

2016
2017

Jahresbericht



HELLERICH



HELLERICH

Jahresbericht 2016/2017

Auszeichnungen:

WirtschaftsWoche: **BESTE VERMÖGENSVERWALTER 2016**
Euro Advisor Services GmbH: **€uro FONDS NOTE 1** für den HELLERICH Sachwertaktien



Schlagzeilen 2016



05.01.2016

Januar

Dax startet so schlecht wie seit 25 Jahren nicht mehr

Sorge um Deutsche Bank

09.02.2016



Februar

Ein Übernahmeziel, das keins sein darf

04.03.2016

Süddeutsche Zeitung

März

Goldpreis weiter im Höhenflug

April

03.04.2016

Panama Papers

Süddeutsche Zeitung

Geheimgeschäfte von Hunderten Politikern und Prominenten in Steueroase enthüllt

15.05.2016

DEUTSCHE WIRTSCHAFTS NACHRICHTEN

Mai

Preis-Sturz löst eine heftige Pleite-Welle in der Öl-Branche aus

27.06.2016



stern

Juni

Dax steht weiter unter Brexit-Schock

Frankfurter Allgemeine
15.07.2016

Türkei: Putschversuch gegen Erdogan endet mit 265 Toten

Juli

August

Negativzinsen für Privatkunden

Handelsblatt

11.08.2016

„Genossen“ verlangen erstmals Strafzinsen

30.08.2016



EU-Kommission: Apple will sich gegen 13-Milliarden-Steuernachzahlung wehren

September

28.09.2016

DEUTSCHE WIRTSCHAFTS NACHRICHTEN

Opec beschließt Begrenzung der Fördermenge: Ölpreis steigt

Oktober

05.10.2016

ZEITUNG ONLINE

Pariser Klimaabkommen wird Wirklichkeit

Trump-Erfolge



09.11.2016

Mexikos Peso stürzt ab, starke Kursverluste an den Börsen

November

Dezember

23.12.2016



Monte dei Paschi wird verstaatlicht

20 Milliarden Euro! Italiens Regierung rettet älteste Bank der Welt mit Notfall-Dekret



Inhalt

Rückblick auf die Märkte

6

Rückblick auf unsere Anlagestrategien

11

Konjunkturentwicklung

20

Journal- und Gastbeiträge

Wir sind (nicht) das Volk

29

Reißt Donald Trump die Weltwirtschaft
aus der Lethargie?

34

Die Schwellenländer im Schatten
des neuen US-Präsidenten

40

Investieren in Japan:
„Ich sehe was, was Du nicht siehst“

44

Die schöne neue Welt der
Industrie 4.0

47

Rückblick auf die Märkte

2016 war das Jahr der Fehleinschätzungen

Die zwei wichtigsten Ereignisse des Jahres waren zweifelsohne die Abstimmung über den Verbleib der Briten in der Europäischen Union und die Präsidentschaftswahl in den USA. Im Vorfeld der jeweiligen Wahlen liefen die Meinungsforscher zur Hochform auf. Und auch die Wettbüros, insbesondere bei der britischen Abstimmung, waren stark gefragt. Doch weder die Meinungsforscher noch die Wettquoten der Buchmacher konnten die Ergebnisse vorhersagen. So verwundert es wenig, dass auch Finanzexperten und Börsenteilnehmer danebenlagen. Das war an den Kursbewegungen direkt vor den Entscheidungen abzulesen. In beiden Fällen trat also ein, was so nicht erwartet worden war.

