

TELOS

Themen

Ausgabe 1

Beiträge für Investoren

von

SAL. OPPENHEIM

Privatbank seit 1789

Sal. Oppenheim jr. & Cie. AG & Co. KGaA

Nordea 

Nordea | Asset Management |

Sehr geehrte Damen und Herren!

Wir wünschen Ihnen ein frohes, gesundes und erfolgreiches Jahr 2016. Wir hoffen, dass Sie gut und erholt von vielleicht ein paar entspannenden Tagen mit Ihren Lieben in ein mit großer Wahrscheinlichkeit wieder sehr herausforderndes Jahr starten konnten.

Die Geschwindigkeit und Größe der Marktbewegungen mag auch in 2016 nicht geringer werden. Warum auch? Es liegen zu viele Aspekte vor, die in einem größeren zeitlichen Kontext betrachtet als neu oder zumindest neuartig zu bewerten sind. Einige befanden sich zwar schon länger in der Entwicklung, sind nun aber in eine neue Phase der Realisierung übergegangen. Einige Beispiele:

- Neuordnung der weltpolitischen und weltwirtschaftlichen Kräfteverhältnisse (insbesondere die Positionierung Europas und Chinas)
- Das geldpolitische Experiment / der geldpolitische Rettungsversuch der bisherigen Ausprägung der „westlichen“ Wirtschaftsordnung
- Die Auswirkungen des Internets auf die weltweite Meinungsbildung und den Meinungstransport

und nicht zuletzt gerade mit Bezug auf den direkten Einfluss auf die Aktivitäten an den Kapitalmärkten sind die in Umfang und Verbreitung neuartigen Informationsgewinnungs- und -verarbeitungsmöglichkeiten zu nennen (u.a. Stichwort „number-crunching“-Möglichkeiten in neuen Dimensionen).

Flexibilität, Neugierde, Geschwindigkeit, Professionalisierung und auch ein „neuer Mut“ bei der Kapitalanlage sind gefordert.

TELOS Themen ist von unserer Seite ein weiterer Unterstützungsversuch im neuen Umfeld. TELOS Themen greift Probleme, Inhalte, Ideen und Sichtweisen auf, die uns im Dialog mit Investoren und Asset Managern begegnen.

Ein oder zwei Asset Manager werden sich in dieser Heftreihe zu einem oder zwei von uns als aktuell und hilfreich eingeschätztem Thema äußern, um Ihnen z.B. zu aktuellen Marktmöglichkeiten Hilfe zu leisten.

In dieser Premierenausgabe richtet Nordea Asset Management Ihr Augenmerk auf eine konkrete Anlageopportunität.

Der Markt der dänischen Hypothekendarlehen im Niedrigzinsumfeld.

Vorstand Jan Albers geht dabei nicht nur auf die Marktsituation und die Chancen dieser Anlage ein. Es wird darüber hinaus auch das Produkt der dänischen Hypothekendarlehen und sein Markt erklärt, was speziell für den ein oder anderen Investor hilfreich sein kann, der sich im Detail vielleicht noch nicht im Speziellen mit der Anlage beschäftigt hat. Sie werden zudem mit historischen Konstellationen in diesem Segment konfrontiert, die Ihnen eine noch bessere Beurteilung der Chancensituation ermöglichen können.

Sal. Oppenheim möchte Sie für einen breiten Themenkomplex sensibilisieren. Im Fokus steht hier der Vorschlag zu einem neuen oder angepassten **Umgang in der Risikobetrachtung im Niedrigzinsumfeld** mit Folgerungen zur strategischen Asset Allocation, Diversifikationsanpassungen (u.a. Low.Vol.-Ideen) und der Bedeutung aktiven Handelns. Es wird hier auch noch einmal die Notwendigkeit unterstrichen, sich auch alternativen Anlagemöglichkeiten mehr zuwenden zu müssen, als dies in der Vergangenheit mit Dekaden fallender Zinsen im attraktiven Niveauumfeld notwendig war.

Ihnen lieber Leser wünschen wir nun eine anregende Lektüre und freuen uns auf Ihr Feedback.

Ihr TELOS Team



(Dr. Frank Wehlmann) (Dr. Felix Wittmann)

TELOS GmbH

Biebricher Allee 103
D-65187 Wiesbaden
Tel. +49-611-9742-100
Fax. +49-611-9742-200

Web: www.telos-rating.de
E-Mail: info@telos-rating.de

Inhaltsverzeichnis

Gesellschaft	Titel des Beitrages	
 SAL. OPPENHEIM Privatbank seit 1789	Risiken gezielt identifizieren, quantifizieren und managen	5
 Nordea	Dänische Hypothekendarlehen	15

SAL. OPPENHEIM

Privatbank seit 1789

Ein Beitrag von



Ulrich Hähner

(Leiter Institutionelle Kundenbetreuung)



Jörg Schellenberg

(stv. Leiter Institutionelle Kundenbetreuung)

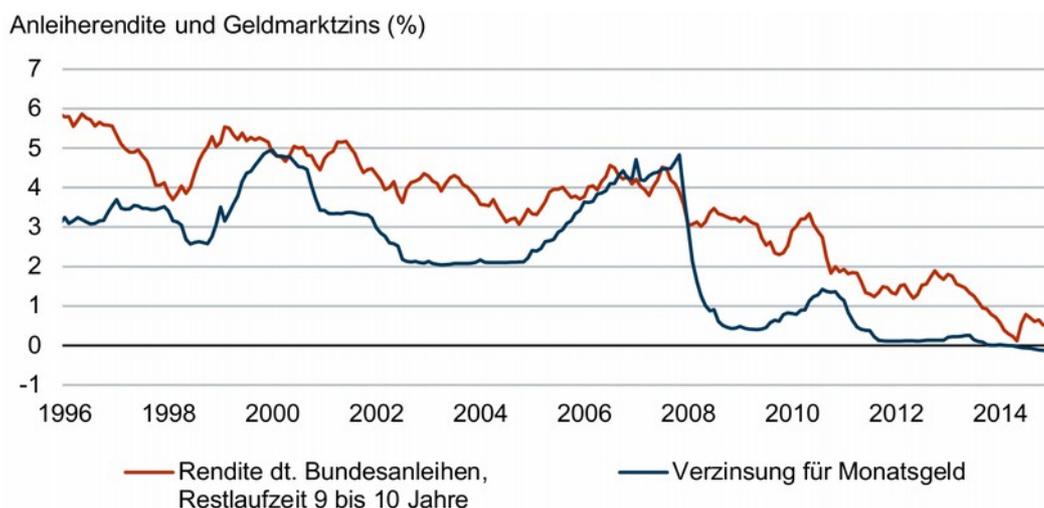
Risiken gezielt identifizieren, quantifizieren und managen

Anlagestrategien im Niedrigzinsumfeld

Über viele Jahre konnten Anleger mit einer nahezu beliebigen Zusammensetzung von Aktien- und Renteninvestments auskömmliche Renditen erzielen. Diese Zeiten sind vorbei. Und es deutet vieles darauf hin, dass das in absehbarer Zukunft so bleibt. Daher sollten institutionelle Investoren heute bereit sein, zusätzliche Risiken in begrenztem Umfang bewusst einzugehen. Das bedeutet, sie müssen diese Risiken identifizieren, quantifizieren und managen (lassen). Die Strategische Asset-Allokation, aktives Portfoliomanagement und eine effiziente Portfoliokonstruktion spielen dabei extrem wichtige Rollen.

Wie etwas wirklich war, erkennt man oft erst in der Rückschau. Vorausgesetzt, man ist über den Verdacht der Verklärung erhaben – zum Beispiel durch den nüchternen Blick auf vergangene Ergebnisse. Dieser konstatiert, auch wenn es sich nicht immer so anfühlte: Anleger lebten in den vergangenen 30 Jahren in einer Art Schlaraffenland. Die Rentenmärkte waren durch einen beeindruckenden und langfristigen Zinssenkungstrend geprägt (s. Grafik 1): Dieser bescherte Anleihebesitzern nicht nur einen auskömmlichen Kupon, sondern – in der Regel – auch Kursgewinne.

Grafik 1: Zinsentwicklung



Quelle: Deutsche Bundesbank, Stand: November 2015

Im gleichen Zeitraum verzeichneten die Aktienmärkte eine langfristige Aufwärtsbewegung, die lediglich von einigen, zum Teil crash-artigen Gegenbewegungen unterbrochen wurde. Insgesamt aber ergaben sich respektable Wertzuwächse.

Langfristige Asset-Allokation war Nebensache

Besonders erfreulich war, dass Anleger von diesem Aufwärtstrend profitierten, zumal die regulatorischen Vorgaben durch ein Kerninvestment in den ehemals sicheren Euro-Staatsanleihen erfüllt werden konnten. Also unabhängig davon, wie der genaue Mix aus den beiden Assetklassen Aktien bzw. Staatsanleihen aussah - eine ansprechende jährliche Rendite zur Bedienung etwaiger Zahlungsverpflichtungen war in der Regel gesichert. Auch das langfristige Mischungsverhältnis zwischen Aktien und Anleihen war in seiner Bedeutung für das Anlageergebnis zweitrangig. Renteninvestments boten einen „sicheren Hafen“. Mit ihnen konnte man dank ihrer positiven Wertentwicklung das Portfolio absichern, ohne mit dem Gesamtportfolio auf Rendite zu verzichten. Darüber hinaus waren die beiden zentralen Assetklassen über einen langen Zeitraum hinweg negativ korreliert: Gaben Aktien nach, stiegen in der Regel die Anleihen – und umgekehrt. Dieser Zusammenhang machte die Kombination von Aktien- und Rentenanlagen zur Absicherung im Portfolio besonders wirksam.

Anleger waren daher nicht auf aktives Portfoliomanagement oder alternative Investments angewiesen, wenn sie eine ausreichende Performance erzielen wollten. Ebenso verzichtbar waren ein professionelles Risikomanagement sowie der Einsatz von Absicherungsstrategien. Mit einer simplen „Buy and hold“-Strategie sowie passiven und „Long only“-Investmentkonzepten konnten sie zumindest mittel- bis langfristig zufriedenstellende Ergebnisse erzielen.

Vom Schlaraffenland zur Zinswüste

Inzwischen hat sich das Umfeld für Kapitalmarktanleger aber gravierend geändert, nicht zuletzt aufgrund der extrem expansiven Geldpolitik der führenden Notenbanken in den USA, Japan und im Euroland. Aus dem Schlaraffenland ist eine Zinswüste geworden. Vom derzeitigen, extrem niedrigen Niveau wird sich der über Jahrzehnte rückläufige Zinstrend nicht fortsetzen können. Die niedrigen Zinsen lassen sich zum Teil auch durch eine demografisch bedingte Investitionsschwäche erklären: Da in den kommenden Jahren die Bevölkerung eher schrumpfen, der Altenquotient steigen und demzufolge das Wachstum niedriger ausfallen wird, überrascht es nicht, wenn die Investitionsquote strukturell weiter sinken sollte.

An den internationalen Rentenmärkten ist, ausgehend von den USA, viel eher mit moderat steigenden Renditen zu rechnen. Diese gehen mit einem Verlustrisiko auf der Rentenseite einher, das in diesem Ausmaß in der Vergangenheit nicht bekannt war: Für ein Rentenportfolio, das beispielweise aus 75% deutschen Staatsanleihen und 25% Unternehmensanleihen besteht, drohen bei einem 2%-igen Zinsanstieg zweistellige Verluste (s. Tabelle 1)! Renteninvestments bieten somit mittel- bis langfristig keine „Rendite ohne Risiko“ mehr, sondern stellen für das Portfolio ein „Risiko ohne Rendite“ dar – und das gilt sowohl bei nominaler als auch insbesondere bei einer realen Betrachtungsweise.

Tabelle 1: Auswirkungen von Zinsänderungen auf ein Rentenportfolio

RENTENPORTFOLIO				
Gewichtung	75,0%	Sovereigns Germany		
	25,0%	Corporates		
Laufzeiten	Zinsänderungen			
	0,5%	1,0%	2,0%	3,0%
alle	-3,3%	-6,4%	-11,9%	-16,5%
1-3 Jahre	-0,9%	-1,9%	-3,7%	-5,4%
3-5 Jahre	-1,9%	-3,7%	-7,2%	-10,6%
5-7 Jahre	-2,7%	-5,4%	-10,4%	-15,0%
7-10 Jahre	-3,8%	-7,4%	-14,1%	-20,1%

Quelle: Sal. Oppenheim, Markit; Stand: März 2015

Erschwerend kommt hinzu, dass Aktien und Renten in den vergangenen Monaten überwiegend positiv korreliert waren. Dies hat den Diversifikationseffekt von Renteninvestments ausgerechnet in einer Zeit erheblich gemindert, in der man ihn gerne als Puffer im Portfolio einsetzen würde. An den Aktienmärkten halten sich die Renditeerwartungen nämlich in Grenzen, da die langfristigen Wachstumsperspektiven und damit die Aussichten für das Wachstum der Unternehmensgewinne durch den notwendigen Schuldenabbau gedämpft werden. In den vergangenen Monaten kamen noch Wachstumssorgen in den Schwellenländern hinzu, die nicht zuletzt durch sinkende Rohstoffpreise ausgelöst wurden.

