

MEINE SICHT

AUSGABE 5
SEPTEMBER / 2014

CAN THE GAP OPEN WIDER?



Nils Lesser
Chief Investment Officer

Die europäischen Aktienmärkte haben in den vergangenen Jahren eine signifikante Underperformance gezeigt. Ein im Vergleich zu den USA schwächeres Gewinnwachstum, eine zu niedrige Inflation sowie geopolitische Risiken verstärken diese Underperformance zuletzt. Wir sind der Ansicht, dass die mittelfristigen Chancen aktuell unterschätzt werden und sehen insbesondere in den zunehmend expansiven Maßnahmen der Europäischen Zentralbank einen möglichen Auslöser, der zu einer deutlichen Aufholbewegung führen kann.

QUANTITATIVE EASING IN EUROPA

Die Europäische Zentralbank hat es Anfang des Monats zum wiederholten Male geschafft, die Kapitalmärkte zu überraschen. Wenngleich das Ausmaß der jüngsten Zinssenkung aufgrund des ohnehin schon extrem niedrigen Niveaus gering erscheint, überrascht die Maßnahme dennoch. Mario Draghi signalisiert zunehmend, Wirtschaftswachstum in der Eurozone als primäres Ziel zu sehen. Aus unserer Sicht ist auch der Einstieg in ein umfassenderes Quantitative Easing (QE) wahrscheinlicher geworden. Da der Ankauf von ABS-Papieren möglicherweise nicht das gewünschte Volumen von bis zu 800 Mrd. EUR ermöglichen wird, kann ein direkter Erwerb von Staatsanleihen durch die EZB nicht mehr ausgeschlossen werden – trotz aller verfassungsrechtlicher Bedenken.

Wie das Beispiel der USA in den vergangenen Jahren sehr deutlich gezeigt hat, unterstützt ein QE durchaus die Realwirtschaft. Im Falle der Eurozone gehen wir davon aus, dass den Ländern der Peripherie – aber auch Frankreich – Zeit erkaufte wird, um strukturelle Reformen weiter voranzutreiben. Daneben sorgt QE über einen Anstieg der Liquidität für Mittelflüsse in risikobehaftete Anlageklassen.

VERGLEICH: ANLEIHEKÄUFE DER FED UND ENTWICKLUNG DES S&P 500

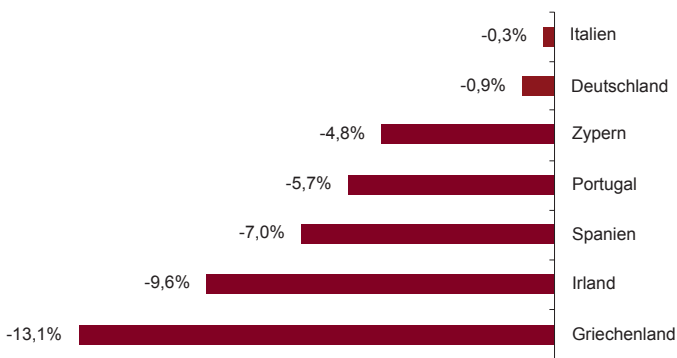


Quelle: Federal Reserve Economic Data

STRUKTURELLE REFORMEN SCHREITEN VORAN

Die Länder der Peripherie der Eurozone haben seit 2012 teilweise signifikante Fortschritte erzielt. So ist die Wettbewerbsfähigkeit sowohl in Portugal und Spanien, als auch in Irland und Griechenland signifikant gestiegen. Wir gehen davon aus, dass der Druck auf Frankreich und Italien - auch vor dem Hintergrund eines QE der EZB - weiter ansteigen wird. Die jüngste Regierungsumbildung in Frankreich sowie die sichtlichen Bemühungen Mario Renzi's in Italien geben hier zumindest Grund für vorsichtigen Optimismus.

