welt von skrupellosen Bankern eindrücklich demonstriert worden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nun mag man einwenden, dass es seit 5 Jahren eine Vielzahl von Initiativen und Neuregelungen gab, mit denen die Gründe der Finanzkrise angegangen werden sollten. Bei näherem Hinsehen entpuppen sich jedoch diese Maßnahmen im Wesentlichen als Versuche einer zukünftigen Schadensbegrenzung. Das eigentliche Problem, dass Banker einen wirtschaftlichen Anreiz haben, ihre Kunden mit intransparenten Produkten zu schädigen, ist nicht angegangen worden.

Die Oberflächlichkeit der Veränderungen wird klar, wenn man sie sich im Einzelnen betrachtet:

1) Regulierung

Eine übertriebene Deregulierung des Finanzsektors galt bei vielen als eine der Ursachen der Finanzkrise. Insofern erschien eine Konsequenz ganz klar: Mehr Regulierung. Seit 2008 gibt es weltweit eine immer weiter eskalierende Flut von Vorschriften, Handlungsanweisungen, Haftungsklauseln, Zulassungskriterien, Informationsblättern, Mindestanforderungen etc. Die einzige messbare Konsequenz ist allerdings bisher: eine extreme Bürokratisierung aller Abläufe und Aufblähung der Kosten bei Banken. Seriöse Finanzinstitute ziehen sich immer mehr aus bestimmten Geschäftsfeldern zurück, wie z. B. in Deutschland bei der Anlageberatung. Es scheint kaum mehr zumutbar, je Kundengespräch 7 Seiten Formular für ein Beratungsprotokoll durchzuackern. Konsequenz: Entweder Banken verstoßen gegen das Recht und verzichten ganz auf ein Protokoll, bzw. schieben dem Kunden ein Protokoll unter, das er nicht versteht; oder Banken halten sich an das Recht und quälen Kunden mit bürokratischen Prozeduren, bevor sie beraten bzw. etwas verkaufen. Da es Kunden i.d.R. recht einfach haben wollen, landen sehr viele dann beim Finanzschwindler, der sich nicht mit irritierenden Formularen oder Risikobelehrungen aufhält.

Die Eigenkapitalregeln von Banken wurden verschärft, um im Falle erneuter Probleme weniger auf Steuergelder zurückgreifen zu müssen. Da allerdings die Geschäftsmethoden im Grunde die gleichen geblieben sind, wurde die Gefahr von neuen Großschäden nicht gebannt, lediglich ihre Konsequenzen für den Steuerzahler abgemildert. Zudem basieren die Eigenkapitalregeln und die Berechnungen der Anforderungen nach wie vor auf dem Grundansatz der „risikogewichteten Aktiva“. Hierdurch werden Staatsanleihen bevorzugt und Unternehmenskredite diskriminiert. Speziell die Eurokrise hat gezeigt, wie fragwürdig eine solche Vorgehensweise ist; zum einen, weil Staatspapiere auch sehr riskant sein können; zum anderen, weil Anlegergelder so in die Staatskassen umgelenkt werden und der Wirtschaft nicht mehr für Investitionskredite zur Verfügung stehen.

Wenn man seriösen Finanzdienstleistern das Leben schwer macht, so kann dies nur heißen, dass die Aufsichtsbehörden sich anscheinend damit abgefunden haben, dass die Finanzbranche grundsätzlich unseriös ist. Nur dann macht es Sinn, sie so eng an die Kette zu nehmen wie möglich. Hinter den rigiden Eigenkapitalanforderungen steht vor allem das Bemühen, dafür zu sorgen, dass im Fall des nächsten Platzens einer Spekulationsblase die Folgen vom System selbst absorbiert werden können. Dies bedeutet eine Verschiebung des Haftungsrisikos vom Staat auf die Aktionäre. Dies ist zwar systemgemäß und daher prinzipiell richtig, lässt aber die potenziellen Täter, rücksichtslose Manager, nach wie vor außen vor.

2) Justiz

Es gab eine Reihe von Strafverfahren gegen Hedgefondsmanager und Investment-Bankern wegen manipulativer oder betrügerischer Geschäftspraktiken. Doch diese haben fast immer nur zu Geldstrafen geführt, die zumeist aber vom Institut (und damit im Endeffekt wieder von den Aktionären) oder gelegentlich auch von einer Managerhaftpflichtversicherung beglichen wurden. Gefängnisstrafen hat es aber nur

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

extrem selten gegeben, wenn wie z. B. bei Berhard Madoff ein Schneeballsystem hinter dem Betrug stand. Nicht wenige Manager mussten ihren Posten räumen, die meisten haben bei ihrem Abgang aber noch fette Abfindungen kassiert. Die Praxis des „goldenen Fallschirms“ hat dazu geführt, dass das Eingehen von Risiken auf Kosten von Kunden und Aktionären für die eigentlich Verantwortlichen nicht nur relativ risikolos ist, sondern sich sogar richtig lohnen kann.

„Skin in the game“, man soll seine eigene Haut riskieren, lautet die Forderung von Nassim N. Taleb an die Finanzmanager, wenn sie Risiken eingehen. Ursprünglich war Investmentbanking ja auch in der Form von Partnerschaften organisiert. Wenn Manager hohe Risiken eingingen, setzen sie dann auch ihr Vermögen und das ihrer Partner mit aufs Spiel. Sie standen mit ihrem Kapital für verantwortungsvolles Handeln ein. Zu dieser Zeit gingen von diesem Geschäft keine Systemrisiken aus. Inzwischen stehen anonyme Aktionäre mit ihrem Kapital und Steuerzahler für die Fehler der Manager ein und sprechen so eine Einladung zur Selbstbedienung aus.

Es ist ein beliebtes Thema geworden, sich über zu hohe Managergehälter zu empören. Diese Aufregung geht aber am Kern vorbei. Warum soll ein Manager, der Leistung bringt und unternehmerisch gute Entscheidungen trifft, nicht viel verdienen? Ich sehe ehrlich gesagt keinen Grund. Ein Problem besteht allerdings, wenn die hohe Bezahlung eines Managers von seiner Leistung entkoppelt wird und er mittels Abfindungen sogar im Fall eines Versagens mehr bekommen kann als bei Erfolg. Dies kann nicht sinnvoll sein.

3) Politik

Ein besonderer Treppenwitz der Geschichte ist, dass die Politik in einigen Ländern die Einführung einer Finanztransaktionssteuer propagiert hat, um „die Verursacher der Finanzkrise an den Kosten zu beteiligen.“ Allerdings ist diese Abgabe nicht besonders hoch. Zudem bestraft sie im Wesentlichen die Bankkunden, also die Opfer der Finanzkrise. Die Dummen sind also wieder einmal die gleichen.

Was wirklich helfen würde, wären gesetzliche Regelungen, welche die persönliche Haftung von Bankmanagern regeln würden. Nach dem Platzen der Internetblase 2000 und in der Folge aufgedeckten Betrugsfällen sind in den USA einige prominente Manager wegen Bilanzfälschung zu langjährigen Haftstrafen verurteilt worden, was durchaus abschreckend gewirkt hat. Von den für die Finanzkrise verantwortlichen Top-Managern befinden sich alle noch auf freiem Fuß, fast alle können von ihrem Vermögen sehr gut leben.

4) Risikomanagement

Der Economist beschrieb in seiner Ausgabe vom 7. September 2013 als offensichtlichsten Grund der Finanzkrise „diejenigen Finanzmarktakteure, die vorgaben, einen Weg gefunden zu haben, Risiken auszuschalten, sie aber tatsächlich nur aus den Augen verloren hatten.“ („the financiers themselves ... who claimed to have found a way banish risk when in fact they had simply lost track of it“). Banker haben also nicht nur ihre Kunden belogen, sondern vor allem erstmal sich selbst, weil sie mit pseudomathematischer Präzision Risikobewertungen ermittelten, die völliger Unfug waren. Wir sind hierauf detailliert in unserer Reihe „Die große Risikoverwirrung“ eingegangen.

Am Umgang der Finanzmärkte mit dem Thema Risiko hat sich dennoch seit Jahren kaum etwas geändert. Dies ist insbesondere erstaunlich, weil Nassim N. Taleb mit seinem 2008 erschienen Bestseller „Der schwarze Schwan“ die grundlegenden Probleme auch einer breiteren Öffentlichkeit vermittelt hat. Insbesondere die anhaltende Popularität der Kennzahl „Value at Risk“ spricht Bände: Sie unterschätzt massiv die Konsequenzen von seltenen Extremereignissen. Dies ist schon länger bekannt; eigentlich ist sie schon seit

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

1998 diskreditiert, als die Turbulenzen bei Schwellenländerverschuldung und die anschließende Pleite des Hedgefonds LTCM die Schwächen dieses Konzepts offenlegten. Daraus hätte man zwei Konsequenzen ziehen können: a) man verzichtet ganz auf sie, weil man Unsicherheit nicht für quantifizierbar hält, oder b) man verwendet modifizierte Konzepte wie Modified Value-at-Risk (MVaR) oder Conditional Value at Risk (CVaR), mit denen einige Schwächen ausgebügelt wurden. Den ersten Weg bevorzuge ich, den zweiten Weg viele Risikomathematiker; wer nun am Ende recht hat, wird sich zeigen.

Was aber gar nicht mehr gehen sollte, ist, dass Value at Risk in seiner ursprünglichen Form verwendet wird. Genau dies ist aber nach wie vor die gängige und überwiegende Praxis im täglichen Risikomanagement, was übrigens auch von Regulatoren gefordert und unterstützt wird.

Ob diese unveränderte Vorgehensweise auf Dummheit, Ignoranz, Lernunfähigkeit oder bewusster Täuschung beruht, möchte ich einmal dahingestellt sein lassen. Tatsache ist aber, dass die Finanzbranche mit Risiken so unbedarft hantiert wie schon vor 5 oder vor 15 Jahren. Wenn ein Vermögensverwalter mit „professionellem Risikomanagement“ wirbt, kann dies inzwischen als ein Warnsignal für Kunden gewertet werden.

Das Geschäftsmodell der meisten Banken ist nach wie vor von Transaktionen getrieben. Sie können nur von Kunden profitieren, mit denen sie möglichst viele Umsätze machen, womit sie automatisch ein Interesse daran bekommen, das Kundenvermögen entweder zu riskieren oder zu vermindern. Dieser tiefsitzende Interessenkonflikt ist das Grundübel der Branche. Das ist zwar weithin bekannt, wird aber kaum infrage gestellt.

Interessenkonflikte gibt es auch in anderen Branchen. Gefährlich werden diese im Finanzbereich durch intransparente Produkte die fehlende Verantwortung der Manager. Können Sie sich vorstellen, dass ein Autohersteller bewusst oder fahrlässig minderwertige Bremsen in einen neuen Wagen einbaut? Und können sie sich vorstellen, dass Kunden beim Autokauf ein mehrseitiges Protokoll unterschreiben müssen, in dem sie u.a. versichern, dass sie sich der Risiken möglicherweise minderwertiger Bremsen bewusst sind und bereit sind, alle Folgen selbst tragen? Natürlich kann man sich das nicht vorstellen, und deswegen fahren wir alle mit einigermaßen sicheren Autos auf unseren Straßen herum. Wenn es dann doch zu Unfällen kommt, ist aber auch fast immer relativ schnell klar, dass diese auf Fehler von Autofahrern selbst zurückzuführen sind. Schlechte Produkte als Ausrede für eigene Dummheit sind bei geschädigten Kunden damit ebenfalls selten geworden.