Der Wachstumsimpuls, den die Schwellenländer an die Industrieländer abgeben, wird daher schwächer und kann nur teilweise durch die stabile Inlandsnachfrage kompensiert werden. Insofern dürften die meisten Industrieländer weiterhin nur moderat wachsen.

Insgesamt haben die Risiken für die wirtschaftlichen Aussichten in der jüngeren Vergangenheit zugenommen. Entsprechend dürften die Volatilitäten an den liquiden Wertpapiermärkten vergleichsweise hoch bleiben, da die Unsicherheit über den endgültigen Ausgang des geldpolitischen Experiments der Notenbanken für lange Zeit fortbestehen wird. Die im Übermaß vorhandene Liquidität an den Märkten dürfte zudem für starke und schnelle Wechsel der Kapitalbewegungen und damit zu entsprechend hohen Kursschwankungen führen.

Strategische Asset-Allokation gewinnt an Bedeutung

Wie können und wie sollten Investoren auf dieses veränderte Kapitalmarktumfeld reagieren? Resigniert zu akzeptieren, dass mit einer Anlage in Bundesanleihen für sehr lange Zeiträume keine Renditen oberhalb der Inflation zu rechnen ist, sollte insbesondere für institutionelle Investoren keine seriöse Alternative darstellen. Lohnende Investitionsmöglichkeiten bestehen vor allem in den risikobehafteten Anlageklassen. Hierfür müssen Investoren und ihre Berater und Vermögensverwalter diese Risiken identifizieren, quantifizieren und managen.

Neben einer grundsätzlich höheren Risikobereitschaft des Anlegers gewinnt in einem „low return“-Umfeld zweifelsohne die Strategische Asset-Allokation für den langfristigen Anlageerfolg an Bedeutung, wenn man eine langfristig zufriedenstellende Renditeerwartung erreichen möchte. Anstelle der früher ausreichenden Aufteilung in (oft nur inländische) Aktien, Renten und Geldmarktpapiere sollten Investoren ihr Anlageuniversum zukünftig deutlich erweitern und den teilweise immer noch vorhandenen „home bias“ überwinden mit dem Ziel, die erforderliche stärkere Diversifikation zwischen den Assetklassen auszunutzen und Klumpenrisiken zu vermeiden.

„Die Strategische Asset-Allokation gewinnt für den langfristigen Anlageerfolg an Bedeutung – über Assetklassen und Anlagekonzepte.“

Diese Erweiterung der Anlagen, die für ein Portfolio in Frage kommen, geht mit einer breiteren Auffächerung in die jeweiligen Sub-Assetklassen einher: Im Rentenbereich bieten sich zum Beispiel High-Yield-Anlagen oder Loans an. Auf der Aktienseite kann es sich lohnen, über ausgewählte internationale Märkte beziehungsweise über Small und Mid Caps nachzudenken. Auch „neue“ Renditequellen, wie beispielweise Fremdwährungs- und Volatilitätsmanagement können eine interessante Ergänzung darstellen. Darüber hinaus werden alternative Investments wie Immobilien, Private Equity, Rohstoffe oder Infrastrukturinvestments mit höherem Gewicht als bisher in der Strategischen Asset-Allokation Berücksichtigung finden. Erstens wirken diese Investments durch ihre geringe Korrelation zu den herkömmlichen Assetklassen positiv im Portfoliokontext. Zweitens können sie dem Anleger so genannte „Illiquiditätsprämien“ bescheren. Ob diese im Einzelfall tatsächlich zu realisieren sind, sollte jedoch immer einer genauen Überprüfung unterzogen werden.

Low-Volatility-Investments bieten Anlegern die Möglichkeit, zu deutlich reduzierten Risiken am Aktienmarkt zu partizipieren.

Stärkere Diversifikation über verschiedene Anlagekonzepte

Neben einer stärkeren Diversifikation zwischen den Assetklassen wird es künftig notwendig sein, auch zwischen verschiedenen Anlagekonzepten breiter zu streuen. Um die Portfoliostabilität zu erhöhen, sollten bei den Investoren daher marktneutrale, Long/Short- und Absolut-Return-Anlagekonzepte wie Hedgefonds an die Seite der heute überwiegend als „Long only“ ausgerichteten Investmentkonzepte treten. Darüber hinaus empfiehlt es sich, benchmarkorientierte Investments, die sich an marktkapitalisierten Indizes ausrichten, durch Anlagekonzepte zu ersetzen, die alternative Gewichtungskonzepte verwenden. Gute Beispiele hierfür sind Fundamental-Indexing- oder Minimum-Varianz-Ansätze.

Aktiv-quantitatives Aktienmanagement von Sal. Oppenheim

Bei seinen Aktieninvestments stützt sich das Bankhaus Sal. Oppenheim auf einen aktiven quantitativen Selektionsprozess, bei dem mehrere tausend Titel anhand von verschiedenen Einzelfaktoren bewertet werden (s. Grafik 2). Auf Basis einer hohen Datenqualität, einer Titelselektion und eines disziplinierten Portfoliokonstruktions- und -managementprozesses konnte das aktive und quantitative Portfoliomanagement von Sal. Oppenheim in 14 der vergangenen 15 Jahren seine Benchmark schlagen.

„Unser aktives und quantitatives Portfoliomanagement konnte in 14 der vergangenen 15 Jahren seine Benchmark schlagen.“

Grafik 2: Überblick Research-Prozess



Aktiv-quantitatives Aktienmanagement – Baustein Datenbank

Grundlage jeder einzelnen Investmententscheidung sind umfassende Mengen an fundamentalen Daten, die mittels neuester Technologien auf Basis wissenschaftlicher Methoden ausgewertet werden.

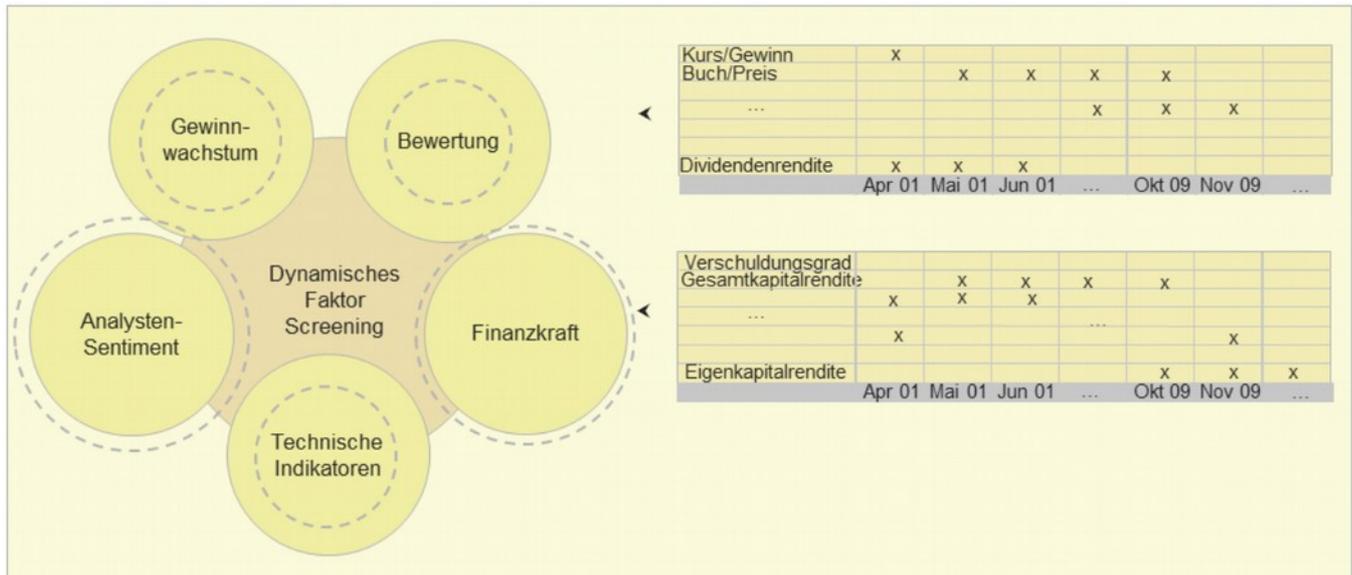
Hierfür werden zunächst Daten mit unterschiedlicher Frequenz (tägliche Preisdaten, monatliche Analystenschätzungen oder (viertel-)jährliche Bilanzkennzahlen) zu einem synchronen Datensatz zusammengeführt. Zudem wird sichergestellt, dass zu einem bestimmten Zeitpunkt nur die bis dahin bekannten Informationen einfließen. Vor Aufnahme in die Datenbank werden die Daten aufgearbeitet, das heißt, zwischen Beschaffung und Bearbeitung findet eine proprietäre Datenveredelung statt. Dabei werden Datenfehler bereinigt, Lücken aufgefüllt und das gesamte Datenmaterial für die Weiterverarbeitung aufbereitet. Die hierbei eingesetzten Korrekturalgorithmen wurden über Jahre von hauseigenen Experten erstellt und verfeinert und werden kontinuierlich weiterentwickelt.

Aufbau, Design und Pflege dieser umfangreichen Unternehmensdatenbank stehen ganz im Zeichen höchstmöglicher Datenqualität. Zudem bietet die Datenbank nicht nur eine breite Abdeckung fundamentaler Unternehmensdaten weltweit, sondern auch die Flexibilität, Anlage-Universen skalierbar abzubilden sowie eigene Wertetreiber für die Aktienrenditen, die so genannten Faktoren, zu definieren.

Aktiv-quantitatives Aktienmanagement – Baustein Research

Die Entwicklung individueller diskriminierender Kennzahlen (z.B. Money Flow Index, Vertical-Horizontal-Filter, Accruals, Free Cash Flow pro Mitarbeiter, Liquiditätskennziffern, Wachstumsraten etc.) schützt vor „herdengetriebenem“ Anlageverhalten auf Basis gleicher und intransparenter Faktoren. Alle unsere rund 200 individuellen Faktoren lassen sich eingruppiert in vier fundamentale Faktorklassen (Bewertung, Gewinnwachstum, Analystensentiment und Finanzkraft) und eine technische Faktorklasse, die technische Indikatoren umfasst (s. Grafik 3)

Grafik 3: Mehrdimensionale Aktienbewertung



Im ersten Schritt des dynamischen Multi-Faktoren-Modells wird mit der Selektion von Faktoren begonnen, die Prognosekraft für die zukünftige Renditeentwicklung haben. Das heißt, es werden die „Alpha“-treibenden Faktoren ausgewählt.

Ökonomisch plausible Faktoren werden mit Hilfe eines selbst entwickelten robusten (nicht-parametrischen) Screening-Algorithmus aus unserer umfangreichen Faktor-Bibliothek ausgewählt. Etwa 70 % der letztendlich erzielten Outperformance ist in dieser Faktorenauswahl begründet.

Die zeitliche Persistenz der Prognosekraft einzelner Faktoren für die zukünftige Renditeentwicklung ist das entscheidende Kriterium für die Faktor Selektion. Der Auswahlmechanismus reagiert hierbei dynamisch auf die gegenwärtige Marktsituation und selektiert die Faktoren, die zum jeweiligen Zeitpunkt am besten zwischen guten und schlechten Aktien diskriminieren können. Jede der fünf Faktorklassen ist dabei besetzt (Multi-Faktor-Modellansatz), um dem Grundprinzip der Diversifikation treu zu sein. Die Verbindung zur Dynamik wird im Rahmen der Faktor Selektion umgesetzt, indem wir die einzelnen Alpha-Treiber innerhalb der fünf Faktorklassen je nach ihrer Prognosekraft im Zeitablauf variieren.

Im zweiten Schritt des dynamischen Multi-Faktoren-Modells werden monatlich die ebenfalls im Zeitablauf variierenden Gewichte für die fünf Faktorklassen ermittelt (s. Grafik 4). Die dynamische Evaluierung der Faktorklassengewichte basiert auf einem proprietären (nicht-parametrischen ökonometrischen) Querschnittsverfahren, das die Einschätzung des Performancepotenzials einzelner Aktien relativ zueinander ermöglicht.