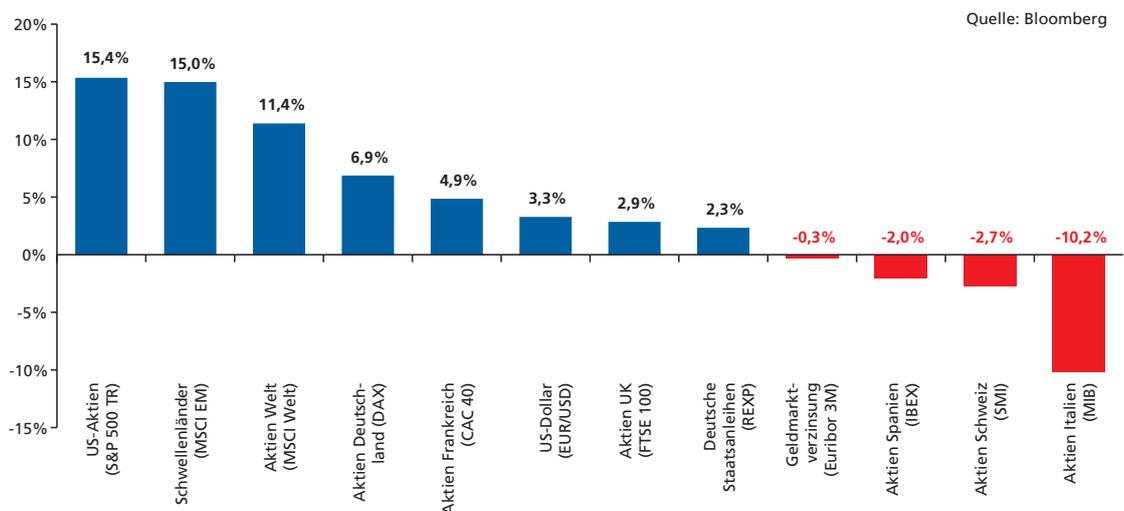
Die Abstimmungsergebnisse, insbesondere ihre Hintergründe, spiegeln eine Entwicklung, die Anlass zur Sorge gibt. „Der Populismus steht in voller Blüte“ war kürzlich im Stern zu lesen. Und etablierte Parteien lassen sich bereits aus Angst, Wähler zu verlieren, auf eben solche Gratwanderungen ein. Denn in vielen Ländern finden sich inzwischen wachsende populistische Gruppierungen, die den etablierten Parteien das Wasser abgraben. Sie versprechen dem Volk, oder vielmehr bestimmten Bevölkerungsteilen, das, was sie vermeintlich

Rückbesinnung auf die eigenen Werte und die eigene Stärke. Das mag positiv sein. Vorhaben wie Abschottung, Deglobalisierung und Fremdenfeindlichkeit weisen hingegen den falschen Weg – schon unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten.

Insbesondere Deutschland hat viel zu verlieren. Wie beinahe kein anderes Land sind wir auf einen offenen Waren- und Dienstleistungsverkehr angewiesen. Aushängeschilder wie Siemens, SAP, BASF, Allianz, Daimler, um nur die größten Unternehmen

Der Populismus steht in voller Blüte

Wertveränderung verschiedener Anlageklassen im Jahr 2016 in EUR (Stichtag 31.12.2016)



hören wollen. Dabei reagieren sie auf den Wunsch der Wähler nach starken Führungspersonlichkeiten und einer neuen politischen Ausrichtung. Die Rede ist von

zu nennen, gäbe es in einer abgeschotteten Welt nicht. Der deutsche Mittelstand, der rund 70 Prozent der Erwerbstätigen beschäftigt, wäre ohne einen globalen Wa-



renaustausch kaum überlebensfähig. Wir verdanken unseren Wohlstand in Deutschland dem offenen Warenverkehr und der Globalisierung.

Dass die Globalisierung schmerzhaft sein kann, hat auch die deutsche Wirtschaft erlebt. Nicht überlebensfähige Wirtschaftszweige wurden in den Ruin getrieben, man denke nur an die Textil- und Montanindustrie oder den Kohlebergbau. Der massive Verlust an Arbeitsplätzen war für viele Menschen mit drastischen Konsequenzen verbunden. Doch nur durch einen solch tief greifenden Wandel waren Fortschritt und Wettbewerbsfähigkeit überhaupt möglich. Letztendlich profitierte davon unser Gemeinwohl.

Der Austritt Großbritanniens aus der EU und die protektionistische Haltung des neuen US-Präsidenten werden langfristig nicht zu mehr Wohlstand führen – sofern der Austritt kommt und Donald Trump seine Ankündigungen wahr macht. Es bleibt zu hoffen, dass die Akteure mit Augenmaß und Vernunft agieren.

Marktrückblick: Schon in den ersten Wochen des Jahres 2016 haben wichtige Börsen 20 Prozent an Wert verloren. Zu dieser Zeit war noch niemandem klar, welche gravierenden politischen Veränderungen das Jahr noch bringen würde. Die Verlus-