Man wird heutzutage kaum jemanden im Finanzbereich treffen – und das trifft sowohl für Schaltermitarbeiter, Anlageberater, Vorstände oder auch Aufsichtsbeamte zu – der nicht eingesteht, dass in dieser Industrie etwas Grundlegendes falsch läuft. Jeder kann unzählige Anekdoten über die Absurdität seines Arbeitsalltags erzählen. Nur äußerst wenige allerdings haben bisher Konsequenzen hieraus gezogen. Sie wissen, dass sie das Falsche machen, folgen aber unbeirrt weiter diesem Weg, weil sie einen ökonomischen Anreiz haben, dies so zu machen. Sie wissen schlicht und einfach nicht, wie sie sonst ihren Lebensstandard finanzieren sollen.

Ohne aber die Bereitschaft, Grundsätzliches infrage zu stellen, wird sich nichts ändern. Hier ist jeder gefragt:

- Sowohl private wie auch institutionelle **Kunden** verdrängen gerne Risiken und freuen sich über unrealistische Renditeversprechungen. Solange sie Berater bevorzugen, die nach dem Mund reden und ganz einfache, sichere und hochrentierliche Anlagen versprechen, landen sie automatisch bei Abzockern.
- **Banken** dürfen ihren Erfolg nicht mehr daran messen, wie viel kurzfristige Umsätze sie mit einem Kunden machen, sondern vielmehr, inwieweit sie an einer langfristigen Kundenbeziehung partizipieren. Insbeson-

Mit ruhiger Hand

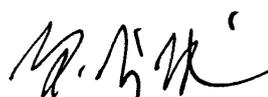
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

dere dürfen keine Boni mehr dafür gezahlt werden, dass Mitarbeiter ihren Kunden Produkte mit versteckten Risiken andrehen. Dies ist keine Utopie, selbst für Großbanken: Der schwedische Finanzkonzern Handelsbanken hat bereits vor 40 Jahren das Geschäftsmodell geändert und vor allem auch das Anreizsystem umgestellt. Die Kreditausfälle lagen seitdem in Krisenzeiten weit unter Branchenschnitt. Das Management ist durch einen langfristigen Incentive-Plan an das Unternehmen gebunden, Bonuszahlungen gibt es nicht. Hiervon profitieren sowohl die Kunden (die Bank gewinnt regelmäßig in Kundenzufriedenheitsumfragen) wie auch die Aktionäre (der Aktienkurs hat sich in den letzten 10 Jahren trotz Finanzkrise mehr als verdoppelt). Dennoch hat sich diese Bank außerhalb Skandinaviens bisher nicht zum Model für andere Finanzinstitute entwickelt. Dies kann nur daran liegen, dass führende Banker für sich persönlich immer noch die größeren Vorteile von kurzfristiger Abzocke erhoffen; und ihren Aktionären dieses egal ist.

- Das **Investment Banking** ist „deal driven“, langfristige Beziehungen sind aufgrund der Natur des Geschäfts schwierig. Investment-Banken sollten deshalb wieder Partnerschaften mit persönlicher Verlustbeteiligung werden; oder Haftungszahlungen im Falle eines Scheiterns von Geschäften festgelegt werden können.
- Die **Finanzaufsicht** muss ihren Fokus verschieben: Es darf weniger darum gehen, die Folgen eines Finanzmarktschocks zu mildern, als darum, einen solches Ereignis zu verhindern. Die Regulierung muss deswegen weg von Verhaltensregeln und formalen Anforderungen. Stattdessen muss sie ihr Augenmerk darauf richten, dass a) die Transparenz von Finanzprodukten erhöht wird; b) keine finanziellen Anreize mehr für Fehlverhalten bestehen; und c) Verantwortliche für Fehlverhalten den Schaden nicht mehr auf Dritte, d. h. Aktionäre, Kunden oder Steuerzahler abschieben können, sondern selbst mit ihrem eigenen Geld und notfalls auch mit einem Gefängnisaufenthalt dafür gerade stehen.
- Angesichts der gestiegenen Eigenkapitalanforderungen müsste **Bank-Aktionären** klar sein, dass sie im Falle erneuter Probleme diejenigen sind, die im Wesentlichen die Zeche zahlen. Dennoch gehen sie in der Masse erstaunlich unkritisch mit Bank-Vorständen um. Wer sich nur daran orientiert, dass jeweils der nächste Quartalsgewinn gut ausfällt, toleriert implizit das Eingehen von Abzockpraktiken und unnötigen Risiken. Wenn die Aktionäre als Eigentümer der Banken von ihren Vorständen keine Änderungen beim Geschäftsmodell verlangen, haben diese auch keinen Handlungsdruck.

Solange sich all dies nicht ändert, lohnt es sich im Finanzbereich weiterhin, Risiken zu verstecken und ihre Konsequenzen auf Unbeteiligte abzuladen. Moral Hazard hat sich als Geschäftsprinzip etabliert, nicht trotz, sondern gerade wegen der Finanzkrise. Es gibt viel zu wenige positive Ausnahmen wie z. B. Handelsbanken. Dies ist schade und gefährdet nicht nur die Finanzbranche, sondern die ganze Wirtschaft. Banken haben volkswirtschaftlich gesehen eine wichtige Aufgabe, nämlich Kapitalgeber und Kapitalnachfrager zusammenzubringen. Dieser Aufgabe kommen sie im Moment eher schlecht als recht nach, weil sie einerseits die Kapitalgeber abzocken und andererseits bei den Kapitalnehmern nicht richtig zwischen seriösen Klienten und betrügerischen Hallodris unterscheiden können. Zudem brauchen wir in einem Land wie Deutschland mit einer zunehmend älter werdenden Bevölkerung erfolgreiche private Geldanleger, deren Vermögensbildung als Entlastung einer immer weniger finanzierbaren staatlichen Altersvorsorge dient.

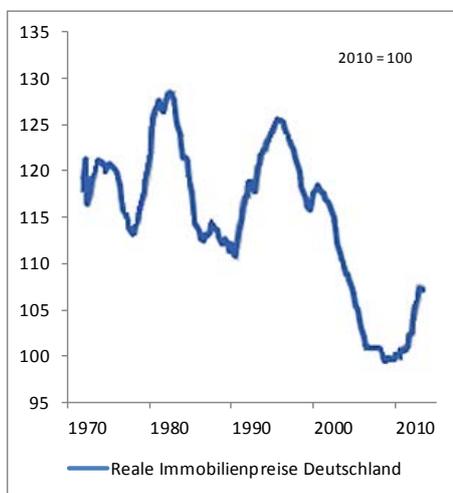
Viel Freude beim Lesen und guten Erfolg
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



Der Markt für Wohnimmobilien in Deutschland

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Nach einer Phase der Stagnation steigen die realen Wohnimmobilienpreise in Deutschland seit fünf Jahren kontinuierlich an. Vor dem Hintergrund des günstigen Zinsniveaus, der allgemeinen Verunsicherung seit dem Ausbruch der Finanzkrise, der zunehmenden Inflationsangst sowie der Mangel an Anlagealternativen ist diese Anlageklasse zusehends in den Fokus institutioneller Investoren gerückt. In diesem Beitrag soll herauskristallisiert werden, warum der lange Zeit vernachlässigte Markt für Wohnimmobilien für Kapitalanleger attraktiv ist, welche Entwicklungen Regionen und Teilmärkte durchlaufen sind und ob die in die Warnungen vor einer Immobilienblase gerechtfertigt sind.



Quellen: OECD, db research, Bundesbank

Wenn man sich die Entwicklung der Wohnimmobilienpreise in einem längeren Zeitraum betrachtet, fällt auf, dass es in Deutschland seit 1970 insgesamt vier Perioden mit starken Anstiegen gegeben hat, was der untenstehenden Grafik zu entnehmen ist. Die Preisentwicklung vollzog sich immer in Situationen in denen sich entweder die Einkommens- und Inflationserwartungen oder die Finanzierungsbedingungen veränderten.

Während der ersten Wachstumsphase Anfang der 1970er Jahre nahezu Vollbeschäftigung herrschte, fiel der deutliche Anstieg im Zeitraum 1976 bis 1981 in die Zeit der Ölkrise. In dieser Phase, die durch einen deutlichen Anstieg der Inflationsrate um rund 5% pro Jahr gekennzeichnet war, erhöhten sich die realen Immobilienpreise um etwa 3% pro Jahr, heißt es in einer Studie der db Research. Die dritte Boomphase (1989 und 1994) begann in den Jahren nach der Wiedervereinigung. Bedingt durch attraktive Abschreibungsbedingungen, die zu massiven Investitionen in ostdeutsche Wohnimmobilien führte, kletterten die Preise um jährlich 2,6%. Die vierte Wachstumsphase begann nach dem Ausbruch der Finanzkrise und dem damit einhergehenden globalen Konjunkturreinbruch im ersten Quartal 2008. Viele Faktoren wie z. B. das stabile Konjunkturmilieu und das Interesse privater und institutioneller Investoren sprechen dafür, dass diese Phase, die von einem deutlich niedrigeren Niveau gestartet ist als die vorherigen Boomphasen, länger anhalten wird.

Wenn man die Entwicklung der Wohnungsmieten in Deutschland in den vergangenen 20 Jahren betrachtet, stellt sich sogar heraus, dass diese zwar nominal um 9,4% auf 5,51 Euro pro Quadratmeter gestiegen sind, real - also unter Berücksichtigung der Inflation - sind sie aber um 22,8% zurückgegangen, heißt es in einer Analyse der Neuvertragsmieten durch den Immobilienverband IVD und das CRES Center for Real Estate Studies der Steinbeis-Hochschule Berlin. Insofern kann nicht verwundern, dass der Preisanstieg bei deutschen Wohnimmobilien deutlich weniger stark ausgefallen ist als in vielen OECD-Ländern, wo sich zwischen 1970 und 2012 die Preise im Median pro Jahr circa 8% - und in Irland und Spanien sogar um 20% bzw. 11% p.a. - erhöhten. Diese exorbitanten Preissprünge haben auch zu erheblichen Verwerfungen insbesondere auf den Immobilienmärkten in den USA (1993-2006), Spanien (1996-2007) und Irland (1994-2007) geführt.

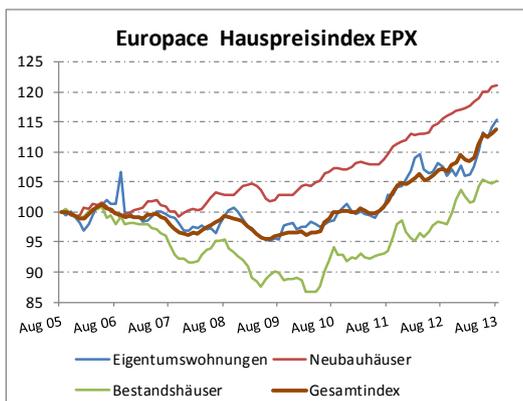
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Treiber des Marktes – sich herauskristallisierende Trends

Die Gründe, warum Mietpreise weiter steigen sollten, sind vielfältig: Während im Neubau der seit Jahren erwartete Boom weiterhin noch nicht angekommen ist, bleibt die Nachfrage auf einem hohen Niveau konstant. Da auch das Leerstandsniveau trotz steigender Tendenz niedrig bleibt, begünstigt das knappe Angebot die Mietsteigerungserwartungen. Dagegen haben die Bestandsmieten bislang nur wenig angezogen. Da aber auch im Bestand das Angebot nicht die Nachfrage deckt, und der Leerstand auf einem niedrigen Level verharren sollte, dürfte der wachsende Nachfrageüberschuss auch das Preisniveau bei Bestandswohnungen heben. Ein ähnlicher Trend zeichnet sich bei den Eigentumswohnungen sowohl im Neubau als auch im Bestand ab: Weil im Neubau das Angebot an Eigentumswohnungen unter dem Bedarf wächst, das hohe Preisniveau stabil bleiben dürfte und Leerstand faktisch kaum vorhanden ist, werden die Preise weiter steigen. Da auch bei den im Bestand befindlichen ETW das Angebot knapp bleiben dürfte und der Leerstand weiterhin auf sehr niedrigem Niveau verharrt, dürften die Kaufpreise weiter zulegen.