LOHNSTÜCKKOSTEN: VERÄNDERUNG 2013
IM VERGLEICH ZU 2009 IN %

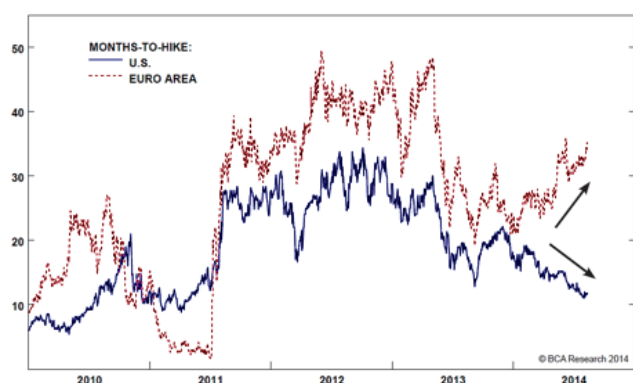


Quelle: Handelsblatt, 01.09.2014

EIN ZUNEHMEND GÜNSTIGES UMFELD FÜR EUROPÄISCHE UNTERNEHMEN

Wie in folgender Analyse von BCA Research zu sehen ist, erwartet der Markt einen Zinsanstieg in den USA bereits in den kommenden zehn Monaten. Während wir zu Beginn des Jahres noch von einem absehbaren Anstieg der kurzfristigen Zinsen auch in Europa ausgegangen sind, erscheint uns mittlerweile eine Zinserhöhung vor 2017 unwahrscheinlich. Die dauerhaft niedrigen Finanzierungskosten in Zusammenhang mit einem deutlich niedrigeren Euro-Kurs stellen aus unserer Sicht einen klaren Wettbewerbsvorteil für europäische Unternehmen dar.

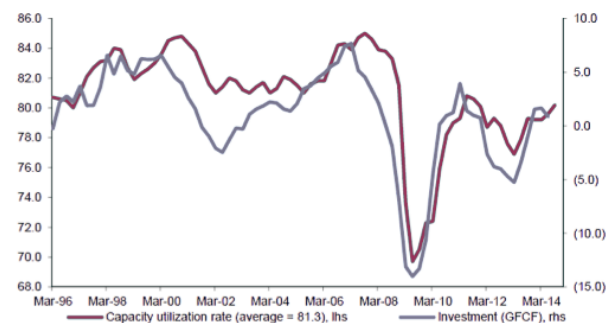
10 MONATE BIS ZUR ERSTEN ZINSERHÖHUNG IN DEN USA –
MEHR ALS 30 MONATE IN EUROPA



Quelle: BCA Research

Die Bereitschaft für eine verstärkte Kreditnachfrage des Unternehmenssektors, die für ein Anziehen des Wirtschaftswachstums in der Eurozone nötig ist, hängt neben der niedrigen Finanzierungskosten in erster Linie von der Investitionsbereitschaft der Unternehmen ab. Wir beobachten, dass sowohl die Kapazitätsauslastung der europäischen Industrie kontinuierlich ansteigt und mittlerweile wieder bei knapp 80% liegt als auch dass die Investitionen in langlebige Wirtschaftsgüter anziehen. Es ist davon auszugehen, dass Investitionen, die derzeit aufgrund des Ukraine Konflikts zurückgehalten werden, bei einer weiteren Beruhigung der Situation getätigt werden. Russland selbst ist aus unserer Sicht von seiner wirtschaftlichen Bedeutung nicht groß genug, um einen längerfristigen Investitionsstopp auszulösen.

KAPAZITÄTSAUSLASTUNG UND INVESTITIONEN
IN EUROPA STEIGEN KONTINUIERLICH



Quelle: Exane BNP Paribas

UNTERNEHMENSGEWINNE KÖNNEN STEIGEN

Im Gegensatz zu den USA sind die Gewinne europäischer Unternehmen noch deutlich unter ihren Zwischenhochs und signifikant unter den Höchstständen des Jahres 2007. Die folgende Grafik zeigt die Entwicklung der operativen Margen europäischer Unternehmen im Vergleich zu ihren US-amerikanischen Wettbewerbern. Deutlich zu erkennen ist, dass die Margen in Europa in der Erholung seit 2009 nicht mit denen US-amerikanischer Unternehmen mithalten konnten. Wir sehen jedoch eine gute Chance für eine mittelfristige Aufholbewegung von Gewinnen und Margen. Die strukturellen Fortschritte in der Peripherie, ein Wachstum der Exporte getrieben von der robusten US-Konjunktur sowie ein Anziehen des privaten Konsums bei sich weiter verbessernden Arbeitslosenzahlen können eine gute Mischung für eine überproportionale Gewinnentwicklung werden. Eine länger andauernde Euro-Schwäche sowie die niedrigeren Finanzierungskosten wirken verstärkend. Wir gehen daher davon aus, dass europäische Unternehmen durchaus in der Lage sein können, ein stärkeres Gewinn-Momentum auszuweisen als Unternehmen in den USA.