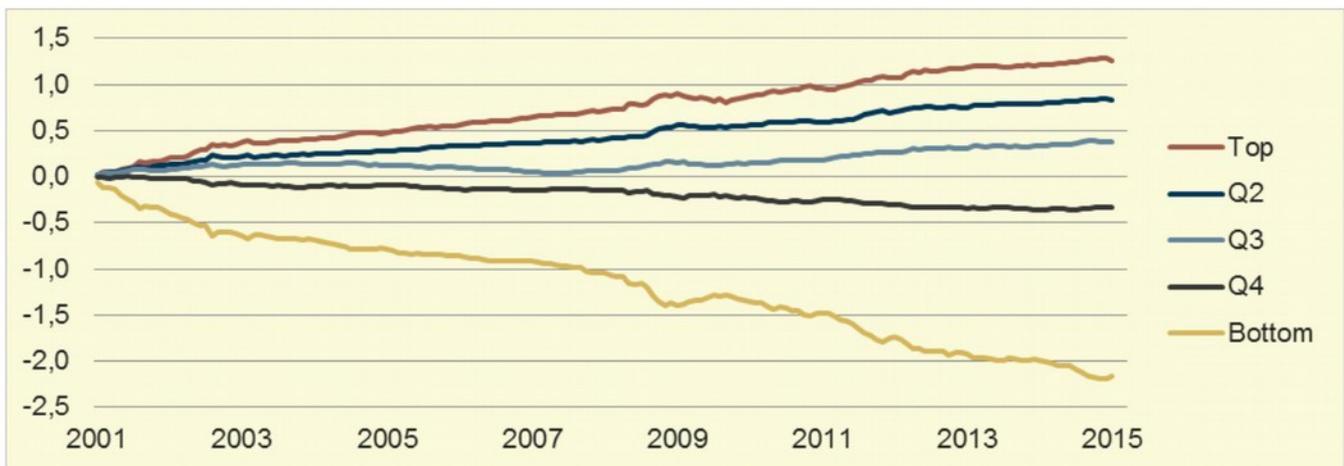
Grafik 4: Variierende Gewichtung der Faktorklassen im Zeitablauf



Aus den identifizierten Faktoren in jeder Faktorklasse und deren dynamischer Gewichtung aus dem ökonometrischen Querschnittsmodell ergeben sich die aktienspezifischen Scores. Diese ermöglichen die Vergleichbarkeit der Einzeltitel im Aktienuniversum in Bezug auf das zukünftige Outperformance-Potenzial und können auf täglicher Basis ermittelt werden.

Im Ergebnis lassen sich so jeweils die Aktien mit dem höchsten Potenzial relativ zum Gesamtmarkt als Investment-Kandidaten ermitteln. Die Prognosegüte des Research-Modells erweist sich anhand einer empirischen Überprüfung der nach Quintil-Portfolios, deren Zusammensetzung sich aus den Aktienscores ergibt (s. Grafik 5).

Grafik 5: Empirische Überprüfung der Prognosegüte unseres Research-Modells



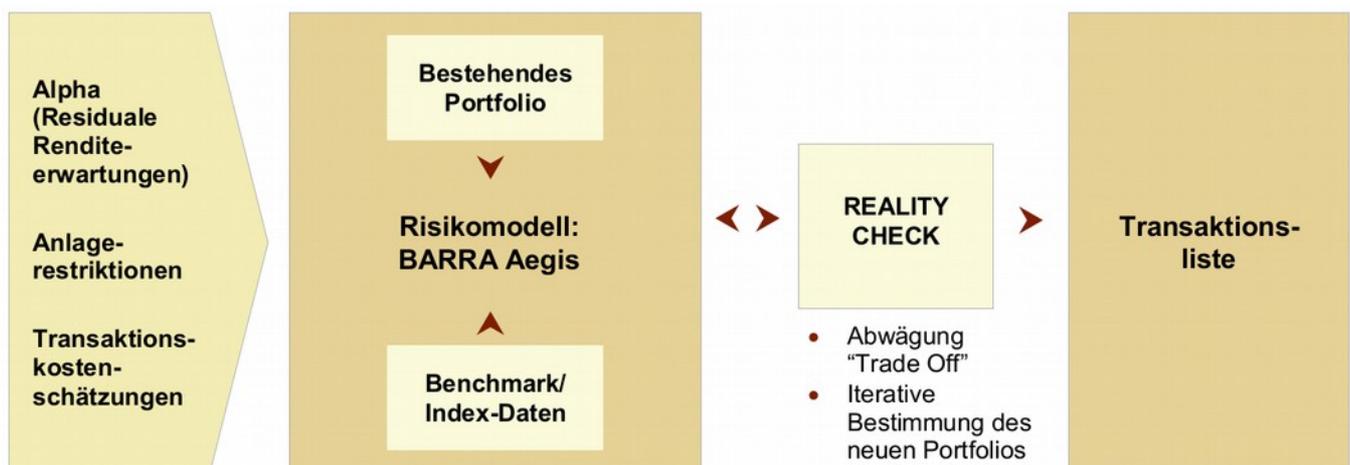
*Europäisches Research Universum bestehend aus ca. 1800 Aktien; gleichgewichtete Quintil-Portfolios; Performance relativ zur gleichgewichteten Universums-Rendite. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator und keine Garantie für eine erfolgreiche künftige Entwicklung. Quelle: Thomson Reuters; eigene Berechnungen; Stand: 28.02.2015

Aktiv-quantitatives Aktienmanagement – Baustein Portfoliomanagement

Das Ergebnis dieser Aktienselektion auf Basis fundamentaler Daten und quantitativer Verfahren wird im Portfoliomanagement zu einem effizienten Portfolio verknüpft. Hierzu werden die Scores der Einzelwerte aus dem Researchprozess für die Weiterverarbeitung im Aktienrisikomodell von BARRA transformiert. Diesem Zurückgreifen auf ein markterprobtes, weltweit anerkanntes Modell liegt die Überzeugung zugrunde, Performancevorteile im Wettbewerbsvergleich eher durch das Erschließen von Überrenditequellen (Alpha) als durch eine unternehmenseigene Optimierung der Standardabweichung von Ergebnisschwankungen (Sigma) erzielen zu können.

Innerhalb des Risikomodells werden die einzelnen Portfoliobestandteile und ihre Gewichtungen, Benchmarkdaten, Ertragsprognosen, spezifische Anlagerestriktionen sowie Schätzungen für Transaktionskosten verarbeitet (s. Grafik 6). Beim Transaktionskostenmanagement finden neben den sichtbaren Kosten wie Provisionen, Steuern, Depotbank- und Brokergebühren oder Stamp Duties auch unsichtbare Kosten Berücksichtigung, die oft sehr viel höher sind. Zu letzteren gehören etwa Kursveränderungen zwischen Ordererteilung und Ausführung (sog. Market Impact) sowie Kursentwicklungen zwischen Anlageentscheidung und Ordererteilung (sog. Wartekosten).

Grafik 6: Portfoliokonstruktion



Die automatisierte Weiterverarbeitung entspricht einer dreidimensionalen Portfoliooptimierung, nämlich einer optimierten Konstruktion einzelner Portfolios nach Renditechancen, Risiko und Kosten. Unser Ziel ist es, mittels zahlreicher kleiner, aktiver Einzelgewichtungen die Prognoserisiken zu diversifizieren und im Hinblick auf Ertragsersparungen, Risiken und Kosten bei gegebenen Restriktionen die Information Ratio zu maximieren.

Aktieninvestment mit reduziertem Risiko: Managed Volatility

Managed-Volatility-Investments bieten Anlegern die Möglichkeit, zu deutlich reduzierten Risiken am Aktienmarkt zu partizipieren. Indem man das Verhalten der einzelnen Aktien im Portfolio zueinander berücksichtigt, lässt sich diese Risikominderung bei der Portfoliokonstruktion umsetzen. Im Ergebnis erhält man ein Portfolio mit reduziertem Gesamtrisiko – Beispiele hierfür sind folgende von Sal. Oppenheim gemanagten Fonds: der weltweit investierende Deutsche Invest I Quant Equity Low Volatility World (ISIN der Anteilsklasse FC: LU1230072396; WKN: DWS2AE) sowie der Deutsche Quant Equity Low Volatility Europe (ISIN der Anteilsklasse FC: DE000DWS17M4; WKN: DWS17M), der europaweit investiert.

Aktive Entscheidungen werden immer wichtiger

Aktives Portfoliomanagement wird zukünftig – neben der Strategische Asset-Allokation und einem professionellen Risikomanagement – auch auf Gesamtportfolio-Ebene ein wichtiger Erfolgsfaktor. Hierfür spricht die zunehmende Volatilität der Märkte, aber auch die steigende Bedeutung von zusätzlichen Renditen („Alpha“) im Vergleich zur Marktrendite („Beta“). Letztere wird in den kommenden Jahren voraussichtlich nicht mehr im Ausmaß früherer Zeiten zur Verfügung stehen. Zukünftig wird es daher sehr viel stärker darauf ankommen, eine Zusatzrendite oder Outperformance zu erzielen.

Notwendig sind aktive Entscheidungen aber nicht nur bei der Einzeltitelauswahl. Insbesondere taktische Asset-Allokation-Entscheidungen werden für ein zufriedenstellendes Portfolioergebnis wichtiger. Hierzu gehören etwa die Festlegung der Asset-, Länder-, Branchen- und Währungs-Allokation sowie Durations- und Credit-Entscheidungen. Im Risikomanagement werden Overlay-Strategien sowie Wertsicherungs-/Wertsteigerungsstrategien an Bedeutung gewinnen.

Strategien zur Wertsicherung/Wertsteigerung

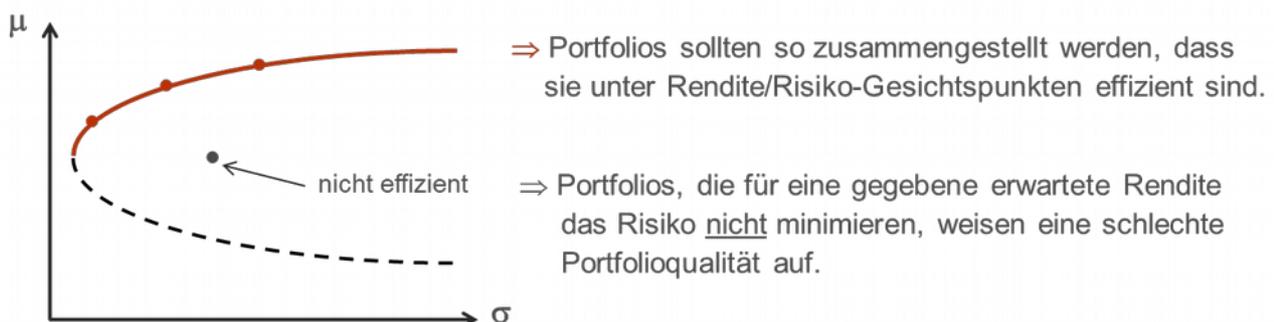
Insbesondere für Anleger mit ausgeprägter oder per Richtlinie oder Anlagegrenze ausdrücklich vorgegebenem Risikobudget kann es sich lohnen, über Absicherungen am Aktien- und Rentenmarkt nachzudenken. Vor allem am Rentenmarkt ist die Situation kritisch, da es keinen Puffer mehr gibt, der einen Zinsanstieg abfedern könnte. Die Lösung kann daher eine dynamische Wertsicherungs-/Wertsteigerungsstrategie sein. Dabei gehen wir von folgender Ausgangsfrage aus: Wie viele risikoreiche Assets kann man sich leisten, wenn eine vorab festgelegte Wertuntergrenze nicht unterschritten werden darf?

Risikoreiche Assets werden dann genau in dem Maße eingesetzt, dass eine vorab festgelegte Wertuntergrenze nicht unterschritten wird. Derartige risikobudgetgesteuerte Mandate werden in unserem Haus für institutionelle Anleger bereits seit 1995 implementiert und individuell gestaltet – und auch im schwierigsten Marktumfeld haben sich diese Konzepte nachhaltig bewährt. Anleger sollten darauf achten, dass ihre spezifische Anlagestrategie unter Einbeziehung verschiedener Assetklassen implementiert werden kann, eine hohe Disziplin und Umsetzungsgüte vorherrscht, vielfältiger eigene Gestaltungen durch den Anleger möglich sind und ein strenges Transaktionskosten-Management erfolgt.

Qualitätsmaßstab: Portfolioeffizienz

In jedem Fall sollte als Qualitätsmaßstab bei der Beurteilung einer vorgeschlagenen Investmentlösung die Portfolioeffizienz herangezogen werden. Portfolios sollten so zusammengestellt werden, dass sie unter Rendite/Risiko-Gesichtspunkten effizient sind. Anders ausgedrückt: Das knappe Risikobudget des Anlegers sollte nicht verschwendet werden. Die vorgegebene Zielrendite sollte das Portfolio bei minimiertem Risiko erreichen; innerhalb einer vorgegebenen Risiko-Obergrenze sollte das Portfolio seine Rendite maximieren (s. Grafik 7).

Grafik 7: Portfolioeffizienz



Um diese Vorgabe voll erfüllen zu können, sollte ein Risikomodell nicht nur „normales Risiko“, sondern auch extreme Risiken akkurat abbilden können. Nur wer Risiken qualifiziert einschätzt, kann sie dauerhaft gezielt in Einklang mit der Risikotragfähigkeit eingehen und Risikoprämien vereinnahmen. Ein funktionierendes Risikomodell und dessen Einsatz in der Portfoliokonstruktion führen dazu, dass Extremrisiken durch geschickte Diversifikation gemindert werden.