Divergierende Entwicklung bei den Hauspreisen in 2012 und H1 2013



Quelle: Europace Finanzmarktplatz (europace.de/epx-hedonic.html)

Wenngleich diese Vergleichszahlen den Eindruck vermitteln, dass der deutsche Wohnimmobilienmarkt von einer Preisblase weit entfernt ist, deuten doch einige Entwicklungen darauf hin, dass sich die Preise insbesondere in den Metropolen in den vergangenen Jahren rasant entwickelt haben. Heruntergebrochen auf die einzelnen Segmente des deutschen Wohnimmobilienmarktes ist zwar auf dem ersten Blick festzustellen, dass sich im Schnitt die Preise für Eigentumswohnungen (ETW) und Mehrfamilienhäuser eher moderat gestiegen sind. Laut dem Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) erhöhten sich im Jahr 2012 die Preise für Eigentumswohnungen im Jahresvergleich um 5,8 %, während sich die Preise für Ein- und Zweifamilienhäuser, welche im Jahresvergleich um 2,6 % zulegten, schwächer entwickelt haben. Insgesamt kletterten die Preise im Vergleich zu 2011 um 4,0 %. Auch wenn man die Daten des von Europace ermittelten Hauspreis-Index EPX, der auf tatsächlichen Immobilienfinanzierungstransaktionsdaten beruht, heranzieht, ist festzustellen, dass die Preise für Eigentumswohnungen (+7,14 % yoy) sich am stärksten verteuerten und damit die Preissteigerungen von Bestands- (+6,95 %) und Neubauhäusern (+4,71 %) übertrafen, was der nebenstehenden Grafik zu entnehmen ist.

In den Ballungszentren steigen die Preise auf bedenkliche Niveaus

Auf dem zweiten Blick jedoch ist kaum zu übersehen, dass sich bei den Preisen für ETW in Top-Metropolen wie München, Hamburg und Berlin zumindest eine leichte Blasenbildung abzeichnet. Angeführt von Düsseldorf, Leipzig, München und Köln stiegen die Kaufpreise für Eigentumswohnungen in 2012 gegenüber dem Vorjahr um über 13 %. In Stuttgart und Berlin erhöhten sich die Angebotspreise um 9 bzw. 11 %, in Frankfurt und Hamburg um 8 %. Dieser Preisauftrieb setzte sich auch im ersten Halbjahr 2013 fort, wo die Kaufpreise für ETW in Düsseldorf und München um 19 % bzw. 14 % zulegten. Während München sich bei Eigentumswohnungen im Median der 5.000 Euro-Marke (4.830 Euro/m²) nähert, erzielte Düsseldorf mit 2.580 Euro/m² einen neuen Höchststand. Dazwischen rangiert Frankfurt. Trotz sichtbarer Anstrengungen der Stadt Frankfurt, den Wohnungsbau zu fördern stiegen die Preise in der ersten Jahreshälfte die Preise um 8,1 % auf 3.170 Euro/m².

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Insgesamt ist festzustellen, dass in München, Hamburg und Berlin die Eigentumswohnungspreise im Fünfjahresvergleich um rund 39 %, 37 % bzw. 30 % gestiegen sind.

Mietentwicklung 1. Halbjahr 2013 – Dynamik hat wieder zugenommen

Nach einer eher moderaten Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte des abgelaufenen Jahres sind die Miet- und Kaufpreise an den deutschen Wohnungsmärkten im ersten Halbjahr dieses Jahres wieder angezogen. Laut einer Studie von Jones Lang LaSalle verteuerten sich die Preise auf Jahressicht in Berlin und München um 8 % bis 10 %. Etwas weniger dynamisch entwickelten sich die Mieten in Stuttgart, Köln und Leipzig, die um 5 % bis 7 % zulegten, während in Hamburg, Frankfurt und Düsseldorf ein Wachstum von 2 % bzw. 4 % registriert wurde. Weiter im Fokus insbesondere ausländischer Investoren steht Berlin. Hier scheinen sich die Aufwertungsprozesse nunmehr auf fast alle Lagen innerhalb der Stadtgrenzen zu erstrecken. Selbst günstige Stadtteile wie Marzahn erfahren inzwischen einen teilweise deutlichen Mietpreisanstieg. Investoren, die in Berlin Investments beabsichtigen, sollten bedenken, dass es in Berlin eine enorme Mietpreisspanne gibt. Während der Berliner Mietmarkt weiter vor Kraft strotzt, scheint in Hamburg aus Mangel an günstigen Alternativen die Aufschwungphase (zunächst) vorbei zu sein.

Wie der nebenstehenden Abbildung zu entnehmen ist, sind in der Fünfjahres-Betrachtung die Mieten laut dem F+B-Wohnindex mit rund 19 % in Berlin und Hamburg (Stand: 1Q 2013) am deutlichsten gestiegen.

Mietentwicklung deutsche Großstädte							
Rang *)	Stadt	Marktmiere m ²		Veränderung ggü.		Marktmiere m ²	Änderung seit 5 Jahren
		Q1 13	Q1 2013	Vorquartal	Vorjahresqu.		
1	München		12,70 €	1,4%	4,6%	11,10 €	14,4%
5	Frankfurt am Main		10,20 €	1,5%	3,4%	9,00 €	13,3%
14	Hamburg		9,30 €	0,6%	2,4%	7,80 €	19,2%
22	Köln		9,00 €	0,9%	2,9%	8,20 €	9,8%
176	Berlin		6,80 €	1,2%	4,2%	5,70 €	19,3%

*) = in der Miere innerhalb von 504 Städten mit mehr als 25.000 Einwohnern

Quelle: F&B Wohnindex 2013

Auch bei der Entwicklung der Vergleichsmieten ist festzuhalten, dass die Preise vor allem in den prosperierenden Ballungsräumen deutlicher angestiegen sind, als in Regionen mit geringerer Wirtschaftskraft. Während im vergangenen Jahr die Durchschnittsmiete in Deutschland bei 6,13 Euro je m² lag, belief sich die Miere in den Top-Metropolen (mit Ausnahme von Berlin) oberhalb von 9 Euro pro m². Mit Blick auf die einzelnen Teilmärkte des Hauspreisindex EPX ist festzustellen, dass der Gesamtindex vor allem durch den Preisanstieg bei Eigentumswohnungen getrieben wird. Während die Kaufpreise für Eigentumswohnungen noch weiter ansteigen dürften, geht Europace davon aus, dass sich der Preisanstieg bei den Häusern verlangsamen wird. Im Vergleich dazu scheinen sich die Angebotsmieten in einigen Großstädten zurückzubilden. Gemäß dem Immobilienindex von Immobilienscout24 (IMX) sind die Angebotsmieten in Hamburg (-0,9%), München (-0,5 %), Frankfurt und Köln (jeweils -0,2%) wie schon im Vormonat im August weiter gesunken. Lediglich in Berlin seien die durchschnittlichen Mieten aufgrund des noch vergleichsweise moderaten Preisniveaus weiter gestiegen (+0,5%).

Mietpreisbremse bezieht sich nur auf Wiedervermietung – nicht auf Erstvermietung

Wegen der zum Teil rasanten Mietanstiege in einigen deutschen Großstädten wird in der Politik diskutiert, die Mieten stärker gesetzlich zu regulieren. Neben der SPD wirbt auch die CDU in ihrem Wahlprogramm für eine Begrenzung der Wiedervermietungs-mieten (Mietpreisbremse). Während die CDU den Bundesländern erlauben will, Mieterhöhungen in Gebieten mit angespannten Wohnungsmärkten bei Wiedervermietung auf 10 % über der ortsüblichen Vergleichsmiete zu beschränken - derzeit beträgt diese Kappungsgrenze 20 % und sinkt

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

binnen drei Jahren auf 15 % - schlägt die SPD vor, die Wiedervermietungsrenten bundesweit auf 10 % oberhalb der ortsüblichen Vergleichsrente zu begrenzen. Davon sind die Erst- bzw. Neuvertragsrenten ausgenommen. Darüber hinaus will die SPD auch die Maklergebühren neu regeln. Festzuhalten ist, dass die Mietpreisbremse in einigen Bundesländern wie Bayern, Berlin und Hamburg bereits zum 1. Mai 2013 mit dem neuen Mietrecht in Kraft getreten ist. Allerdings gilt dieses Gesetz nur für Bestandsmietverträge und demnach nicht für Neuvermietungen. Während Bestandsrenten nach dem bisherigen Kenntnisstand nur noch um 15 % innerhalb von drei Jahren steigen dürfen, sind bei Neuvermietungen weiterhin Aufschläge von zum Teil bis zu 30 % möglich. Da beide Parteien keine Deckelung bei den Neuvertragsrenten anstreben, sind die aktionistischen Töne seitens der Lobbyverbände und vieler Wohnungsbauproduzenten überzogen. Insofern ist auch von keiner Verknappung des Wohnungsangebots oder Einschränkung der Neubautätigkeit in den Großstädten auszugehen. Ohnehin haben große Teile des Marktes wie beispielsweise der ländliche Raum sowie B- und C-Lagen eher mit rückläufigen oder stagnierenden Renten zu kämpfen. Um den Wohnungsneubau und die Bestandssanierung zu stärken, würden nur steuerliche Anreize sowie baurechtliche Vereinfachungen samt Abbau von Bürokratie und Wartezeiten helfen, heißt es in einer Stellungnahme des IVD West.

Wohnimmobilien in Europa: Spreizung bei den Preisen

Auch in Europa sind die Preise für Wohnimmobilien seit 2010 unterm Strich gestiegen. Zwar legten die Preise laut dem "Global House Price Index" von Knight Frank im Vergleich zum Vorjahr um durchschnittlich 0,7 % zu, hinter dem Plus verbirgt sich aber eine große Spreizung zwischen den einzelnen Ländern: Starke Preisrückgänge für Wohnungen mittleren Standards in Griechenland (-11,5 %), den Niederlanden (-8,5 %), Ungarn (-8,2 %), Spanien (-7,6 %) und Kroatien (-5,5 %) stehen hohe Zuwächse in der Türkei (+12,2 %), Ukraine (+10,9 %), Österreich (+8,5 %) und Deutschland (+5,5 %) gegenüber. Auch Großbritannien hat nach drei Jahren negativer oder schwacher Preisentwicklung mit einem Plus von 2,6 % wieder Fuß gefasst.

Woran kann man Preisübertreibungen erkennen?

Ein Indiz für mögliche Preisübertreibungen bietet der Vergleich der Immobilienpreise mit den Mietrenditen. Die Mietrendite gibt die jährlichen Erträge aus der Vermietung einer Immobilie im Verhältnis zu ihren Anschaffungskosten an. Steigen die Immobilienpreise stärker als die Renten, sinken die Mietrenditen und damit verlieren Immobilieninvestitionen an Attraktivität. In den Jahren 2005 bis 2009 erhöhten sich die Mietrenditen aufgrund stagnierender Immobilienpreise und leicht anziehender Renten. Seit dem Jahr 2010 steigen jedoch die Immobilienpreise stärker an als die Renten, sodass die Mietrenditen sinken. Sollte sich dieser Trend fortsetzen, könnte das ein Indiz für Preisübertreibungen sein. Ein weiteres Anzeichen möglicher Preisübertreibungen kann ein starkes Kreditwachstum darstellen. Problematisch wird es insbesondere dann, wenn ein selbstverstärkender Prozess einsetzt, bei dem sich steigende Preise und wachsende Verschuldung gegenseitig bedingen. Er entsteht, wenn Immobilienkäufer weiter steigende Preise erwarten und dadurch ihre Bereitschaft zur Verschuldung steigt.