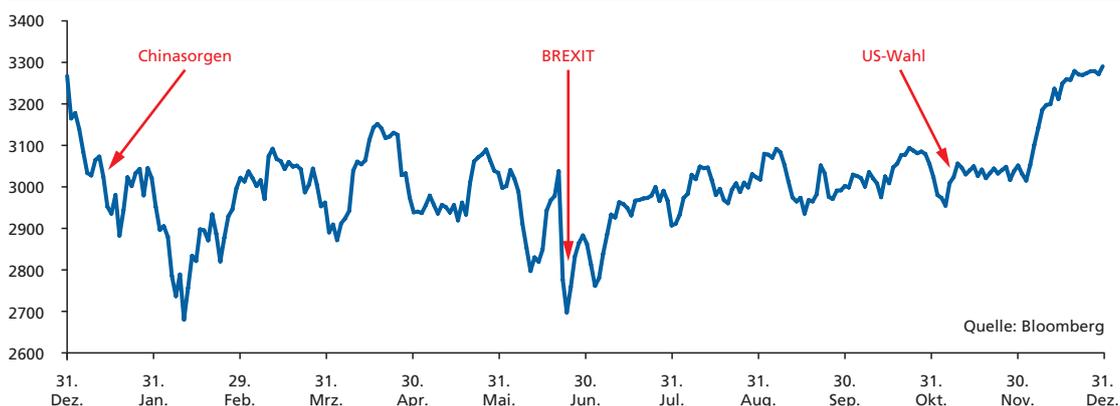
te waren der sich abzeichnenden Wachstumsschwäche in den USA und der damit einhergehenden Gewinnrezession geschuldet. Aber auch China sorgte erneut für Verunsicherung. Bereits am ersten Handelstag des Jahres brach die chinesische Börse um sieben Prozent ein. Daneben wertete der chinesische Yuan in der ersten Januarhälfte weiter ab. Die Veröffentlichung sehr schwacher Wirtschaftsdaten schürte die Angst vor einer neuen China-Krise.

Staatsanleihen konnten in dieser Phase nicht für den nötigen Ausgleich sorgen. Obwohl sich Anleger aus Risikoanlagen verabschiedeten, verharrten die Kurse lange Zeit auf denselben Levels. Zu größeren Korrekturen kam es – analog zu den Aktienmärkten – jedoch bei Hochzins- und Schwellenländeranleihen. Große Verluste mussten dabei insbesondere die Energie- und Bergbautitel hinnehmen. Sie litten unter den fallenden Rohstoffpreisen, die die wirtschaftliche Lage für die Unternehmen deutlich verschlechterten.

Zahlreiche Aktienmärkte hatten ihre Jahrestiefstände Mitte Februar erreicht. Der folgende März brachte gute Nachrichten: Es wurde klar, dass die US-Notenbank zunächst keine weitere Zinserhöhung durchführen würde. Zudem weitete die Europäische Zentralbank (EZB) das Anleihenkaufprogramm aus und führte den

Die deutsche Börse startete 2016 mit 20% Kursverlust im DAX-Index

Eurostoxx 50 Index



Einlagenzins noch deutlicher in den Negativbereich. Nach diesen Beschlüssen stabilisierten sich die Aktienmärkte wieder. So arbeitete sich der deutsche Aktienindex DAX bis April wieder an seine Jahresanfangskurse heran. Auch die Staatsanleihen erholten sich. Die Schwellenländer profitierten vom sich wieder abschwächenden US-Dollar. Hier konnten Aktien und Renten ebenfalls deutlich zulegen.

Aber bereits im Mai drehte sich die Entwicklung erneut. Im Vorfeld des Brexit-Referendums suchten Anleger Sicherheit. Gold konnte deutlich an Wert gewinnen, während die Renditen der zehnjährigen deutschen Staatsanleihen auf minus 0,2% fielen.

Rendite 10-jährige deutsche Staatsanleihen in %



Nachdem die Meinungsumfragen und die Wettbüros kurze Zeit vor der Abstimmung

eine deutliche Mehrheit für das „Verbleib-Lager“ meldeten, drehte sich die Markttrichtung wieder nach oben. Innerhalb weniger Tage konnte der Deutsche Aktienindex beinahe neun Prozent zulegen. Doch die Umfragen erwiesen sich als nicht zutreffend. Die Wähler hatten für einen Ausstieg gestimmt! Am Tag nach der Bekanntgabe des unerwarteten Ergebnisses brachen die europäischen Aktienmärkte regelrecht ein. Bankaktien mussten Verluste von teils mehr als 30 Prozent hinnehmen. Doch die Panik der Börsenteilnehmer verschwand schnell wieder. Selbst die schwer getroffenen Bankaktien lagen zwei Monate später schon wieder auf den alten Levels. Einmal mehr bewahrheitete sich die alte Börsenweisheit: „Politische Börsen haben kurze Beine“. Nur das britische Pfund konnte die Einbußen bis dato nicht wettmachen. Von 17 Prozent Kursverlust wurde nur knapp die Hälfte wieder aufgeholt.