Risikobewusstsein und komplexe Herangehensweise

Anleger haben, wie gezeigt, eine Vielzahl von Möglichkeiten, um ihre Portfolios auf die veränderte Situation am Kapitalmarkt einzustellen. Neben der Bereitschaft, die notwendigen Risiken einzugehen, wird eine wesentlich komplexere Herangehensweise erforderlich sein. Dies gilt für institutionelle, aber auch für private Anleger gleichermaßen – sowie für deren Vermögensverwalter – und betrifft sowohl die langfristige Ausrichtung des Portfolios als auch das tägliche Management der Anlagen. Für professionelle Assetmanager wird die langfristige Veränderung vom Schlaraffenland zur Zinswüste damit zur guten Nachricht! Denn jetzt ist die Zeit gekommen, in der sich bei den Anbietern dieser komplexen Dienstleistung die Spreu vom Weizen trennt. Sal. Oppenheim steht bereit, institutionelle Investoren mit individuellen Portfoliolösungen zu begleiten, damit die zukünftigen Kapitalmarktherausforderungen gemeistert werden können.

Fragen?

Kontakte:

Ulrich Hähner

Geschäftsführender Direktor
Leiter Institutionelle Kunden

Sal. Oppenheim jr. & Cie. AG & Co. KgaA

Telefon: +49 221 145-1926

Telefax: +49 221 145-1975

Mobil: +49 175 435-8401

E-Mail: ulrich.haehner@oppenheim.de

Jörg Schellenberg

Direktor
Institutionelle Vermögensverwaltung
Stv. Leiter Institutionelle Kunden

Sal. Oppenheim jr. & Cie. AG & Co. KgaA

Telefon: +49 221 145-2276

Telefax: +49 221 145-1975

Mobil: +49 175 435-8220

E-Mail: joerg.schellenberg@oppenheim.de

Ein Beitrag von



Jan Albers

(Mitglied des Vorstands
Head of Institutional Sales)

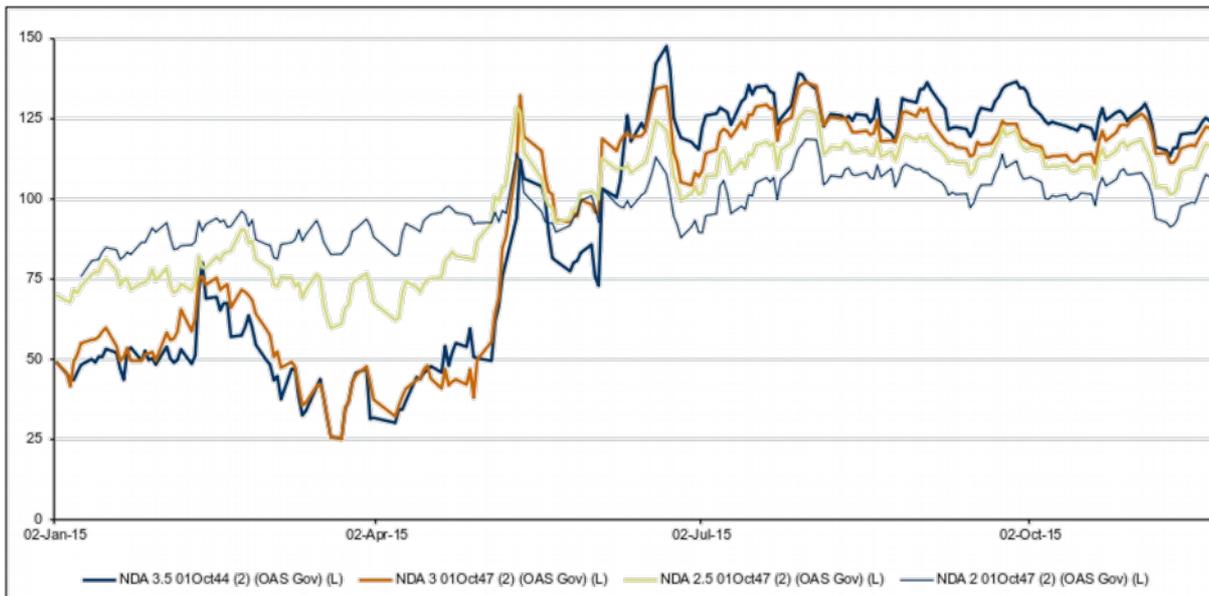
Dänische Hypothekendarlehen

- **Die Assetklasse**
- **Funktionsweise**
- **Entwicklung**
- **Ausblick**

Die Assetklasse

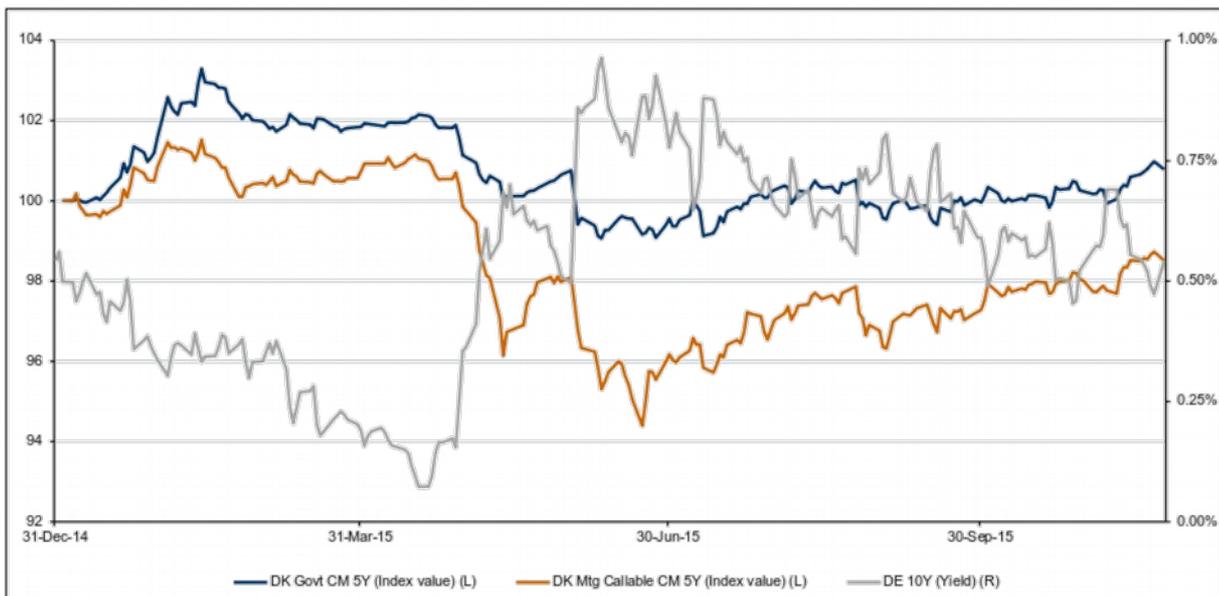
Dänische Hypothekendarlehen sind seit über 200 Jahren zentrales Refinanzierungsinstrument für dänische Immobilienkredite und bieten Investoren eine direkte Beteiligung am Refinanzierungsmarkt für dänische Immobilien. Bausparkassen, wie sie in Deutschland üblich sind, kennt man in Dänemark nicht. An Stelle der Sparer, die über ihre Bausparverträge Liquidität in die Bausparkassen tragen, refinanzieren sich die dänischen Hypothekendarlehenbanken über die Ausgabe von Hypothekendarlehen, oder Covered Bonds direkt über den Kapitalmarkt.

Während der Zinsanstiegsphase im zweiten Quartal 2015 haben insbesondere die kündbaren dänischen Darlehen extrem unterperformt und bieten nun Spreads von 110-120 Bp über dänische Staatsanleihen – für eine AAA geratete Assetklasse. Da es sich u.E. um eine markttechnische Verschiebung handelte und die Spreadausweitung nicht mit einer Verschlechterung der Kreditqualität kündbarer dänischer Darlehen zusammenhängt, sehen wir das aktuelle Niveau als sehr attraktiv an.



Quelle: Nordea Analytics, 24.11.2015

Die Zinsentwicklung in der ersten Jahreshälfte 2015 (stark fallende Zinsen bis Februar und schneller Zinsanstieg im Mai und Juni) war für kündbare dänische Pfandbriefe aufgrund ihrer negativen Konvexität ein schwieriges Umfeld, in dem die Assetklasse tendenziell hinter nicht-kündbaren Anleihen zurückbleibt.



Quelle: Nordea Analytics, 24.11.2015

Die dargestellte Wertentwicklung ist historisch; Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Richtwert für zukünftige Erträge und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen Anlagebetrag zurück. Es kann nicht zugesichert werden, dass ein Anlageziel, angestrebte Erträge und Ergebnisse einer Anlagestruktur erreicht werden. Ein Vergleich mit anderen Finanzprodukten oder Vergleichsindizes dient nur zu Informationszwecken.

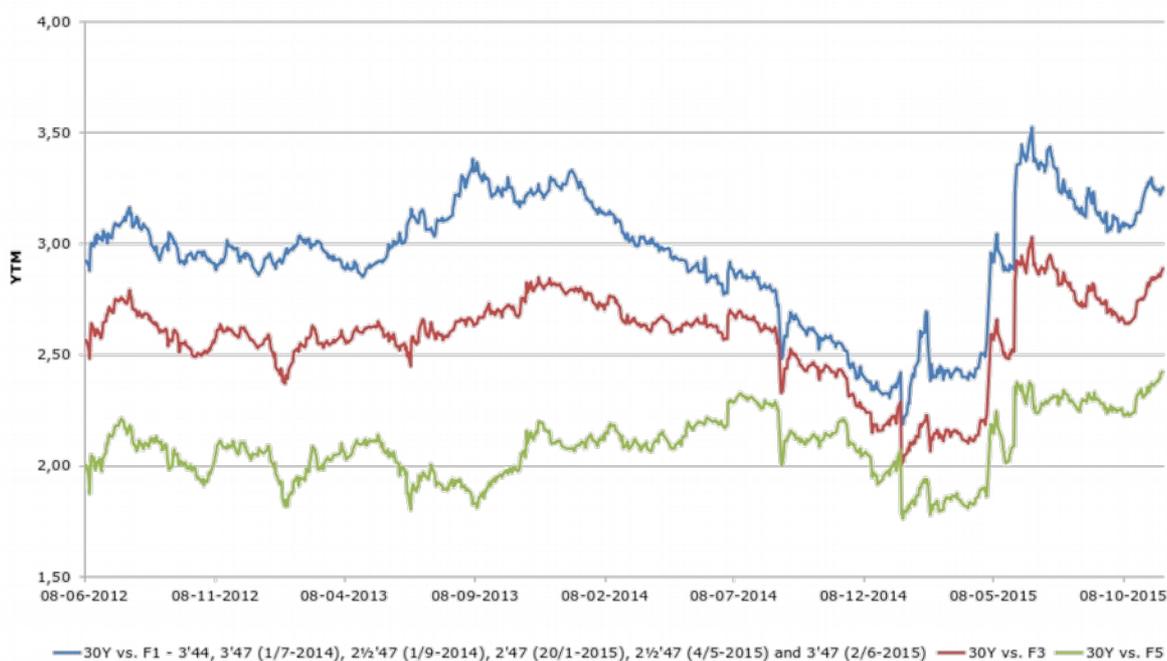
Zu Beginn von 2015 sind die Zinsen in Dänemark noch stärker gefallen als in Deutschland. Hintergrund war die Entkopplung des Schweizer Franken zum Euro, die auch die Dänenkrone unter Aufwertungsdruck brachte. Dies hatte massive Kündigungen zur Folge, die in neuen Callables, überwiegend 30-jährigen 2%ern, refinanziert wurden. Im Vergleich zu EUR Covered Bonds fehlte den dänischen Pfandbriefen zudem auch die Unterstützung durch die Aufkäufe der EZB. Die eingetretene Underperformance war dennoch höher als erwartet. Sie wurde jedoch nicht durch eine Verschlechterung der Kreditqualität in Dänemark verursacht – im Gegenteil, die Kreditqualität bei dänischen Hypotheken hat sich verbessert; der dänische Pfandbriefmarkt war stets liquide.

Auslöser war die Kombination von hoher Emission kündbarer Pfandbriefe bis Mitte April und zinsgetriebenem schnellen Durationsanstieg im Mai. Dies führte kurzfristig zu einem

erheblichen Überangebot an Durationsrisiko, das der Markt nur über den Preis absorbieren konnte.

Die Duration der kündbaren dänischen Pfandbriefe sollte u.E. von hier an bei weiterem Zinsanstieg weniger stark ansteigen.