Welche Faktoren könnten ein Ende des Preisanstiegs einläuten?

Laut einer Studie der OECD kann der Preisanstieg in Deutschland auch wieder abrupt enden. Für die Ökonomen könnten dafür drei Szenarien ausgemacht werden: Erstens könnte der demografische Wandel dazu führen, dass mit dem Alter die Immobiliennachfrage sinkt und das Angebot steigt. Allerdings könnte eine im Zuge der Schuldenkrise anhaltende Zuwanderung diesen Effekt leicht verzögern. Zweitens könnte der Zyklus durch

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Regulierungen beeinflusst werden. Drittens könnte das Ende der Finanzkrise dem Preisanstieg den Boden entziehen. Denn sobald die großen Euroländer wieder Tritt fassen, könnten Investitionen außerhalb Deutschlands wieder attraktiver werden.

Ausblick: In den Ballungszentren werden die Preise weiter steigen

Ausblickend ist davon auszugehen, dass die Miet- und Kaufpreise in den Ballungszentren weiter steigen werden. Zum einen dürfte sich die Zahl der Immobilienkäufer, die ihr Objekt als Anlage verwenden und vermieten, weiter erhöhen. Zum anderen ist anzunehmen, dass die Urbanisierung aufgrund des Bevölkerungszuwachses weiter zunimmt. Allein in Berlin und München sind in den letzten fünf Jahren 100.000 Menschen zugezogen. Ferner übersteigt in einigen großstädtischen Regionen inzwischen die Nachfrage das Angebot deutlich, wodurch es besonders für Haushalte mit niedrigem Einkommen schwieriger fällt, adäquate Wohnungen zu finden. Auch die niedrigen Finanzierungsbedingungen dürften ein wesentlicher Grund sein, warum die Immobilienpreise weiter steigen werden. Gleichwohl verführt das billige Geld dazu, mehr zu riskieren, d. h. (tendenziell) unbedachte Kaufentscheidungen zu treffen oder überhöhte Preise zu zahlen. Vielerorts werden Immobilien auch aus Mangel an Anlagealternativen gekauft.

Wenngleich sich nach wie vor die Nachfrageentwicklung auf die besten und insbesondere guten Wohnlagen konzentrieren sollte, dürfte allmählich die Nachfrage nach durchschnittlichen und einfachen Lagen zunehmen. Gemäß einer Anfang 2013 durchgeführten Maklerumfrage ist in fast allen Regionen Deutschlands der Markt vor allen in angesagten Stadtvierteln sowie zentralen Innenstadtbereichen überhitzt, wobei im Süden sogar flächendeckend inkl. des Stadtrands und Umlands jeweils Spitzenwerte bei Mietwohnungen erzielt werden.

Gleichzeitig sind aber auch viele Städte und Regionen mit stagnierenden oder rückläufigen Wohnungsnachfragen konfrontiert. Dort gibt es ganz andere Probleme: wachsender Leerstand, geringe Auslastungen von öffentlicher Infrastruktur oder nur beschränkte Vermarktungsmöglichkeiten von Immobilien. In diesen Regionen dürften die Preise sogar fallen. Zusammenfassend ist davon auszugehen, dass institutionelle Investoren vor allem in den Metropolregionen weitere Investments auf dem deutschen Wohnungsmarkt tätigen werden, was den Preisauftrieb verstärken könnte. Auch die Tatsache, dass sich die Immobilienwirtschaft zunehmend internationalisiert hat und sich dadurch die Verflechtung zwischen den vormals eher regionalen bzw. nationalen Immobilienmärkten intensiviert hat, dürfte diesen Trend unterstützen.

Vor dem Hintergrund der im Wahlkampf heiß diskutierten Mietpreispbremse, die sich als Ergebnis von Koalitionsverhandlungen nicht ausschließen lässt, könnte bei potenziellen Investoren zumindest kurzfristig eine gewisse Verunsicherung hervorrufen werden.

Karl-Heinz Goedeckemeyer ist unabhängiger Finanzanalyst (CREA) & Wirtschaftspublizist in Frankfurt/Main. Seit knapp sieben Jahren analysiert er börsennotierte Immobilienunternehmen sowie Immobilienmärkte insbesondere im deutschsprachigen Raum. Zuvor hat er mehrere Jahre als Aktienanalyst europäische und US-amerikanische Banken analysiert und an Publikationen und Produkten zum Kapitalmarktresearch mitgewirkt.

Kontakt Daten: Email: kgoedeckem@aol.com, Adr.: 60433 Frankfurt; Bonameser Str 15; Tel: 069-281510

Charttechnik für Langfristanleger Teil 3: Globale Sektortrends

Von Karl-Heinz Thielmann

In den vergangenen beiden Ausgaben von „Mit ruhiger Hand“ wurden einige grundlegende Analysetechniken der Charttechnik sowie ihre Anwendung am Beispiel der Bestandteile des DAX 30 vorgestellt. In diesem Beitrag werden Indizes analysiert, und zwar diejenigen von globalen Sektoren.

Traditionellerweise liegt der Fokus von Anlegern sehr stark auf Ländern oder Regionen. Der Grund hierfür ist, dass die Konjunkturen in den einzelnen Teilen der Welt unterschiedlich verlaufen. Zudem sind die strukturellen Voraussetzungen für Wachstum verschieden. Dennoch zeigt sich, dass die Entwicklung von Länderindizes oftmals sehr viel stärker miteinander zusammenhängt als diejenige der Sektoren. Dies hat mehrere Gründe.

Zum einen ist in einer globalisierten Wirtschaft insbesondere für Unternehmen aus den entwickelten Volkswirtschaften die Welt ihr Heimatmarkt geworden. Für nicht wenige deutsche Firmen haben z. B. die USA oder auch China inzwischen eine größere Bedeutung als Europa. Insofern ist für sie die entscheidende Performancekomponente, wie die generellen Aussichten für ihre Branche sind und wie sie sich innerhalb ihres Sektors gegenüber den Wettbewerbern positionieren. Auch bei stark regional orientierten Branchen wie Versorgern oder Banken gibt es inzwischen globale Trends, die regionale Entwicklungen dominieren.

Aber auch bei Indizes aus Schwellenländern ist auffällig, dass ihre Entwicklung mehr von Sektor dominiert wird als von der regionalen Wirtschaftsdynamik. Die großen Marktkapitalisierungen sind oftmals in sehr traditionellen Branchen wie Versorgung, Öl oder Banken anzutreffen, die von der Wachstumsdynamik nicht profitieren bzw. teilweise sogar gefährdet werden. Dass sich z. B. der chinesische Aktienmarkt im letzten Jahrzehnt im Gegensatz zur Gesamtwirtschaft so enttäuschend entwickelt hat, hätte für denjenigen Investor keine Überraschung sein dürfen, der die Sektorstruktur dieses Marktes genau analysiert hätte.

Um die globalen Sektortrends darzustellen, wurde in dieser Analyse auf die Sektorindizes des STOXX® Global 1800 zurückgegriffen. Unternehmen werden aufgrund ihrer Haupteinnahmen einer von 19 übergreifenden Branchen zugeordnet – in der Definition von STOXX® „Supersektoren“. Für diese stehen seit Ende 1991 Indizes zur Verfügung, die die Performance in € auf NettoReturn-Basis berechnen, also inklusive reinvestierter Nettodividenden.

Anteile und Performance der Sektoren in €			
im STOXX® Global 1800 Net Return Index	Anteil am Gesamtindex *)	Performance bis zum 30.09.2013	
		seit 31.12.1991	seit 21.12.2002
Gesamtindex	100,0%	334%	92%
Industrielle Güter und Dienstleistungen	11,2%	330%	130%
Banken	10,0%	138%	18%
Gesundheit	9,7%	581%	96%
Technologie	9,3%	478%	87%
Öl und Gas	8,8%	715%	152%
Einzelhandel	5,9%	407%	108%
Privatbedarf und Haushaltswaren	5,6%	441%	135%
Nahrung und Getränke	5,4%	484%	132%
Versicherungen	4,4%	256%	40%
Telekommunikation	4,2%	405%	91%
Versorger	3,7%	254%	92%
Finanzdienstleistungen	3,4%	388%	66%
Automobilbau und Zulieferer	3,2%	420%	126%
Immobilien	3,2%	341%	145%
Chemie	2,8%	592%	194%
Reise und Freizeit	2,8%	356%	167%
Medien	2,7%	424%	100%
Grundstoffe	2,6%	234%	110%
Bau und Baumaterial	1,1%	144%	126%

*) nach Marktkapitalisierung; Daten vom 30.09. 2013

Quelle Stoxx

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Bei der Betrachtung der Sektorentwicklungen über diesen Zeitraum fällt Folgendes auf:

- Die Entwicklung Ende der 90er Jahre war ganz eindeutig durch eine Spekulationsblase in Internet-, Telekom- und Medienaktien verzerrt.
- Es gibt über den Gesamtzeitraum klare Gewinner und Verlierer.
- Bei Gewinnern ist die Bedeutung von Branchen mit „must have“-Produkten (Öl und Gas, Gesundheit) oder Markenartikeln (Privatbedarf und Haushaltswaren, Nahrungsmittel und Getränke) auffällig.
- Mittelfristig kam es aber zu größeren Unterschieden in der Wertentwicklung der Sektoren; so gab es keine Branche, die in jedem Jahr konsistent besser oder schlechter war.
- Für die überwiegende Anzahl von Branchen gibt es spezifische Performancezyklen.
- Traditionell als „konjunkturzyklisch“ eingestufte Branchen wie Automobil, Chemie oder Grundstoffe zeigen völlig unterschiedliche Verläufe. Keinen Zusammenhang zeigen ebenfalls früher als „stabil“ angesehene Branchen wie Versorger oder Nahrungsmittel. Alte Unterscheidungsmuster in „defensiv“ oder „aggressiv“ bzw. „zyklisch“ oder „ertragsstabil“ eignen sich offensichtlich nicht für eine Einordnung von Sektortrends

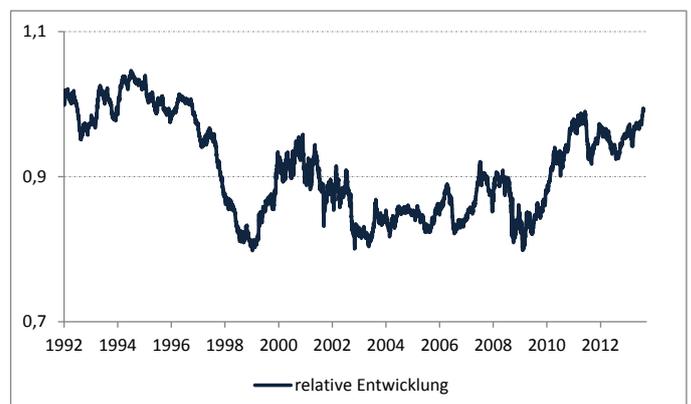
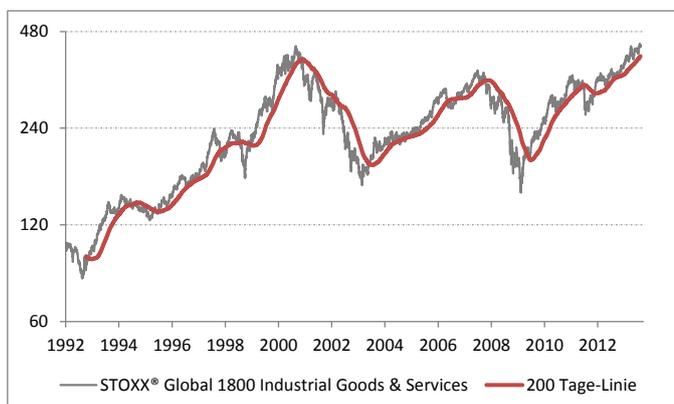
Bevor im folgenden die Sektorentwicklungen im einzelnen dargestellt werden, möchte ich wie in der vorherigen Ausgabe auch noch einmal ausdrücklich darauf hinweisen, dass wir alleine aus dem Chartbild keine Kauf- und Verkaufsempfehlungen ableiten. Allerdings sehen wir die Chartanalyse als sehr hilfreich an, um 1) bestehende fundamentale Einschätzungen zu überprüfen; sowie um 2) neue Investmentideen zu erhalten.