**VERGLEICH: OPERATIVE MARGEN VON
US- UND EUROPÄISCHEN UNTERNEHMEN**


Quelle: Bloomberg

POTENTIAL STOXX 600

Der Kursanstieg der vergangenen Jahre war zu einem großen Teil von Bewertungsexpansion getrieben, allerdings finden wir aktuell keine Übertreibungen bei den Bewertungen unseres Universums. Dennoch müssen die Unternehmensgewinne steigen, um ein weiteres Potential für die Aktienmärkte zu ermöglichen. Wenngleich wir kurzfristig weiter Druck auf die Gewinnschätzungen für 2014 erwarten, halten wir es für möglich, dass dies nur ein temporärer Effekt ist. Die Schätzungen für 2015 sehen derzeit ein Wachstum von knapp 14% gegenüber 2014 vor, selbst bei einem etwas geringeren Wachstum sehen wir ein deutliches Potential für europäische Aktien.

Zur Berechnung des Potentials greifen wir auf die Entwicklung der Aktienrisikoprämie (= Gewinnrendite europäischer Aktien abzgl. risikoloser Rendite) zurück. Diese ist zuletzt wieder angestiegen und liegt mit 3,4% deutlich über ihrem langjährigen Durchschnitt von 2,6%.

**KURSPOTENTIAL DES STOXX 600 BEI UNTERSCHIEDLICHEN
ZINS- UND RISIKOPRÄMIEN (AKTUELLER STAND 342 PUNKTE)**

10jr Zinsen EU	Risikoprämie des Aktienmarktes					
	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,25%	3,50%
4,50%	333,33	307,69	285,71	266,67	258,06	250,00
4,00%	363,64	333,33	307,69	285,71	275,86	266,67
3,50%	400,00	363,64	333,33	307,69	296,30	285,71
3,00%	444,44	400,00	363,64	333,33	320,00	307,69
2,50%	500,00	444,44	400,00	363,64	347,83	333,33
2,00%	571,43	500,00	444,44	400,00	380,95	363,64
1,50%	666,67	571,43	500,00	444,44	421,05	400,00
1,00%	800,00	666,67	571,43	500,00	470,59	444,44

Quelle: Bloomberg, Convertinvest

In unserem Basisszenario gehen wir von einer Risikoprämie oberhalb des langfristigen Durchschnitts und einem durchschnittlichen 10-Jahres Zins bei europäischen Staatsanleihen von 2,0% (derzeit ca. 1,5%) aus. Damit errechnen wir ein mittelfristiges Potential von fast 20% für den Stoxx 600. Ein entsprechend größeres Potential ergäbe sich bei einem deutlicheren Rückgang der Risikoprämie, die wir aber nur bei einem sich erneut aufhellendem Umfeld erwarten würden.

Als favorisierte Sektoren sehen wir zum einen fremdkapitalintensive Sektoren (z.B. Immobilienunternehmen) sowie zyklische Sektoren, die von einer Euro-Schwäche profitieren (z.B. Automobil). Zudem sollten Mid Caps wieder stärker outperformen als zuletzt.

**EUROPÄISCHE WANDELANLEIHEN
WERDEN PARTIZIPIEREN**

Gerade im beschriebenen Umfeld werden Wandelanleihen wegen ihrer hybriden Eigenschaft nachgefragt. Während die Renditechancen von klassischen Unternehmens- oder Staatsanleihen im Niedrigzinsumfeld gering sind, können Wandelanleihen von steigenden Aktienmärkten profitieren. Im Gegensatz zur direkten Aktieninvestition haben sie jedoch eine deutlich geringere Volatilität. Die ausschließliche Konzentration auf europäische Wandelanleihen in der konservativen Strategie des Convertinvest European Convertibles & Bond Funds sowie in der dynamischen Variante des Convertinvest All-Cap Convertibles ermöglicht eine Partizipation an der mittelfristigen Aufholbewegung Europas.

DISCLAIMER**MARKETINGMITTEILUNG NUR FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN****RECHTLICHE HINWEISE:**

Alle Daten beruhen auf dem jeweils angegebenen Stichtag; sofern nicht gesondert angegeben, gilt der Stichtag auf der Titelseite. CONVERTINVEST ist gem. § 3 Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG) als Wertpapierfirma klassifiziert und unterliegt der Zuständigkeit und Aufsicht der Finanzmarktaufsicht (FMA).