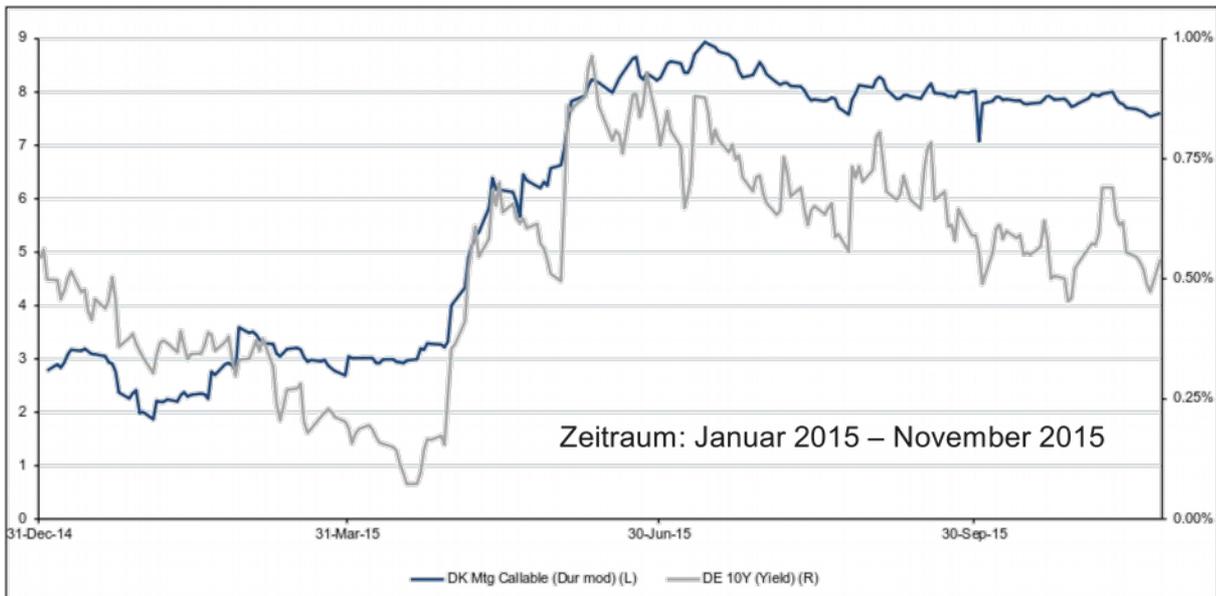
Gleichzeitig hatte sich bereits seit Anfang letzten Jahres die dänische Hypothekenzinskurve zunehmend verflacht, was letztlich für den Schuldner bedeutete, dass der Zinsunterschied zwischen einem variabel verzinslichen Darlehen und einer 30-jährigen Festzinsannuität immer geringer wurde. Im Tiefpunkt „kostete“ die Annuität nur 2,2% mehr als ein Darlehen mit 1-jähriger Zinsbindung. Entsprechend attraktiv war es für Schuldner, in 30-jährige Annuitätendarlehen zu wechseln, was sich in gesteigerten Emissionsvolumina für kündbare Pfandbriefe widerspiegelte.



Quelle: Nordea Analytics, 24.11.2015

In Folge der Zinserhöhung ist auch die Duration der kündbaren dänischen Pfandbriefe der Zinsentwicklung gefolgt und angestiegen. Auf Gesamtindexniveau ist die Duration im ersten Zinsanstieg von ca. 3 Jahren auf ca. 6 Jahre und mit dem zweiten Zinsanstieg auf ca. 8 Jahre angestiegen.

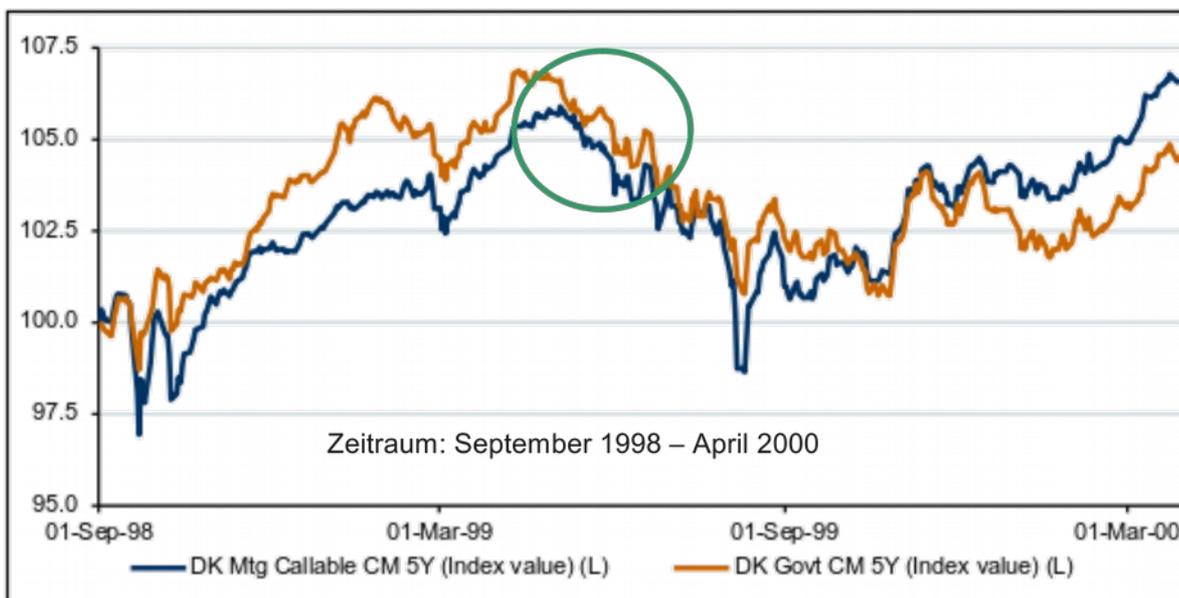
Aufgrund des gestiegenen Emissionsvolumen in kündbaren dänischen Pfandbriefen entsprach der erste Anstieg in der Duration von rund 3 Jahren einer Emission von 10-jährigen dänischen Staatspapieren in einem Volumen von nominal etwa 165 Mrd. DKK (rund 22 Mrd. EUR) oder 4-5% des Gesamtmarktes – in nur 10 Handelstagen.



Quelle: Nordea Analytics, 24.11.2015

Mit dem Zinsanstieg haben sich Annuitätendarlehen nun auch relativ zu variabel verzinslichen Darlehen wieder verteuert, so dass wir mit einer Normalisierung bei der Nachfrage nach Annuitätendarlehen und einem entsprechenden Rückgang bei der Emission von kündbaren Pfandbriefen rechnen.

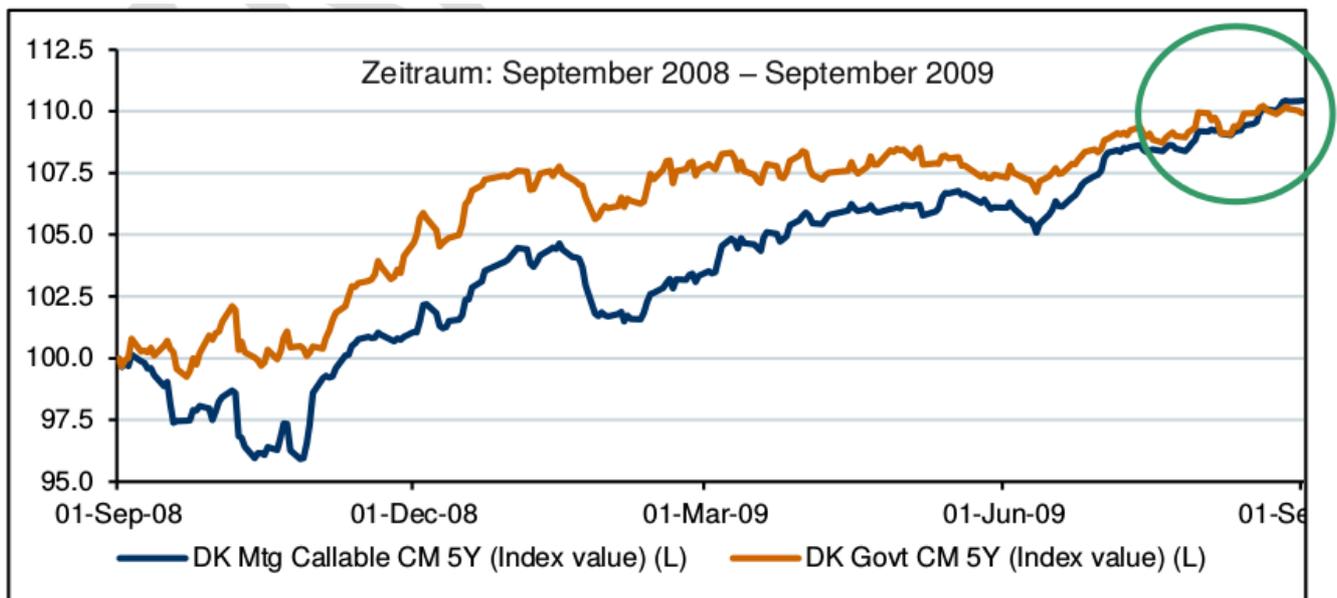
In 1998 wurde die Underperformance innerhalb von rund 6 Monaten aufgeholt, als die unmittelbare Marktkrise nach dem Konkurs von LTCM, der durch die rasche Auflösung von großen Positionen in dänischen Pfandbriefen ein Überangebot auslöste, abebbte und sich die Spreads normalisierten.



Quelle: Nordea Analytics, Nordea Investment Management AB, 18.05.2015

Die dargestellte Wertentwicklung ist historisch; Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Richtwert für zukünftige Erträge und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen Anlagebetrag zurück. Es kann nicht zugesichert werden, dass ein Anlageziel, angestrebte Erträge und Ergebnisse einer Anlagestruktur erreicht werden. Ein Vergleich mit anderen Finanzprodukten oder Vergleichsindizes dient nur zu Informationszwecken.

In 2008 wurde die Underperformance innerhalb von 12 Monaten aufgeholt. Durch die Finanzkrise blieben die Spreads lange überdurchschnittlich hoch. Die höhere laufende Verzinsung der kündbaren dänischen Pfandbriefe konnte jedoch die Spreadausweitung kompensieren.



Quelle: Nordea Analytics, Nordea Investment Management AB, 18.05.2015

Die dargestellte Wertentwicklung ist historisch; Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Richtwert für zukünftige Erträge und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen Anlagebetrag zurück. Es kann nicht zugesichert werden, dass ein Anlageziel, angestrebte Erträge und Ergebnisse einer Anlagestruktur erreicht werden. Ein Vergleich mit anderen Finanzprodukten oder Vergleichsindizes dient nur zu Informationszwecken.

Der aktuelle optionsadjustierte Spread der kündbaren Benchmarkpapiere (derzeit der 3%er 2047) liegt bei ca. +110 bis +120 Bp über dänischen Staatsanleihen. Historisch fand man so eine Spreadentwicklung nur beim Lehman-Konkurs zum Beginn der Finanzkrise in 2008 und beim Zusammenbruch des milliarden schweren Hedgefonds von LTCM in 1998.

Das optionsadjustierte Spreadniveau hat sich nach dem Lehman-Konkurs jedoch innerhalb eines Jahres wieder normalisiert.



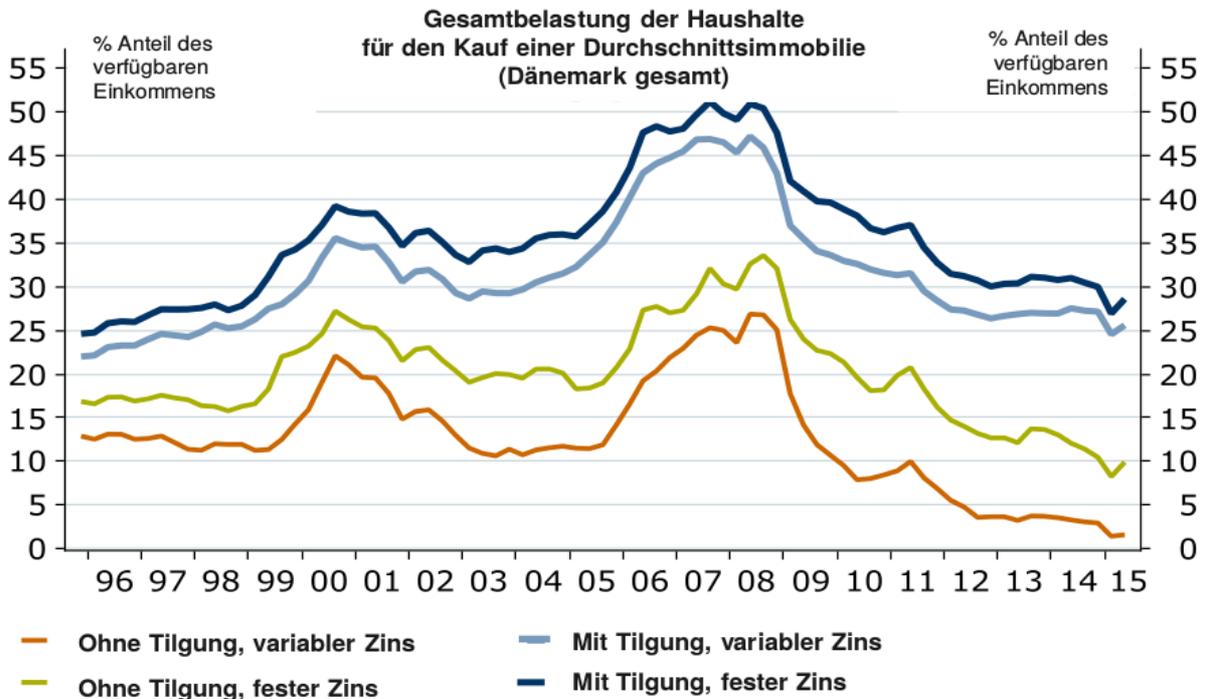
Quelle: Nordea Analytics, 24.11.2015

Wichtig ist aber in diesem Zusammenhang zu erwähnen, dass es sich hierbei nicht um einen „Credit Event“ gehandelt hat, sondern die Spreads letztlich als Folge der markanten Zinsbewegung angestiegen sind. Am dänischen Immobilienmarkt setzt sich die positive Entwicklung seit 2012 weiter fort – mittlerweile bewegen sich die Immobilienpreise fast wieder auf dem Niveau wie vor der Krise in 2006/2007. Allerdings sind seither die Finanzierungskosten für die Darlehensnehmer einhergehend mit den Zinsen deutlich gefallen.