Industrielle Güter und Dienstleistungen (Anteil: 11,2%)

(Typische Unternehmen: Siemens; Atlas Copco; United Technologies)

Dieser Sektor ist gemessen an der Marktkapitalisierung das größte Segment. Er enthält die großen Unternehmen der Kapitalgüterindustrie, ist mit 262 teilweise sehr unterschiedlichen Unternehmen (knapp 15% aller Bestandteile) aber trotzdem eines der vielfältigsten Segmente. Insofern ist wenig überraschend, dass sich bei dieser Branche auf den ersten Blick keine eindeutige Differenzierung gegenüber anderen ergibt.

Absolut befindet sich der Sektor in einem Aufwärtstrend und relativ in einem langfristigen Seitwärtstrend. Interessant ist allerdings, dass dieser Sektor insbesondere nach der Finanzkrise deutlich an relativer Stärke gewonnen hat und möglicherweise jetzt auch in der relativen Betrachtung einen neuen Aufwärtstrend etablieren kann.



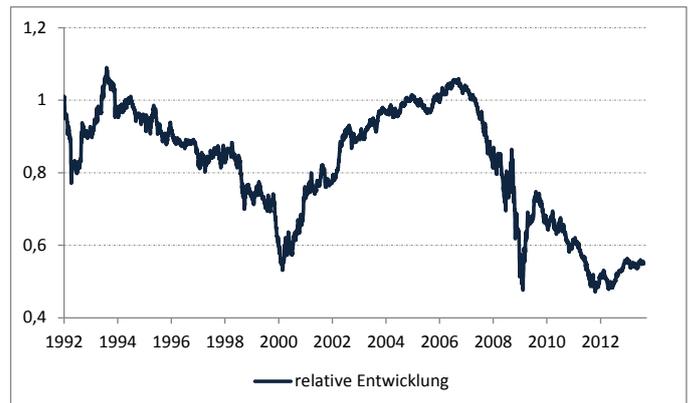
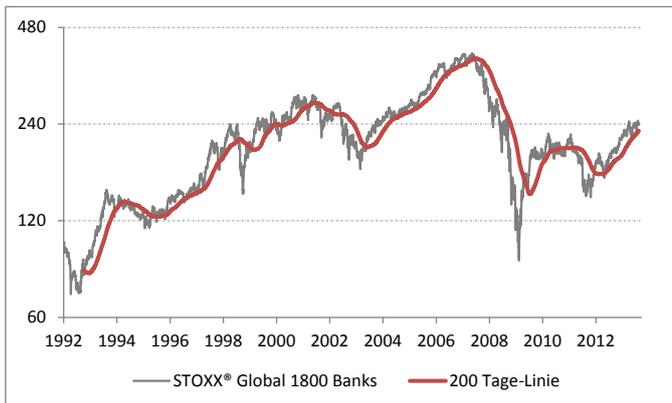
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Banken (Anteil: 10,0%)

(Typische Unternehmen: Industrial and Commercial Bank of China, Santander, JPMorgan Chase & Co.)

Trotz einem massiven Bedeutungsverlust durch die Finanzkrise ist der Bankensektor mit einem Anteil von ca. 1/10 immer noch die zweitgrößte Branche. In der Betrachtung der relativen Entwicklung zeigt sich, dass die Kursentwicklung sehr zyklisch ist und zu starken Schwankungen neigt. Nach einer stark negativen Wertentwicklung und erfolgter Bodenbildung ist allerdings der relative Abwärtstrend seit 2006 gebrochen; daher erscheint eine Gegenbewegung gut möglich. Es ist aber sehr fragwürdig, wie nachhaltig diese sein kann.

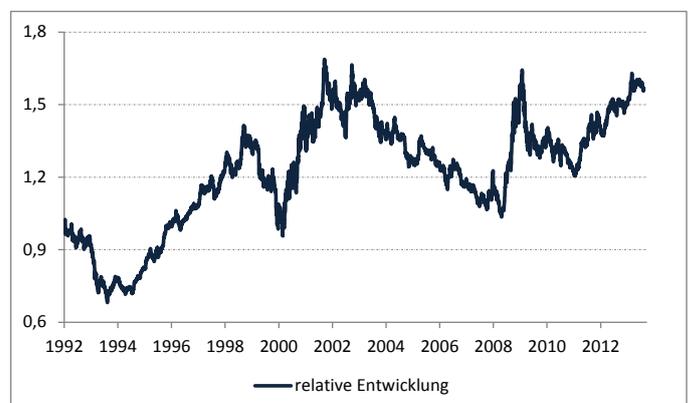
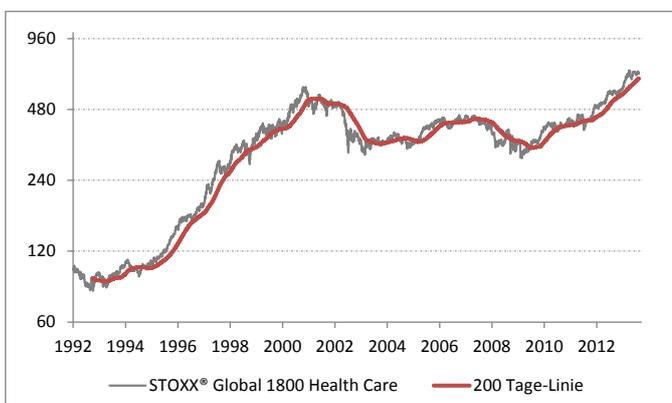


Gesundheit (Anteil: 9,7%)

(Typische Unternehmen: Roche, Gilead Sciences, Johnson & Johnson)

Diese Branche vereint sowohl Pharmahersteller, Biotechunternehmen sowie Medizintechnikanbieter. Traditionell eine relativ defensive Branche, musste sie zu Beginn des Jahrtausends eine längere Phase der Unsicherheit durchmachen, als das „Blockbuster“-Geschäftsmodell der großen Pharmakonzerne zunehmend unter Druck geriet. Seit der Finanzkrise haben sich aber wieder Aufwärtstrends etabliert, die nach wie vor anhalten.

Ungewöhnlich ist, dass die Entwicklung absolut gesehen sehr viel stabiler war als relativ, wie z. B. während der Internetblase 2000 oder der Finanzkrise 2008 zu sehen war. Gesamtmarktrends spielen für diese Branche offensichtlich eine geringerer Rolle als Sektorthemen.



Mit ruhiger Hand

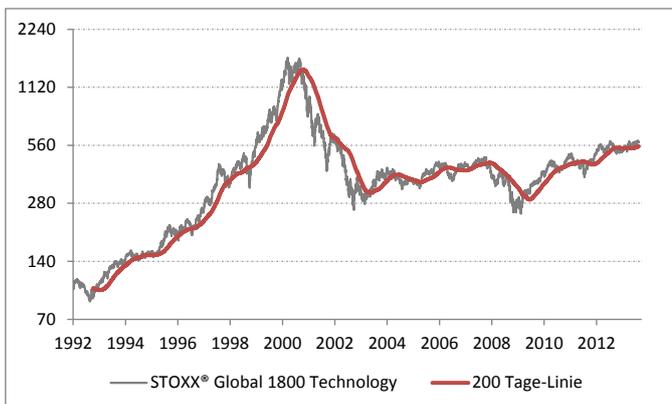
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Technologie (Anteil: 9,3%)

(Typische Unternehmen: Apple, SAP, Taiwan Semiconductor)

Der Technologiesektor beinhaltet sowohl Hardware wie auch Softwareanbieter und Produzenten für Konsumgüter wie auch für industrielle Kunden; die Branche ist insofern sehr heterogen. Absolut betrachtet tendiert sie seit einigen Jahren wieder aufwärts. In der relativen Sichtweise befindet sich der Sektor – von der Spekulationsblase zur Jahrhundertwende abgesehen – in einem Seitwärtstrend, wobei im Moment die Gefahr eines Übergangs in eine Abwärtsbewegung besteht. Obwohl Technologie also immer wichtiger wird, sind die Unternehmen dieses Bereichs nicht in der Lage, dies in der Breite in eine überdurchschnittliche Performance umzusetzen.

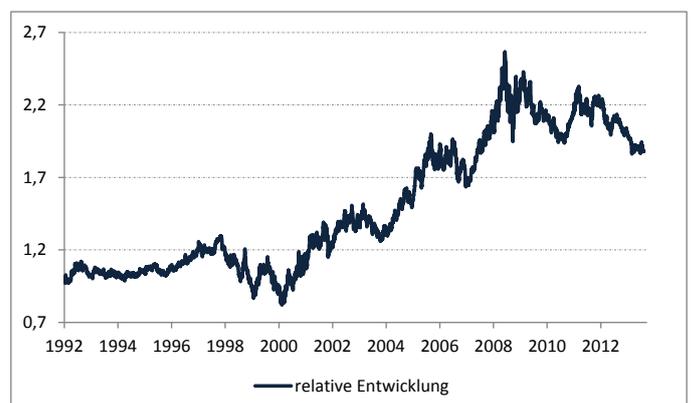
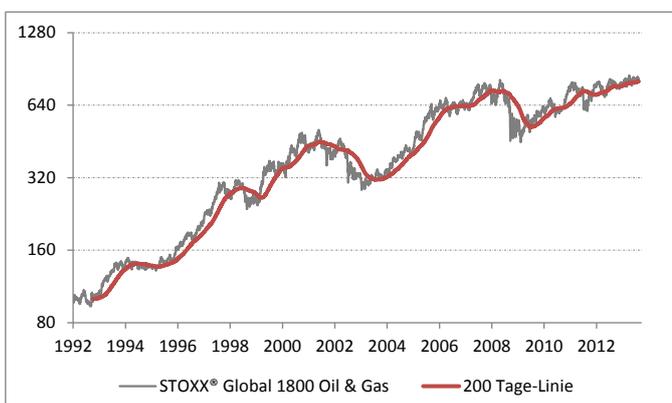
Fundamental gesehen ist der Technologiebereich ein Sektor mit überdurchschnittlichen Chancen, aufgrund der hohen Wettbewerbsintensität und den kurzen Innovationszyklen aber auch mit sehr großen Risiken. Diese zwiespältige Entwicklung spiegelt sich zumindest in den letzten Jahren im Chartbild wieder.



Öl und Gas (Anteil: 8,8%)

(Typische Unternehmen: Petrochina, Exxon, Schlumberger)

Einer der besten Sektoren im letzten Jahrzehnt, jedoch lässt absolut gesehen die Dynamik der Aufwärtsbewegung nach. Zudem scheint sich derzeit ein relativer Abwärtstrend gegenüber dem Gesamtmarkt herauszubilden. Gegenüber diesem Sektor ist äußerste Vorsicht angebracht, auch wenn kurzfristig eine positive Gegenbewegung möglich scheint.