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Dieser Bericht ist ausschließlich zur Verteilung an institutionelle Investoren zulässig und unter keinen Umständen gültig für Privatkunden. Bei den Daten handelt es sich um Bruttoperformance. Sollte von institutionellen Performancezahlen die Rede sein, handelt es sich dabei um die Nettofondspersformance zuzüglich einer angenommenen Retrozession von 50BP (Berechnungsmethode auf Anfrage). Die individuellen Retrozessionsvereinbarungen können davon abweichen, daher ist eine angeführte institutionelle Performance nur als Beispiel und nicht als individueller Performanceausweis zu sehen. Wertpapierdienstleistungen sind in der Regel mit zusätzlichen Kosten verbunden, die die Performance negativ beeinflussen. Der einmalige Ausgabeaufschlag von bis zu 5% je nach Fonds und individuelle Kosten wie beispielsweise Gebühren, Provisionen und andere Entgelte von Dritten sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Dieses Dokument stellt keine Anlageanalyse, kein Angebot und keine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Fondsanteilen des CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund oder des CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund oder des CONVERTINVEST Global Convertible Properties oder sonst eines Wertpapiers dar. Weder dieses Dokument noch die darin enthaltenen Informationen können die Grundlage eines (Anlageberatungs-)Vertrages oder das Auslösen eines Dauerschuldverhältnisses bilden. Dieses Dokument wurde von CONVERTINVEST erstellt und basiert auf Daten und Informationen, die öffentlich erhältlich sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen von Quellen (insbesondere Tipas, Semper Constantia Invest GmbH/Semper Constantia Privatbank AG,

Carl Spängler KAG/State Street Bank GmbH, Raiffeisen Kapitalanlage GmbH/Raiffeisen Bank International AG, 3Banken-Generali Investment-GmbH/BKS Bank AG, EXANE, UBS, Bloomberg und Deutsche Bank), die nach Ansicht von CONVERTINVEST verlässlich sind, jedoch kann CONVERTINVEST keine Gewähr für die Genauigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen übernehmen.

Der Prospekt und das KIID (sowie allfällige Änderungen) wurden entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 in der jeweils geltenden Fassung im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht und stehen in deutscher Sprache am Sitz der KAG Semper Constantia Invest GmbH/Raiffeisen Kapitalanlage GmbH/3Banken-Generali Investment-GmbH und am Sitz der Depotbank Semper Constantia Privatbank AG/Raiffeisen Bank International AG/BKS Bank AG, als Datei im pdf-Format auf der Homepage der KAG (www.semperconstantia.at / www.rcm.at / www.3bg.at) zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung sowie allfällige weitere Abholstellen sind auf der Homepage der KAG ersichtlich. Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für ausschließlich institutionelle Anleger und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Die Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse der institutionellen Anleger hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.

Alle Daten und Informationen wurden mit größter Sorgfalt nach den zum Stichtag aktuellsten vorhandenen Daten zusammengestellt und überprüft. Eine Haftung oder Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen kann nicht übernommen werden.

Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten dieser Unterlage ist nicht ohne vorherige Genehmigung durch CONVERTINVEST gestattet.

Unsere Publikumsfonds, zum Vertrieb zugelassen in Deutschland, Österreich, Schweiz, Frankreich:

CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund (T)	AT000674999 (nicht zugelassen in Frankreich)
CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund (A)	AT000674981
CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund (VT)	AT0000A0LVR7

Unsere Publikumsfonds, zum Vertrieb zugelassen in Deutschland und Österreich:

CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund (T)	AT0000A09008
CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund (A)	AT0000A08Y62
CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund (VT)	AT0000A09016
CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund (VT)	AT0000A0LVR7
CONVERTINVEST Global Convertible Properties (T)	AT0000A14J55
CONVERTINVEST Global Convertible Properties (A)	AT0000A14J48

CONVERTINVEST Financial Services GmbH

Liebermannstraße F03/401, A-2345 Brunn am Gebirge

Internet: <http://www.convertinvest.com/>

E-Mail: office@convertinvest.com

Compliance: n.biegler@convertinvest.com

Tel. +43 2252 25 99 79 – 0, Fax – 29

Firmenbuch: FN 214338 d, Firmenbuchgericht: LG Wr. Neustadt

Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht, A-1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 5, Tel. +43 (0)1 249 59 - 3202, www.fma.gv.at