Während der 2006/2007 Hypothekenzins für kündbare Darlehen bei 5% - 6% lag und die Haushalte beim Kauf einer Durchschnittsimmobilie ca. 45% – 50% des zur Verfügung stehenden Einkommens für die Immobilienfinanzierung verwenden mussten, können Darlehensnehmer derzeit kündbare Darlehen zu 3% aufnehmen und müssen ca. „nur“ 30% für ihre Immobilienfinanzierung verwenden.

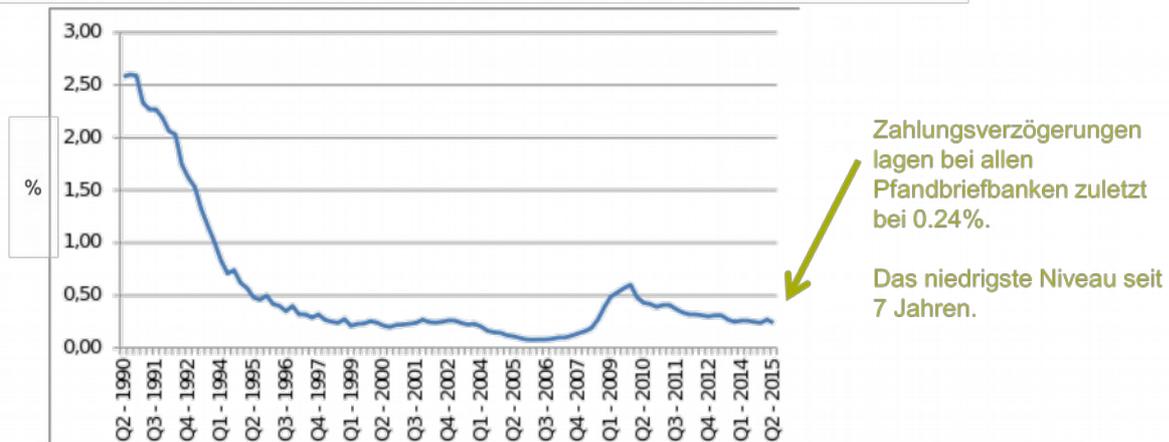




Quelle: Nordea Markets und Macrobond, Oktober 2015

Die Zahlungsverzögerungen liegen mit 0,24% (Stand: Q3 2015) unverändert auf sehr geringem Niveau – echte Ausfälle sieht man bei ca. 1/3 dieses Wertes.

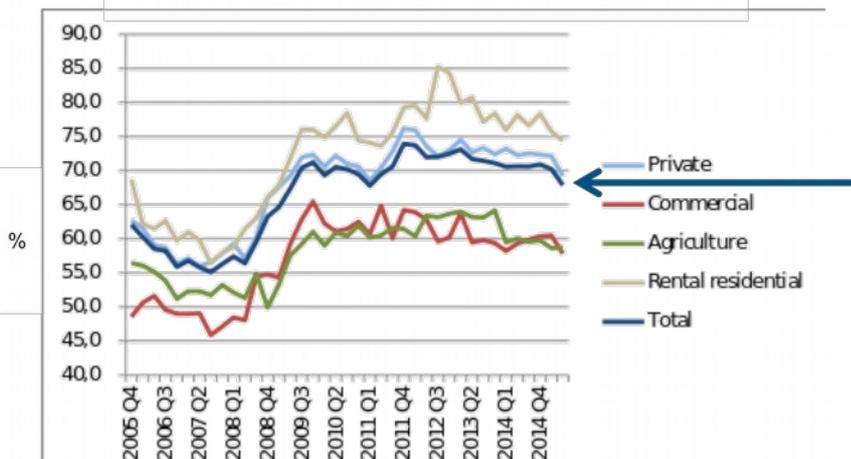
Zahlungsverzögerungen (dreieinhalb Monate nach Fälligkeit) bei Eigentums- und Ferienimmobilien



Quelle: Realkreditraadet, 30.09.2015

Die Beleihungsquoten bei Realkredit Danmark sind von 73,9% in Q4 2011 auf 67,9% Ende Q2 2015 gesunken und haben damit das geringste Niveau seit 6 Jahren erreicht und machen eine weitere Verbesserung der Kreditqualität deutlich. Bei Nykredit, als größtem Hypothekeninstitut, liegen die durchschnittlichen Beleihungsquoten aktuell bei 66,7%.

Entwicklung der Beleihungsquoten für Realkredit Danmark



Die Beleihungsquoten bei Realkredit Danmark sind von 73,9% in Q4 2011 auf 67,9% Ende Q2 2015 gesunken.

Bei Nykredit, als größtem Hypothekendienstleister, liegen die durchschnittlichen Beleihungsquoten aktuell bei 66,7%.

Quelle: Realkredit Danmark, Risikoreport Q2 2015

Aufgrund der verbesserten Kreditqualität und dem aktuell sehr hohen Spreadniveau ist das aktuelle Umfeld eher als attraktive Kaufgelegenheit einzuordnen.

Aktuell werden die 3%er Anleihen emittiert, die derzeit unter Pari notieren – u.E. eine attraktive Gelegenheit kündbare dänische Pfandbriefe zu erwerben und damit eine laufende Verzinsung von über 3% zu erzielen. Wo lässt sich derzeit bei AAA-gerateten Papieren sonst noch eine Rendite von über 3% erzielen – bei einer Duration von etwas über 6 Jahren? Um derartige Renditen zu generieren, wird es entweder notwendig bei der Bonität in Richtung B / BB geratete Anleihen zu gehen oder auf der Durations Achse in den sehr langfristigen Bereich zu gehen, der deutlich sensibler auf eventuelle Zinserhöhungen reagiert.

Isin	Name	Maturity	Coupon	Dirty price	Clean price	Yield	Spread	Mod dur	CVXparallel
DK0002032978	NDA 2 01Oct47 (2)	1-Oct-2047	2.00	93.25	92.95	2.57%	100	9.89	-0.92
DK0002030683	NDA 2.5 01Oct47 (2)	1-Oct-2047	2.50	96.76	96.38	2.81%	109	8.22	-2.62
DK0002030337	NDA 3 01Oct47 (2)	1-Oct-2047	3.00	99.96	99.50	3.07%	114	6.14	-4.02
DK0002027465	NDA 3.5 01Oct44 (2)	1-Oct-2044	3.50	103.46	102.93	3.29%	114	3.38	-4.50
DK0002026491	NDA 4 01Oct44 (2)	1-Oct-2044	4.00	104.96	104.35	3.65%	135	2.12	-3.68

Quelle: Nordea Analytics, 24.11.2015; *) Quelle: Bloomberg, 24.11.2015, gemessen am BofA ML European Corporate Bond Index AAA/AA (ER10, ER20)

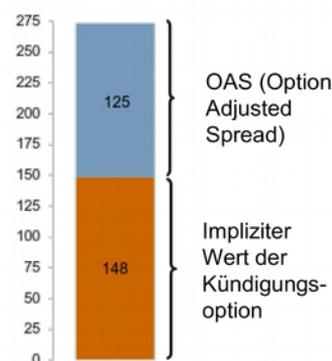
Der OAS-Spread der 3%er kündbaren dänischen Pfandbriefe liegt bei über 100 Bp. Im Vergleich hierzu liegen die Spreads bei spanischen und italienischen Covered Bonds niedriger, was u.E. keine faire Repräsentation der Kreditrisiken darstellt. Auch die Spreads für europäische Unternehmensanleihen liegen nicht wesentlich höher; AA - AAA geratete Papieren bieten gar nur 72-76 Bp OAS Spread.

Renditeaufschlag nach Kündigungsoption



OAS und Kündigungsprämie

NYK 3% 2044



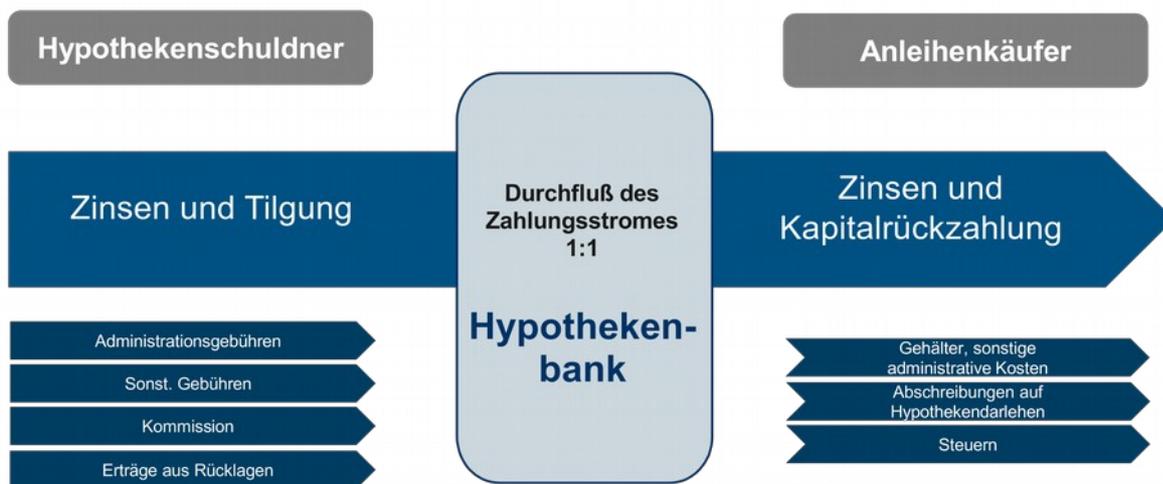
Renditeaufschlag: 273 Bp

Quelle: Nordea Analytics, Nordea Investment Management AB, 30.10.2015

Funktionsweise

Anders als in anderen europäischen Ländern hat sich in Dänemark über die letzten 200 Jahre ein Hypothekensystem entwickelt, in dem alle Hypothekendarlehen, die erstrangig besichert sind, über die Emission von Pfandbriefen im Kapitalmarkt refinanziert werden. Das dänische Hypothekensystem basiert auf dem sogenannten „Ausgleichs-Prinzip“, das bereits in der ersten Gesetzgebung über den Pfandbriefmarkt von 1850 festgeschrieben wurde und sicherstellt, dass sich die Zins- und Kapitalzahlungen der Schuldner zu mindestens 99% mit denen an die Pfandbriefgläubiger decken.

Die Zahlungsflüsse zwischen Schuldner und Gläubiger regelt das „**Ausgleichsprinzip**“



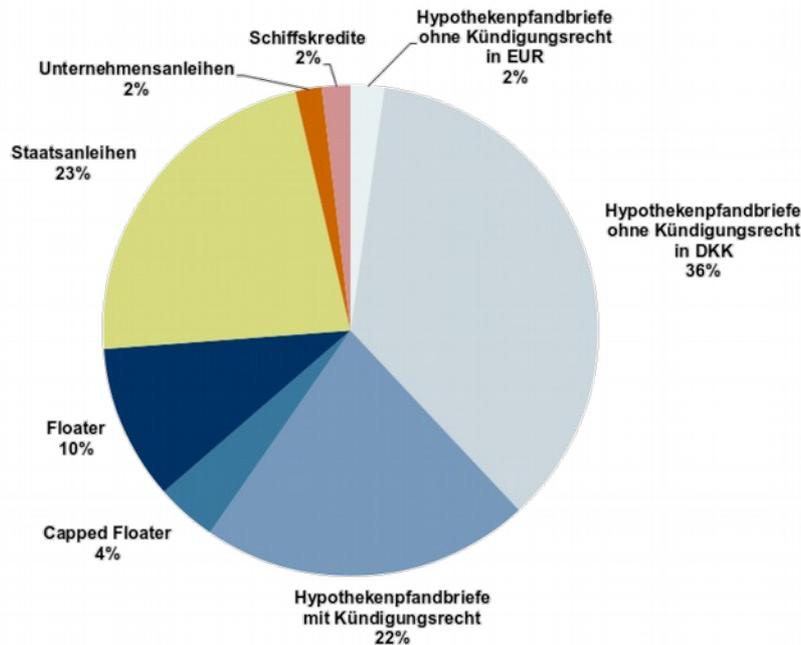
Quelle: Nordea Asset Management, Graphik dient nur zur Illustration

Da sich Darlehen und Finanzierung ausgleichen müssen, können dänische Hypothekenbanken selber keine Zins- und Liquiditätsrisiken nehmen; das jeweilige Zinsniveau der Darlehen ist rein marktabhängig. Das Ausgleichs-Prinzip hat außerdem zu einer weitgehenden Standardisierung der Darlehensstrukturen geführt, so dass sich aufgrund der Transparenz und Effizienz einer der größten und liquidesten Hypothekendarlehensmärkte der Welt mit einem Emissionsvolumen von etwa 350 Mrd. Euro (Deutschland ca. 950 Mrd. Euro) entwickelt hat. Die wesentlichen Darlehensangebote und damit Pfandbriefausgestaltungen sind:

- Darlehen mit kurzer bis mittelfristiger Zinsbindung von 1- 10 Jahren mit fixem Zins ohne Kündigungsrechte.
 - Die Refinanzierung erfolgt durch nicht kündbare Pfandbriefe; die ca. 49% des Pfandbriefmarktes ausmachen.
- Darlehen mit variablem Zinssatz und Zins-Cap oder maximalem Zinssatz.
 - Die Refinanzierung erfolgt durch Capped Floater; ca. 19% des Marktes.
- Langfristige Darlehen mit fixem Zins und Kündigungsrechten.
 - Refinanzierung durch kündbare Pfandbriefe; ca. 32% des Marktes.