Mit ruhiger Hand

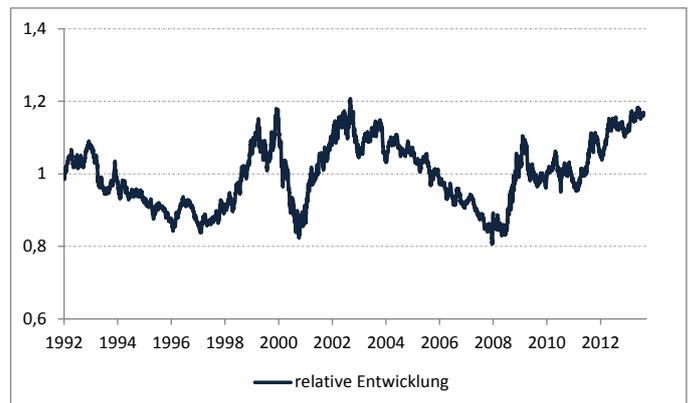
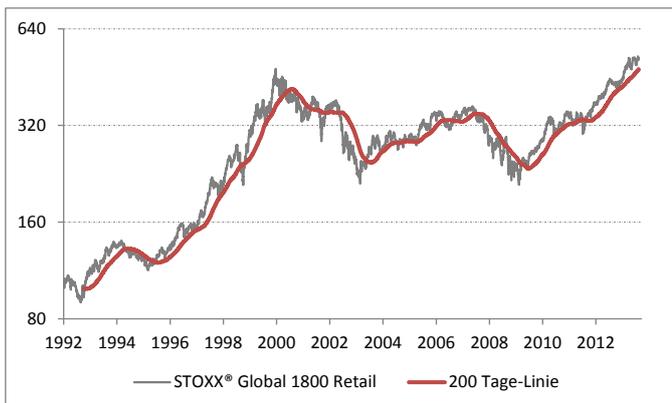
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Einzelhandel (Anteil: 5,9%)

(Typische Unternehmen: Amazon; Walmart; Inditex)

Absolut betrachtet befindet sich der Sektorindex in einer intakten Aufwärtsbewegung. Relativ gesehen bewegt er sich seitwärts.

Diese Branche ist in den letzten Jahren besonders stark durch die zunehmende Bedeutung des Internets betroffen worden. Dies hat sich in starken Verschiebungen innerhalb der Branche bemerkbar gemacht, aber weniger in der Gesamtpformance des Sektors. Für den Anlageerfolg in diesem Segment ist daher vor allem die richtige Einzelwertauswahl wichtig.

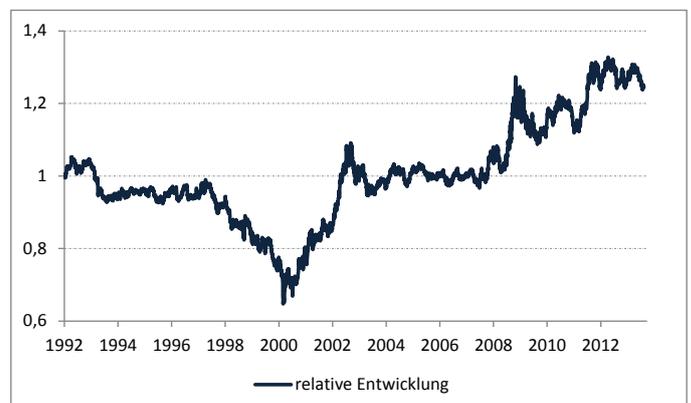
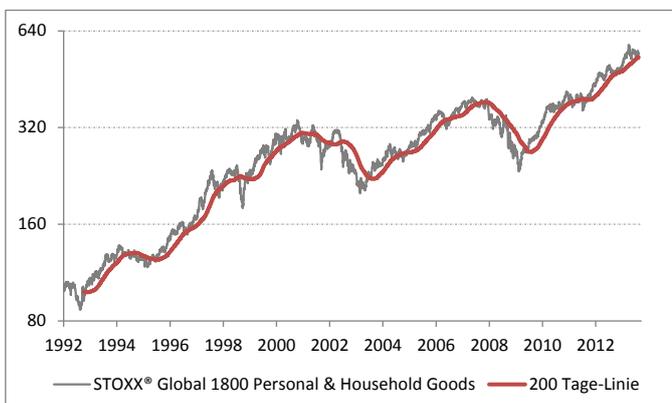


Privatbedarf und Haushaltswaren (Anteil: 5,6%)

(Typische Unternehmen: Proctor & Gamble; Nike; Samsung Electronics)

Sowohl in absoluter wie auch relativer Hinsicht besteht ein intakter Aufwärtstrend.

In diesem Sektor sind vor allem Markenartikel vereint. Allerdings gibt es sehr unterschiedliche Segmente wie Kosmetik und Körperpflege, Luxusgüter, Sportartikel oder Konsumelektronik, die von verschiedener Wettbewerbsintensität geprägt sind. Als übergreifender Erfolgsfaktor in diesem Segment kann allerdings das Management von Marken identifiziert werden. Die Bereitschaft von Konsumenten, für Markenartikel hohe Margen zu bezahlen, ist entscheidend für die Ertragsentwicklung.



Mit ruhiger Hand

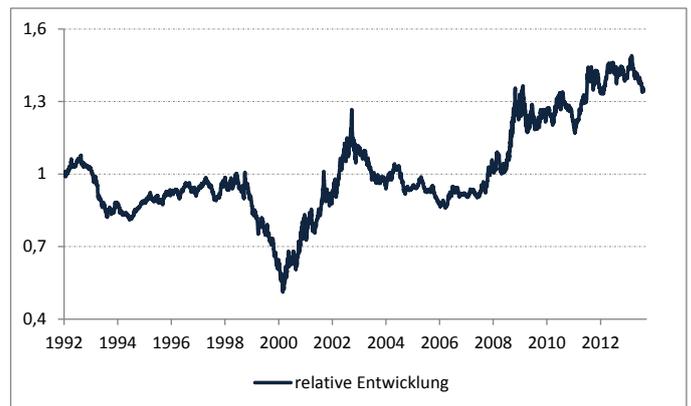
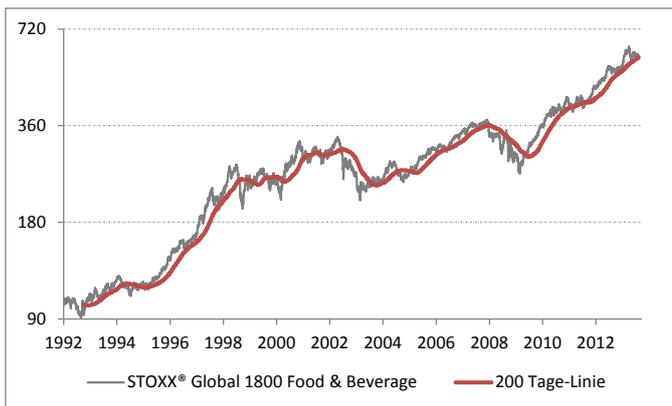
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nahrungsmittel und Getränke (Anteil: 5,4%)

(Typische Unternehmen: Nestlé, Unilever, Anheuser-Busch Inbev)

Sowohl in absoluter wie auch relativer Hinsicht besteht ein intakter Aufwärtstrend.

Dieser Sektor ähnelt von der Entwicklung sehr stark dem Verlauf von „Privatbedarf und Haushaltswaren“, war aber noch etwas stabiler und besser. Dies hängt damit zusammen, dass die Nachfrage nach Nahrungsmitteln und Getränken relativ wenig von konjunkturellen Faktoren abhängt und daher stabiler ist als in allen anderen Branchen. In beiden Segmenten haben Marken entscheidende Bedeutung für den Unternehmenserfolg.

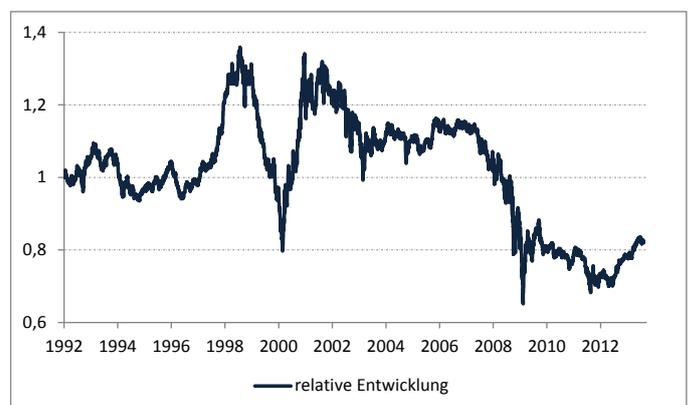
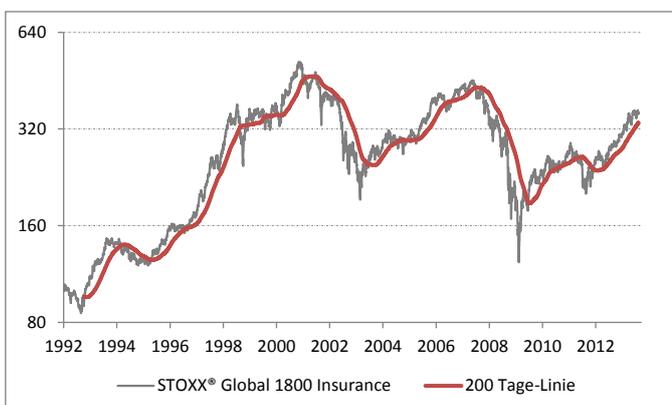


Versicherungen (Anteil: 4,4%)

(Typische Unternehmen: Allianz, Münchner Rück, Ping An)

Der Sektor befindet sich sowohl absolut wie auch langfristig in einem Abwärtstrend. Bei einer Fortsetzung der jüngsten Aufwärtsbewegung wird dieser negative Trend jedoch demnächst getestet.

Versicherungen sind Kapitalsammelstellen und gelten traditionell als sehr abhängig von der Entwicklung der Finanzmärkte. Dass sich schon vor der Finanzkrise trotz positiver Märkte relativ gesehen ein klarer Abwärtstrend herausgebildet hat, ist kein gutes Zeichen für den Sektor und deutet auf grundlegende fundamentale Probleme hin.



Mit ruhiger Hand

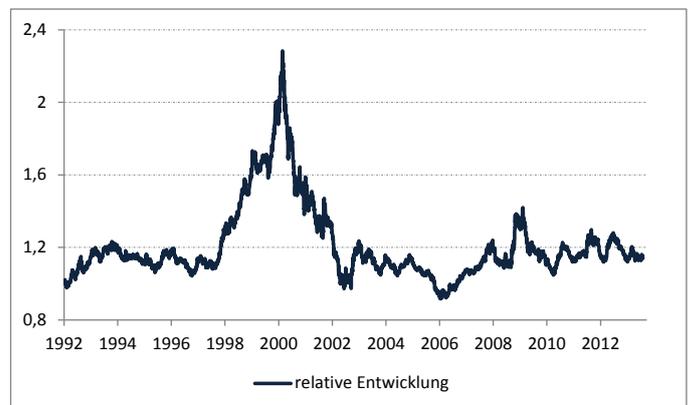
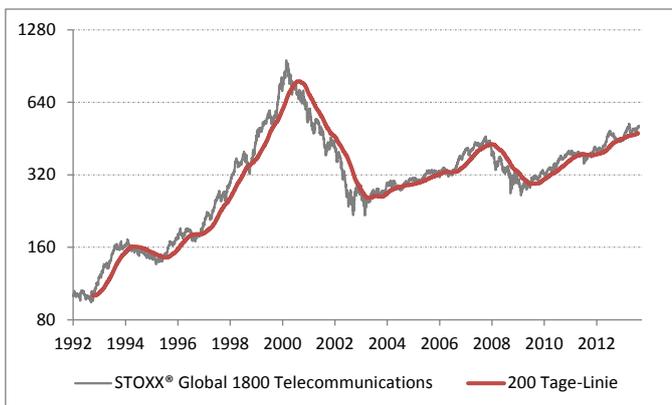
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Telekommunikation (Anteil: 4,2%)

(Typische Unternehmen: China Mobile, AT&T, Vodafone)

Absolut gesehen befindet sich der Telekommunikationssektor in einer Aufwärtsbewegung, relativ gesehen in einem Seitwärtstrend, bei dem sich der Übergang in einen Abwärtstrend andeutet.