Die folgenden Monate bis Ende Oktober liefen an den wichtigsten Aktienbörsen relativ ereignislos. Bei der bevorstehenden US-Wahl zeigten die meisten Meinungsumfragen einen soliden Vorsprung für Hillary Clinton an. Donald Trumps verbale Fehltritte waren zu einer verlässlichen Größe geworden. So rechneten die Märkte mit der Weiterführung einer glaubwürdigen Politik. Doch wieder kam es anders als erwartet! Die ersten Reaktionen an den Aktienmärkten waren wie schon nach der

Minuszins von 0,2% bei deutschen Staatsanleihen

Sogar Moody's Analytics lag mit ihrem Präsidentenmodell das erste Mal seit 1980 daneben



Brexit-Abstimmung sehr deutlich. Japan war der erste große Markt, an dem nach Bekanntgabe des Ergebnisses gehandelt wurde. Der Aktienindex Nikkei musste im Tagesverlauf fast sieben Prozent abgeben. Anscheinend nutzten viele Teilnehmer den japanischen Markt, um sich neu zu positionieren oder um sich vor der Eröffnung der europäischen und amerikanischen Märkte vor weiteren Verlusten abzusichern. Doch diese Erwartung erwies sich wiederum als falsch. Als die europäischen Börsen später öffneten, drehte sich der Handel ins Plus!

Donald Trumps erste Äußerungen nach der Wahl fielen relativ moderat aus, sodass sich die Kapitalmärkte schnell wieder beruhigten. In der Folge wurden die Verluste wieder ausgeglichen und sogar bereits kurz nach der Wahl neue Höchstkurse erreicht. So markierte der amerikanische Aktienindex Dow Jones am 10. November 2016 ein neues Allzeithoch!

Weniger erfreut zeigten sich die amerikanischen Anleihenmärkte, denn im Gegensatz zu den Aktien mussten die Anleihen herbe Verluste hinnehmen. Die immensen Summen, die Trump für Investitionen bereitstellen möchte, sind nicht gegenfinanziert (Deficit-Spending). Deshalb ist mit einem starken Anstieg der Verschuldung zu rechnen. Diese Sorge der Marktteilnehmer ließ den US-Zins für zehnjährige Anleihen auf über zwei Prozent ansteigen. Die Kursver-

luste bei den entsprechenden Anleihen summieren sich somit seit Mitte des Jahres (Zinstief) auf über fünf Prozent.

Die amerikanische Währung gewann dagegen zunehmend an Stärke. Die Erwartung steigender US-Zinsen erhöhte die Nachfrage nach US-Dollar-Anlagen. So konnte der US-Dollar seit der Wahl etwa sieben Prozent zulegen. Fatal wirkte sich der Sieg Trumps jedoch auf die mexikanische Währung aus. Der Peso verlor unmittelbar nach der Wahl mehr als zwölf Prozent und hat sich seitdem nicht mehr erholt.

Der Grund dafür ist, dass Mexiko von möglichen Handelsbeschränkungen besonders betroffen wäre. Auch andere Schwellenländer mussten zunächst Verluste bei ihren Währungen und den Aktien hinnehmen. So büßte der Schwellenländerindex MSCI Emerging Markets ebenfalls etwa sechs Prozent seines Wertes ein.

Bei den Rohstoffen konnten überwiegend Zuwächse verzeichnet werden. Hier spielen die möglichen hohen Infrastrukturinvestitionen eine Rolle. Gold verlor gleichzeitig an Wert, was auf den gestiegenen Dollar und auch höhere Zinsen zurückzuführen ist.

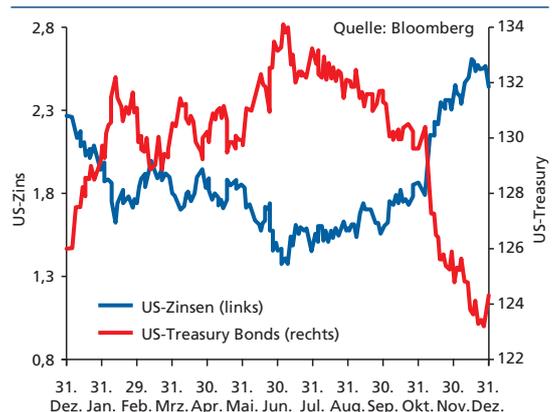
Am 14. Dezember beschloss die US-Notenbank schließlich die zweite Zinserhöhung um 25 Basispunkte. Die Marktteilnehmer hatten dies erwartet, sodass die Auswir-

Trumps Wirtschaftsprogramm lässt Zinsen steigen

Entwicklung US-Zinsen und Euro/US-Dollar



Entwicklung US-Zinsen und Anleihen





Älteste Bank der Welt musste gestützt werden

kung auf den Aktienmarkt gering war. Der US-Dollar legte mit diesem Schritt jedoch weiter zu. Und die Zinsen für die US-Treasuries stiegen auf knapp 2,65 Prozent, wobei die Anleihenkurse fast zwei Prozent einbüßten.