Struktur des Rentenmarktes

Emissionsvolumen: ca. 476 Mrd. EUR

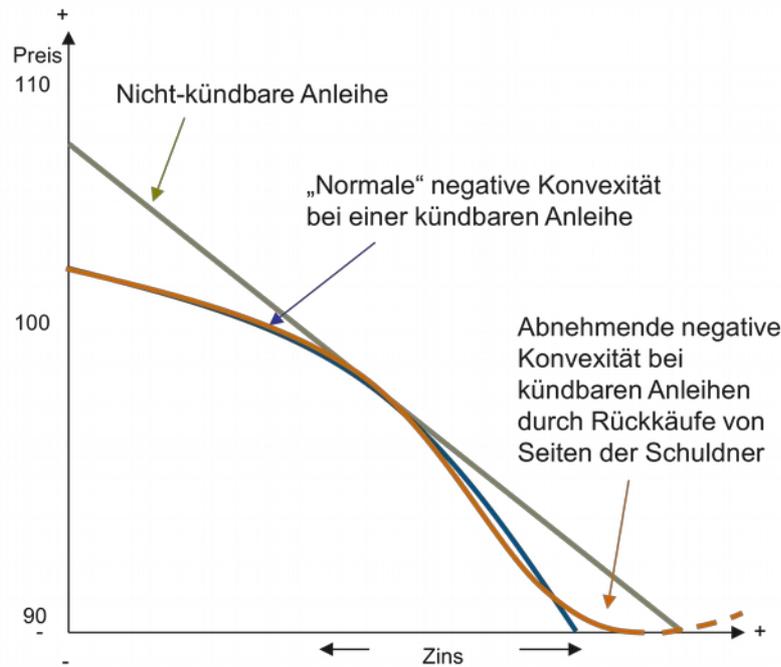


Quelle: Dänische Nationalbank, Nordea Investment Management AB, Nordea Markets, August 2015

Die einzelnen Pfandbriefserien werden als Daueremission begeben und stehen den Hypothekendarlehenbanken i.d.R. 3 Jahre zur Refinanzierung entsprechender Darlehen zur Verfügung. Da es gesetzlich nicht gestattet ist, Pfandbriefe über Pari zu emittieren, kommt es in Abhängigkeit zur Zinsentwicklung durchaus vor, dass einzelne Serien innerhalb dieses Zeitraumes vorübergehend „geschlossen werden“ und stattdessen neue Pfandbriefserien mit einem marktgängigen Kupon aufgelegt werden, wenn das Zinsumfeld wieder auf das ursprüngliche Niveau zurückkehrt, kommen die geschlossenen Serien erneut in die Emission.

Das zentrale Merkmal kündbarer dänischer Pfandbriefe besteht in dem Recht des Schuldners, vierteljährlich sein Darlehen zum Nennwert kündigen zu können. Wenn er dies tut, muss er die ausstehende Restschuld an die Hypothekendarlehenbank zurückzahlen, die diese Kapitalzahlung dann an die Pfandbriefinvestoren als anteilige Rückzahlung des Nominales weiterreicht. Alternativ kann der Schuldner im Pfandbriefmarkt den Pfandbrief, der sein Darlehen refinanziert im entsprechenden Nominal kaufen und zur Ablösung seines Darlehens an die Hypothekendarlehenbank einliefern, was ebenso zu einer Reduzierung des ausstehenden Emissionsvolumens eines Pfandbriefs führt. In der Praxis führt dies dazu, dass dänische Pfandbriefe bei fallenden Zinsen im Kurs kaum über 100 steigen, da es ab einer gewissen Schwelle für die Schuldner interessant ist, das bestehende Darlehen zu kündigen und ein neues Darlehen zu einem niedrigeren Zinssatz aufzunehmen. Der Schuldner kann so direkt von fallenden Zinsen profitieren, da er über den Umtausch seines Darlehens seine monatlichen Zins- und Tilgungsleistungen insgesamt reduziert.

Der Einfluss der Kündigungsoption auf den Anleihepreis



Quelle: Nordea Investment Management AB, Graphik dient nur zur Illustration

Bei steigenden Zinsen ergibt sich ein ähnlicher Effekt, da es für die Schuldner ab einer gewissen Schwelle interessant wird, den Bond zurückzukaufen und so das Darlehensnominal zu reduzieren. Da der Schuldner in aller Regel gleichzeitig ein neues Darlehen zu einem höheren Kupon nehmen wird, kann er durch den Darlehenstausch zwar nicht seine monatlichen Belastungen reduzieren, aber mit dem neuen Darlehen erhält er gleichzeitig wieder eine werthaltige Kündigungsoption, die er bei später wieder fallenden Zinsen zur Reduzierung seiner Zinslast nutzen kann. Die Hypothekenbanken unterstützen diese Darlehensumschichtungen gezielt, weil die dabei anfallenden Gebühren ihre Haupteinnahmequelle darstellen. Für den Gesamtmarkt kündbarer Pfandbriefe schwanken die Kurse in der Folge in einer vergleichsweise engen Bandbreite von ca. 90 bis 104.

Ein weiterer wichtiger Faktor, der für vorzeitige Kündigungen bei dänischen Pfandbriefen sorgt, ist dass die Darlehen an das jeweilige Objekt gebunden sind. Der bisherige Eigentümer kann seine bestehende Hypothek nicht auf seine neue Immobilie übertragen. Der Käufer der alten Immobilie könnte zwar in die bestehende Hypothek eintreten, jedoch wird in aller Regel, z.B. wegen der verbleibenden Darlehenslaufzeit, eine neue Finanzierung abgeschlossen. Das alte Darlehen wird daher gekündigt und ein neues Darlehen zum dann gültigen Marktzins begeben. Durch den hohen Anteil selbstgenutzten Immobilieneigentums haben Umzüge einen erheblichen Anteil am Immobilienumsatz in Dänemark. Durch die mögliche (und regelmäßig genutzte) vorzeitige Kündigung liegt die Duration von dänischen Pfandbriefen deutlich unter denen lang laufender Staatsanleihen. Zudem werden langfristige Darlehen in Dänemark als Annuitäten begeben, wobei tilgungsfreie Phasen auf die ersten 10 Jahre beschränkt sind. Ein kündbarer dänischer Pfandbrief mit 30 Jahren Laufzeit ist mithin eine Anlageform, die im Vergleich zu einer nicht kündbaren Anleihe eine deutlich kürzere mittlere Laufzeit oder Duration aufweist. Im Mittel liegt die Duration bei 5-6 Jahren.

Die Hypothekenbanken nehmen im dänischen Hypothekenmarkt eine Vermittlerposition wahr, indem sie auf der einen Seite Hypothekendarlehen ausgeben und diese andererseits über die Emission von Pfandbriefen im Kapitalmarkt refinanzieren. Die Hypothekenbanken sind streng regulierte Spezialkreditinstitute und dürfen nur grundpfandrechtlich besicherte Kredite vergeben. Sie sind zum Teil unabhängig, zum Teil Töchter größerer Finanzkonzerne.

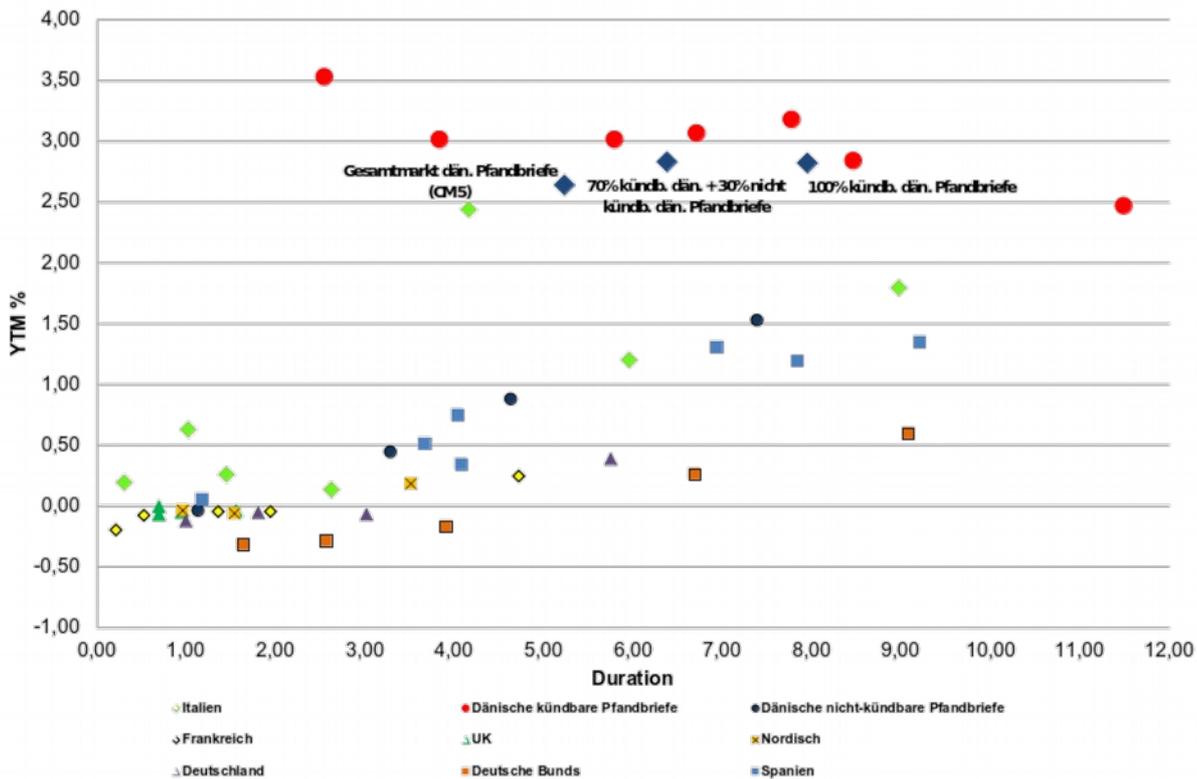
Mit derzeit lediglich 7 emittierenden Häusern ist die Anbieterseite sehr stark konzentriert. Die dominierenden Anbieter sind BRFkredit, Nordea Kredit, Realkredit Danmark und Nykredit, die in 2003 mit Totalkredit eine weitere große Hypothekenbank gekauft haben und deutlicher Marktführer sind. Die anderen gelten als Nischenanbieter.

Zusätzlich zu ihrem attraktiven Risiko-Ertrags-Profil tragen dänische Pfandbriefe fundamental zur Portfoliodiversifikation bei. Die meisten institutionellen Investoren in Deutschland halten eine hohe Allokation im Rentenbereich, haben hier jedoch durch die Anlage in Staatsanleihen, deutschen Pfandbriefen, Schuldscheinen und Unternehmensanleihen nur Zinsänderungs- und Adressenausfallrisiken besetzt. Eine Allokation von dänischen Pfandbriefen ermöglicht es, dem Gesamtportfolio ein sehr gut bezahltes Konvexitätsrisiko hinzuzufügen, das zudem die Gesamtverzinsung des Portfolios anhebt und die Sensitivität gegenüber steigenden Zinsen senkt. Letzterer Effekt entsteht dadurch, dass bei steigenden Zinsen die vorzeitigen Kündigungen typischerweise zurückgehen und Investoren so die für das Kündigungsrecht erzielte Prämie maximieren können.

Das tatsächliche Niveau vorzeitiger Kündigungen hängt stark vom Zinsumfeld ab. Bei fallenden Zinsen werden kündbare Pfandbriefe in großem Umfang vorzeitig zurückgezahlt, da die Schuldner eine mehr oder minder kostenlose Reduzierung ihrer Darlehensbelastung erreichen können. Da Schuldner aber auch in Phasen steigender Zinsen Ihre Darlehen kündigen oder vollkommen unabhängig von der Marktentwicklung aufgrund eines Umzuges dazu gezwungen werden, wird ein kündbarer Pfandbrief nie die Duration einer reinen Annuität erreichen.