Der Sektor bewegt sich erstaunlich ähnlich der Technologiebranche, auch wenn auf den ersten Blick die Geschäftsmodelle unterschiedlich scheinen. Was beide aber vereint, ist einerseits ein hohes Mengenwachstum, andererseits aber auch eine hohe Wettbewerbsintensität, sodass die überdurchschnittliche Dynamik der Branche nur zu einer mittelmäßigen Aktienperformance führt.

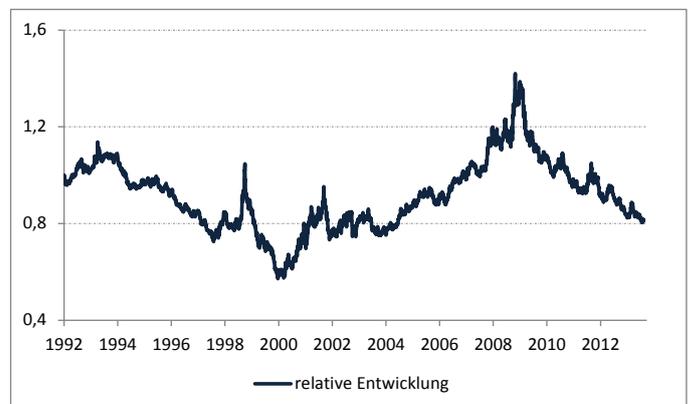
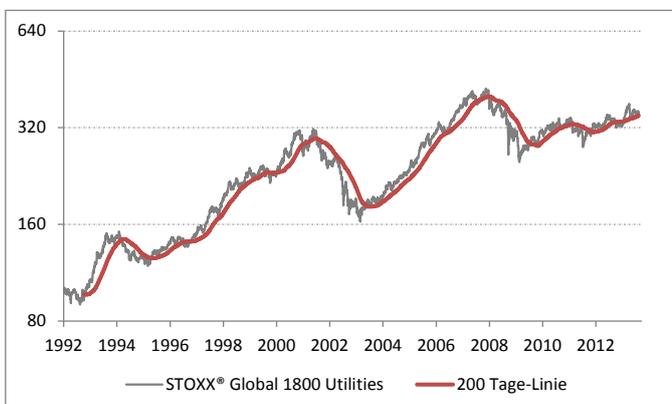


Versorger (Anteil: 3,7%)

(Typische Unternehmen: Eletrobras, E.ON, GDF Suez)

Der Versorgersektor zeigt absolut gesehen eine leichte Aufwärtstendenz, blieb aber in den letzten Jahren deutlich hinter der Gesamtmarktentwicklung zurück. Der relative Abwärtstrend ist voll intakt, es gibt keine Anzeichen einer Stabilisierung.

Dieser Sektor leidet weltweit unter hohen Investitionserfordernissen, politischen Eingriffen und niedrigem Wachstum. Insofern passt hier das technische Bild zum fundamentalen Eindruck der Branche.



Mit ruhiger Hand

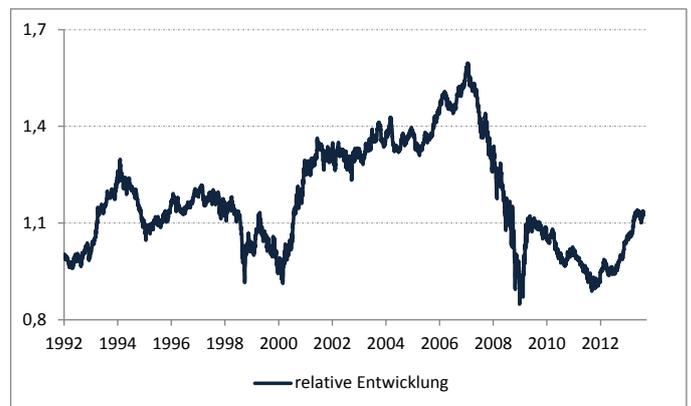
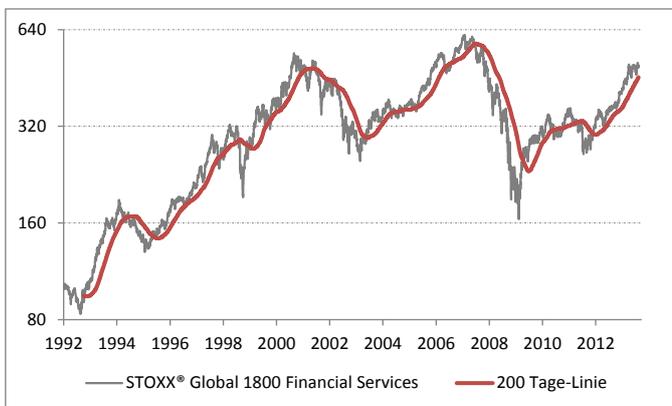
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Finanzdienstleistungen (Anteil: 3,4%)

(Typische Unternehmen: Visa, American Express, Berkshire Hathaway)

Dieser Sektor ist mit verschiedenartigen Finanzdienstleistern und Beteiligungsgesellschaften relativ heterogen. Er war besonders stark von der Finanzkrise betroffen, die den vorherigen Aufwärtstrend jäh unterbrach. Absolut hat sich inzwischen ein neuer Aufwärtstrend etabliert, der von der relativen Entwicklung aber noch bestätigt werden muss.

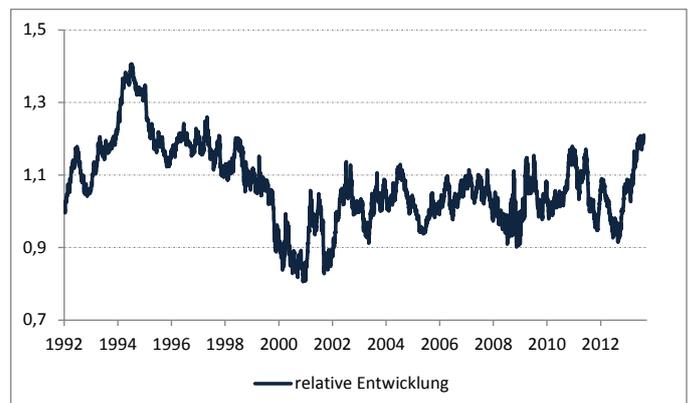
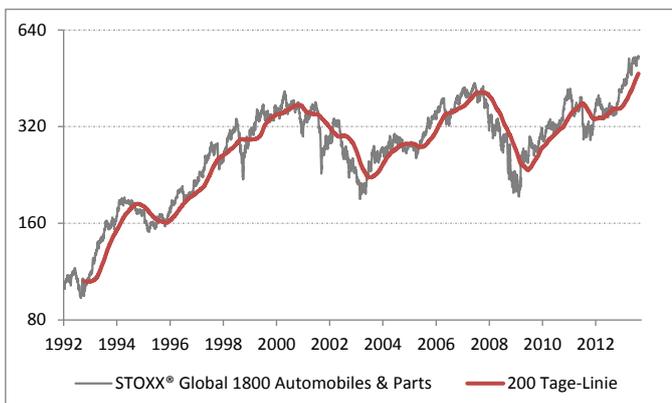
Alles in allem haben die Finanzdienstleister jedoch eine erheblich bessere Entwicklung als die traditionellen Banken oder Versicherungen gezeigt, weil sie nicht nur in Abschwungphasen partizipieren, sondern auch in der Lage sind, von einer positiven Entwicklung der Kapitalmärkte zu profitieren.



Automobilbau und Zulieferer (Anteil: 3,2%)

(Typische Unternehmen: Continental, Hyundai, BMW)

Die Aktien der Kraftfahrzeughersteller bewegten sich seit dem Ende des Technologiebooms unter hohen Schwankungen seitwärts. Dies ist auf den ersten Blick erstaunlich, da sie als sehr zyklisch gelten und innerhalb der Branche ein harter Verdrängungswettbewerb tobt. Dies zeigt, dass es – ähnlich wie beim Einzelhandel – innerhalb der Branche starke Verschiebungen gibt, diese sich aber auf die Gesamtentwicklung des Sektors kaum auswirken. Auch in diesem Sektor sind daher Einzelwertentscheidungen wichtiger als Branchentrends.



Mit ruhiger Hand

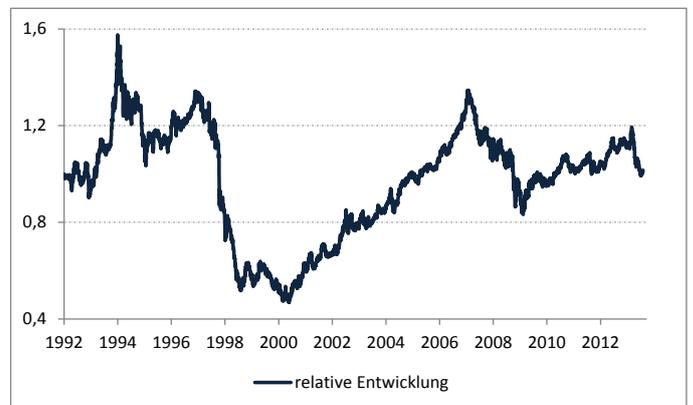
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Immobilien (Anteil: 3,2%)

(Typische Unternehmen: Mitsubishi Estate, Unibail-Rodamco, Simon Property Group)

Dieser Sektor hat in den letzten Jahren eine Aufwärtsentwicklung gezeigt. Der damit einhergehende absolute Aufwärtstrends sind aber nach dem Unterschreiten der 200-Tage-Linie gefährdet; in relativer Sichtweise ist der positive Trend sogar bereits gebrochen.

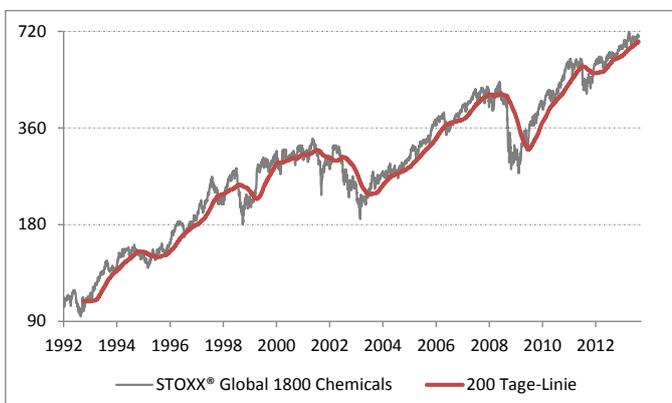
Allerdings handelt es sich um einen sehr heterogenen Sektor, da die Unternehmen meist regionale Schwerpunkte haben und die Immobilienmärkte sich nicht nur weltweit, sondern auch innerhalb eines Landes sehr unterschiedlich entwickeln. Insofern muss man mit generellen Aussagen sehr vorsichtig sein. Allerdings gelten Immobiliengesellschaften aufgrund einer oft hohen Verschuldung als sehr zinssensitiv, die jüngsten Probleme können mit einem erwarteten Ende der lockeren Geldpolitik zusammenhängen.



Chemie (Anteil: 2,8%)

(Typische Unternehmen: BASF, Linde, Dow Chemical)

Absolut besteht ein intakter Aufwärtstrend. Relativ gesehen ist der Sektor nach starker Outperformance in einen Seitwärtstrend eingemündet, bei dem noch nicht klar ist, ob er lediglich eine Korrekturphase vor einer Fortsetzung der Aufwärtsbewegung darstellt oder ein mögliches Zeichen für eine Trendwende.



Mit ruhiger Hand

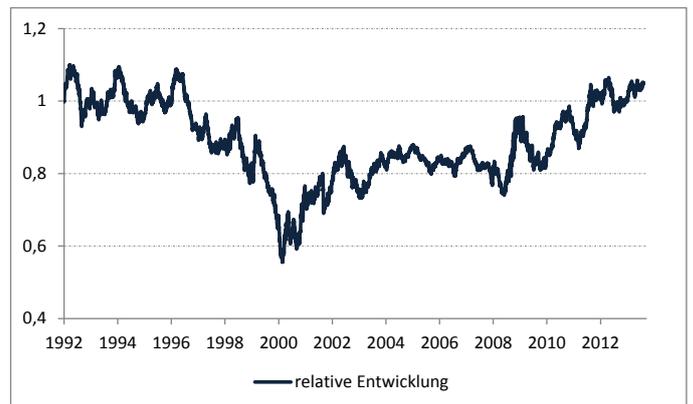
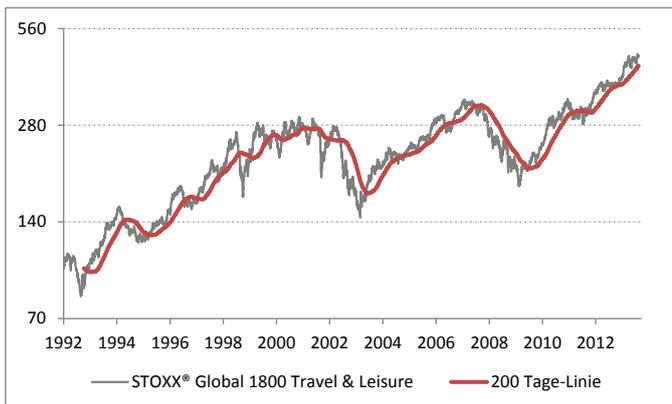
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Reise und Freizeit (Anteil: 2,8%)

(Typische Unternehmen: Marriott International, Carnival, Singapore Airlines)

Sowohl absolut wie relativ hat sich ein klarer Aufwärtstrend etabliert.

Dies ist insofern erstaunlich, weil diese Branche traditionell aufgrund der hohen Kapitalintensität und instabilem Konsumentenverhalten als sehr zyklisch gilt und von vielen Langfristinvestoren grundsätzlich abgelehnt wird. Die positive technische Sichtweise könnten diese Anleger als Anlass zur Überprüfung ihrer Einschätzung nehmen.

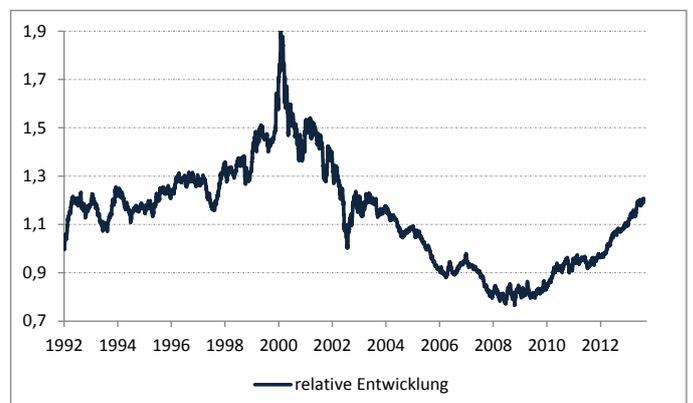
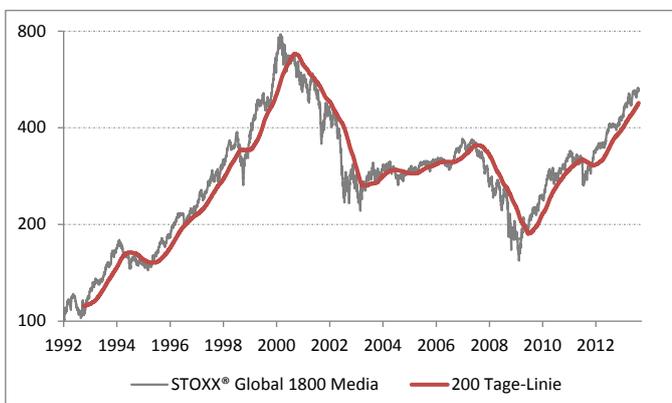


Medien (Anteil: 2,7%)

(Typische Unternehmen: Walt Disney, Vivendi, Naspers)

Der Mediensektor befindet sich derzeit in einer eindeutigen Aufwärtsbewegung, sowohl absolut wie auch relativ.

Diese Branche war sehr viel länger von den negativen Nachwirkungen des Platzens der Technologieblase um 2000 betroffen. Denn das Internet stellte die Geschäftsmodelle vieler traditioneller Medienfirmen radikal infrage, es kam zu einem schmerzhaften Anpassungsprozess. Die jüngsten positiven Entwicklungen signalisieren jedoch, dass dieser inzwischen abgeschlossen sein dürfte.



Mit ruhiger Hand

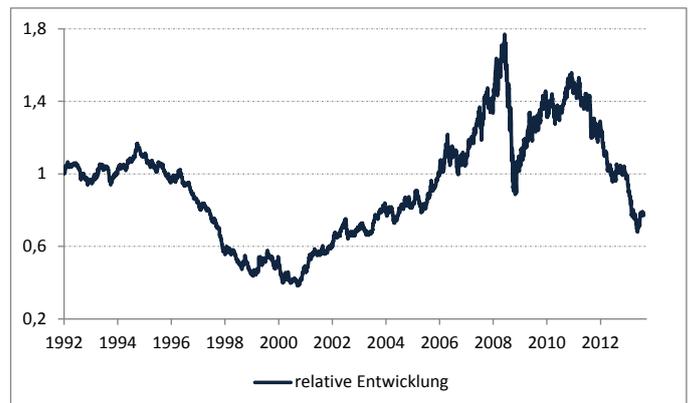
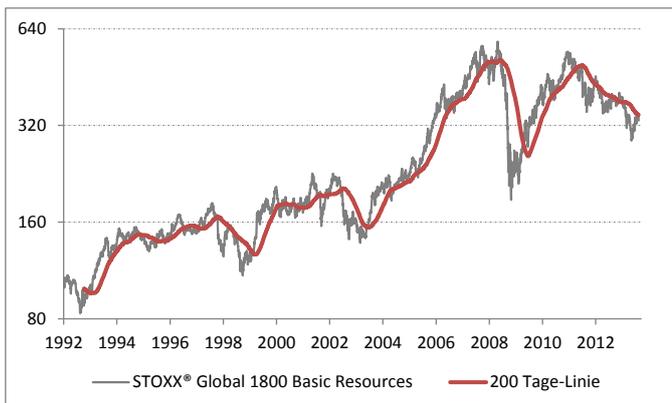
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Grundstoffe (Anteil: 2,6%)

(Typische Unternehmen: BHP Billiton, Alcoa, Vale SA)

Der Grundstoffsektor war wie kein anderer in den vergangenen Jahren starken Schwankungen unterworfen. Sowohl absolut wie relativ haben sich Abwärtstrends herausgebildet.

Interessant ist, dass dieser Sektor nur in Phasen steigender Rohstoffpreise eine eindeutig überdurchschnittliche Performance zeigen kann. Wenn die Preise für Grundstoffe fallen wie 2008 oder stagnieren wie derzeit oder in den 90er Jahren, kommt er unter Druck. Dies ist kein gutes Zeichen für eine Branche, deren Absatzpreise seit ca. 100 Jahren real fallen.

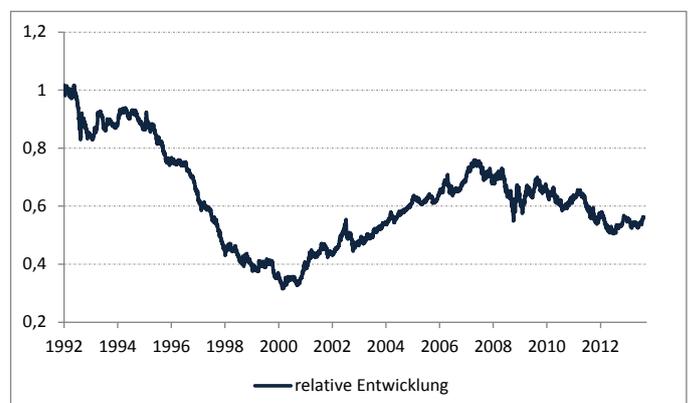
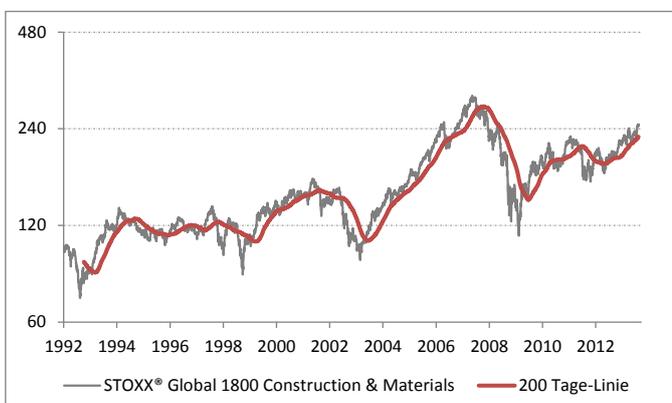


Bau und Baumaterial (Anteil: 1,1%)

(Typische Unternehmen: Lafarge, Skanska, ACS)

Absolut betrachtet befindet sich die Branche in einer Aufwärtsbewegung, der es aber an Dynamik mangelt. Dies drückt sich auch im relativen Abwärtstrend aus, der sowohl langfristig wie auch mittelfristig besteht.

Für Langfristanleger gibt das technische Bild keinen Anlass, über ein Investment in dieser Branche nachzudenken. Kurzfristig hingegen deutet sich in der relativen Entwicklung eine gewisse Bodenbildung an.



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.
Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Das Ziel „Begehrlichkeiten wecken“ wurde von BMW-Vorstand Dr. Reithofer 2007 in einer Rede in Shanghai formuliert:

<http://www.7-forum.com/news/Rede-von-Dr-Norbert-Reithofer-BMW-Group-1565.html>

Zum Thema „Skin in the Game“ vgl.: <http://www.blicklog.com/2013/08/12/neue-denker-ber-konomie-und-verantwortung-skin-in-the-game/>

Zu der Studie über den Wohnungsmarkt in Deutschland wurden neben den im Text explizit genannten folgende Quellen hinzugezogen: db Reseach: „Hauspreiszyklen“, Juli 2013; sowie: Immowelt 24 & Hochschule für Wirtschaft und Umwelt Nürtingen Geislingen: „Marktmonitor Immobilien 2013“ (Maklerumfrage)

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 24.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 7.10.2013.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

Interessenkonflikte: Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: keine
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.