Dänische Pfandbriefe haben in den zurückliegenden Jahren eine sehr attraktive Mehrperformance gegenüber deutschen Staatsanleihen aber auch gegenüber vergleichbaren deutschen Pfandbriefen erzielen können. Vor allem die hohen ordentlichen Erträge basierend auf den hohen Kupons der kündbaren Pfandbriefe machen die kündbaren dänischen Pfandbriefe dabei attraktiv. In der Regel liegt die ordentliche Verzinsung noch über dem Niveau sehr langlaufender Staatsanleihen.

Im aktuellen Renditeumfeld wird deutlich, dass dänische Pfandbriefinvestoren eine Verzinsung anbieten, die derzeit in anderen Rentenmärkten nur mit extremer Duration oder erheblichen Bonitätsrisiken erzielt werden kann. Darüber hinaus können kündbare dänische Pfandbriefe nachhaltig zur Portfoliodiversifikation im Rentenbereich beitragen, da ihre Durationsexponierung über die gesamte Kurve gestreckt wird, während beispielsweise der Schwerpunkt deutscher Pfandbriefe im 5-7 jährigen Bereich liegt.



Quelle: Nordea Analytics, Nordea Investment Management AB, 30.10.2015

Der hohe laufende Ertrag hat darüber hinaus auch dafür gesorgt, dass Performancerückschläge wie z.B. in 2011 innerhalb von ca. 12 Monaten wieder aufgeholt werden konnten und somit deutlich schneller, als beispielsweise bei deutschen Staatsanleihen oder vergleichbaren deutschen Pfandbriefen.

Um in der Assetklasse dänische Pfandbriefe tatsächlich dauerhafte, d.h. über einen Zeitraum von 10 oder mehr Jahren anhaltende, Wertminderungen zu erzielen, bedarf es aus unserer Sicht eines Extremszenarios von langfristig konstant kräftig ansteigenden Zinsen. In diesem Fall würde zwar auch die Verzinsung des Portfolios kräftig ansteigen, jedoch würde dies nicht ausreichen, um die kontinuierlich anfallenden Kapitalverluste zu kompensieren. Ein solches Extremszenario ist für uns nicht erkennbar und auch historisch ohne Beispiel. Kurzfristige kräftige Zinssteigerungen, wie wir Sie in 1999 oder auch in diesem Frühjahr beobachten, kann ein Portfolio aus dänischen Pfandbriefen aufgrund der hohen ordentlichen Verzinsung hingegen schnell kompensieren.

Ausblick

Wir sehen das aktuelle Preisniveau als potentielle Kaufgelegenheit für langfristig orientierte Anleger. Der Markt hat sich bereits stabilisiert, nachdem die zusätzliche Duration absorbiert wurde. Eine markant starke Durationsausweitung wie sie im April/Mai festzustellen war, erwarten wir in näherer Zukunft nicht, da die Zinssensitivität hinsichtlich Durationsverlängerung bei den kündbaren dänischen Pfandbriefen abgenommen hat. Festzinsannuitäten sind durch den Anstieg der Zinskurve nun weniger attraktiv für die Schuldner. Entsprechend weniger kündbare dänische Pfandbriefe werden emittiert werden. Dies wird die Preise und die Performance unterstützen. Ein Belastungsfaktor für alle europäischen Rentenmärkte ist der durch Basel II verursachte Rückzug der „Market-Maker“ Funktion der Banken, weil dies die Marktliquidität spürbar vermindert hat. Dies sehen wir auch in Dänemark.

Auch wenn wir die Liquiditätsminderung als neuen Risikofaktor einrechnen, erscheinen uns die Spreads für kündbare dänische Pfandbriefe derzeit deutlich zu hoch und bieten mithin Performancepotential. Eine Einengung der Spreads um 10 Bp führt auf Portfolioebene zu einem zusätzlichen Performancebeitrag in Höhe von 60-70 Bp - je nach Portfoliokomposition.

Die wesentlichen Risiken aus der negativen Konvexität der kündbaren dänischen Pfandbriefe haben sich materialisiert und sollten nun weitgehend hinter uns liegen. Gleichzeitig bieten kündbare dänische Pfandbriefe relativ zum Durationsrisiko deutlich mehr Ertrag als andere, vergleichbare europäische Anleihen.

Investoren bietet sich mittels dänischer Pfandbriefe die Möglichkeit der Besetzung eines alternativen Investmentrisikos, der Konvexität. Darüber hinaus profitieren Investoren in dänischen Pfandbriefen von der Länder- und Zinskurvendiversifikation, der starken Kreditqualität der nordischen Länder und der hohen Ratingbewertung von AA oder AAA bei den Pfandbriefen. Die Emittenten dänischer Hypothekendarlehen weisen eine sehr hohe Bonität auf – die in die Deckungsstöcke eingelieferten Sicherheiten kommen fast ausschließlich aus Dänemark - eine PIIGS-Exponierung gibt es nicht. Für die Investoren bedeutet ein Engagement keine Erhöhung der Adressrisiken und geht mit geringer Inanspruchnahme des Risikobudgets der Investoren einher.

Ca. 83% des dänischen Pfandbriefmarktes werden von dänischen Investoren gehalten; der Wohnungsmarkt in Dänemark hat seine Korrektur hinter sich; die Immobilienpreise beginnen wieder anzusteigen - die Beleihungswerte stehen heute bei ca.65% in Dänemark.

Die dänische Krone weist einen stabilen Wechselkursverlauf zum Euro auf - derzeit lässt sich für EUR-Investoren, die in DKK-denominierte Papiere investieren und die Währung in Euro absichern (12 Monats Forward) eine positive „Hedgeprämie“ von aktuell ca. 27 Bp vereinnahmen. In Dänemark ist jedoch nicht die zweite Schweiz zu sehen – Dänemark praktiziert die enge Anbindung an den Euro (davor zur D-Mark) seit knapp 35 Jahren; die Schweiz hat dies lediglich 3 Jahre praktiziert. Darüber hinaus ist Dänemark Mitglied im EWR 2 (Wechselkursmechanismus), die Schweiz nicht. Bei Ausbruch des Wechselkurses aus dem Wechselkursband, erfolgt eine Intervention der DK Zentralbank und EZB.

Wo lassen sich derzeit noch im AAA-gerateten Umfeld Renditen von ca. 3% im Pfandbriefbereich generieren? Positiv kommt noch hinzu, dass Dänemark nicht Teil der Euro-Zone ist und somit auch nicht der "EZB-Staubsauger-Sogwirkung" ausgesetzt ist. Die Stücke, die im dänischen Pfandbriefmarkt emittiert werden, können auch entsprechend von den Marktteilnehmern abgenommen und investiert werden, ohne, dass eine große Zentralbank massiv im Markt als Käufer auftritt.

Historisch haben dänische Pfandbriefe aufgrund ihres hohen Kupons für hohe ordentliche Erträge und eine attraktive Langfristperformance gesorgt.

Sie haben Fragen zur Investmentsituation bei dänischen Pfandbriefen?

Sie haben Fragen zu Umsetzungsmöglichkeiten in diese Investmentopportunität?

Kontakt:

Jan Albers
Mitglied des Vorstands
Head of Institutional Sales

Nordea | Asset Management | Germany

Nordea Investment Management AG, Hauptstrasse 15, D-61462 Königstein im Taunus
Tel: +49 6174 9686 81 | Mob: +49 173 6738301 | Fax: +49 6174 9686 10
E-mail: jan.albers@nordea-ag.de

Rechtliche Hinweise und Informationen

© Nordea Investment Management AB
Mäster Samuelsgatan 20, M 701, SE-105 71 Stockholm, Schweden
und ihre Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder verbundenen Unternehmen.

Dieses Dokument dient zur Information des Lesers über die spezifischen Fähigkeiten von Nordea. **Dieses Dokument kommt keiner Anlageberatung gleich** und stellt keine Empfehlung dar, in ein Finanzprodukt, eine Anlagestruktur oder ein Anlageinstrument zu investieren, eine Transaktion einzugehen oder aufzulösen oder an einer bestimmten Handelsstrategie teilzunehmen. Dieses Dokument ist weder ein Angebot für den Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots für den Kauf von Wertpapieren. Ein solches Angebot kann nur durch einen Verkaufsprospekt oder eine ähnliche vertragliche Vereinbarung abgegeben werden. Daher werden die in diesem Dokument enthaltenen Informationen vollständig durch einen solchen Verkaufsprospekt oder eine solche vertragliche Vereinbarung in seiner/ihrer endgültigen Form ersetzt. Jede Anlageentscheidung sollte deshalb ausschließlich auf den endgültigen gesetzlich vorgeschriebenen Dokumenten beruhen, darunter sofern zutreffend der Verkaufsprospekt, die vertragliche Vereinbarung, jeder sonstige maßgebliche Prospekt und das aktuelle Dokument mit wesentlichen Informationen für den Anleger, ohne darauf beschränkt zu sein.

Dieses Dokument enthält Informationen, die aus einer Reihe verschiedener Quellen stammen. Auch wenn die hierin enthaltenen Informationen für richtig gehalten werden, kann keine Zusicherung oder Gewährleistung im Hinblick auf ihre letztendliche Richtigkeit oder Vollständigkeit abgegeben werden, und die Anleger können weitere Quellen verwenden, um eine sachkundige Anlageentscheidung zu treffen. Potenzielle Anleger oder Kontrahenten sollten sich in Bezug auf die potenziellen Auswirkungen, die eine Anlage, die sie in Betracht ziehen, haben kann, einschließlich der möglichen Risiken und Vorteile dieser Anlage, bei ihrem Steuer-, Rechts-, Buchhaltungs- oder sonstigem/sonstigen Berater(n) erkundigen. Potenzielle Anleger oder Kontrahenten sollten außerdem die potenzielle Anlage vollständig verstehen und sich vergewissern, dass sie eine unabhängige Beurteilung der Eignung dieser potenziellen Anlage vorgenommen haben, die ausschließlich auf ihren eigenen Absichten und Ambitionen beruht.

Anlagen in Derivaten und fremdwährungsbezogene Anlagen können erheblichen Schwankungen unterliegen, die die Wertentwicklung der Anlage beeinträchtigen können. **Anlagen in Schwellenländern sind mit einem erhöhten Risiko verbunden. Der Wert der Anlage kann stark schwanken und kann nicht garantiert werden.**

Veröffentlicht und erstellt von Nordea Investment Management AB. Nordea Investment Management AB, die Muttergesellschaft, ist von der Finanzinspektionen (der schwedischen Finanzaufsichtsbehörde) ordnungsgemäß zugelassen und untersteht deren Aufsicht. Die Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen von Nordea Investment Management AB sind von ihrer jeweiligen lokalen Finanzaufsichtsbehörde in dem jeweiligen Land, in dem sie ansässig sind, ordnungsgemäß zugelassen und reguliert.

Quelle (soweit nicht anders angegeben): Nordea Investment Management AB

Die dargestellte Wertentwicklung ist historisch; Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Richtwert für zukünftige Erträge und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen Anlagebetrag zurück. Es kann nicht zugesichert werden, dass ein Anlageziel, angestrebte Erträge und Ergebnisse einer Anlagestruktur erreicht werden. Ein Vergleich mit anderen Finanzprodukten oder Vergleichsindizes dient nur zu Informationszwecken. Der Wert der Anlage kann je nach Anlagepolitik stark schwanken und wird nicht gewährleistet.

Soweit nicht anders angegeben sind alle ausgedrückten Meinungen und Ansichten jene von Nordea Investment Management AB und ihren Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder verbundenen Unternehmen. Quelle (soweit nicht anders angegeben): Nordea Investment Management AB und ihren Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder verbundenen Unternehmen.

Dieses Dokument wird auf vertraulicher Basis zur Verfügung gestellt und darf ohne vorherige Genehmigung weder vervielfältigt noch in Umlauf gebracht werden und auch nicht an Privatanleger weitergegeben werden. Dieses Dokument enthält Informationen, die ausschließlich für professionelle Anleger und berechnete Anleger bestimmt sind, und ist nicht für die breite Öffentlichkeit bestimmt.

Nordea Investment Management AB (und ihre Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder verbundenen Unternehmen) übernehmen keine Verantwortung und haften nicht für die in diesem Dokument enthaltenen Informationen. Außerdem haften Nordea Investment Management (und ihre Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder verbundenen Unternehmen) nicht für Folgen, die die Verwendung irgendeines Teils der Informationen in dem Dokument haben könnte.

Angaben zu Unternehmen oder anderen Anlagen, die in diesem Dokument erwähnt werden, dürfen nicht als Empfehlung gegenüber dem Anleger ausgelegt werden, diese zu kaufen oder zu verkaufen, sondern dienen ausschließlich der Illustration.

Die Höhe der Steuervorteile und -verbindlichkeiten hängt von den individuellen Umständen ab und kann sich künftig ändern.

Disclaimer

Alle Rechte vorbehalten. Dieses Heft beruht auf Fakten und Informationen, deren Quellen wir für zuverlässig halten, ohne jedoch deren Richtigkeit und/oder Vollständigkeit garantieren zu können. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Die in diesem Heft dargestellten Auswertungen stellen kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar.