Vor Weihnachten flammte die Bankenkrise in Italien wieder auf. Die Banca Monte dei Paschi di Siena war nicht in der Lage, die notwendige Kapitalerhöhung durch private Investoren aufzubringen. Somit musste die älteste Bank der Welt vom italienischen Staat gerettet werden.

Im Vorfeld hatte Italien bereits ein Hilfspaket für Banken vorbereitet und kann nun durch neue Kredite die Bank stützen. Die Wertpapiermärkte zeigten sich davon relativ unbeeindruckt und konnten ihre Levels bis zum Jahresende verteidigen.

Per saldo verabschiedeten sich die Aktienmärkte trotz des herben Rückschlags in den ersten zwei Monaten positiv aus dem Jahr 2016. Auch viele Rentenmärkte bescherten – wahrscheinlich vorerst zum letzten Mal – eine ansehnliche Rendite. ●



Rückblick auf unsere Anlagestrategien

A. Vermögensverwaltung Ausgewogen / Einzeltitel

Es war ein Jahr der politischen Großereignisse, die jeweils den Ausgang nahmen, der am wenigsten erwartet worden war. Man war also im Nachhinein gut beraten, nicht auf den wahrscheinlichsten Ausgang zu setzen, denn damit hätten hohe Verluste entstehen können. Gleiches galt für den turbulenten Jahresbeginn. Auch im Umfeld zweistelliger Einbußen der europäischen Aktienindizes war es das Klügste, einen kühlen Kopf zu bewahren und durchzuhalten.

Die Aktienquoten der ausgewogenen Strategie lagen durchschnittlich bei rund 50 Prozent. Im Anleihenbereich wurden keine neuen Positionen aufgenommen, wodurch die Quote auf teils unter zehn Prozent sank. Die vorgehaltene Liquidität trug zur Stabilisierung der Wertentwicklung während der schwankungsintensiven Marktphasen bei.

Ergebnisanalyse

Im Ergebnis erwirtschafteten die meisten ausgewogenen Mandate eine Rendite im unteren einstelligen Prozentbereich. Nur wenige Werte trugen negativ zum Ergebnis bei wie beispielsweise Danone oder Vestas Wind Systems. Die Nachricht über den Wahlsieg Donald Trumps traf die Aktien von Vestas schwer. Sofort ging man davon aus, dass sich die Wachstumsaussichten für das Unternehmen, dessen wichtigster Markt die USA sind, deutlich eintrüben werden. Windturbinen werden als alternative Energie jedoch auf Jahre hinaus eine wichtige Rolle im Klimaschutz spielen.

Die US-Aktien zeigten im vergangenen Jahr eine wesentlich bessere Entwicklung als europäische Werte und zählten damit auch in den Portfolios zu den Top-Performern. Beispiele hierfür waren der Krankenversi-

cherer UnitedHealth und Johnson & Johnson. Aber auch Becton Dickinson konnte in diesem Jahr wieder zweistellig zulegen. Zu den besten Werten Europas zählten die Aktien von Total, die vom deutlichen Anstieg des Ölpreises profitierten. Die europäischen Unternehmensanleihen entwickelten sich ebenfalls leicht positiv, auch wenn die Renditen im letzten Quartal wieder anzogen.

Zu den wenigen Neuaufnahmen des letzten Jahres zählte Rentokil Initial plc, ein britisches Unternehmen für Hygiene und Schädlingsbekämpfung. Der Einstieg direkt nach der Entscheidung über den BREXIT erwies sich als ein gutes Timing. Zwar reduzierte das schwache britische Pfund den Anstieg gemessen in Euro, doch das Unternehmen erwirtschaftet mehr als 80 Prozent des Umsatzes außerhalb Großbritanniens, sodass sich die Währungsentwicklung positiv auf das Ergebnis niederschlagen sollte. Erst jüngst erfreute darüber hinaus die Nachricht, dass Rentokil Initial eine Teilaufspaltung in Form eines Joint Ventures mit dem deutschen Unternehmen Haniel im Bereich Berufskleidung, Reinraum und Hygieneservices eingehen wird.

Aktuelle Positionierung

Im Anleihensegment dürfte es nun deutlich schwieriger werden, da nach dem Ausblick der amerikanischen Notenbank weitere Zinserhöhungen zu erwarten sind. Die Aktienquoten liegen bei einer neutralen Gewichtung bis zu einer leichten Übergewichtung. Nach unserer Einschätzung dürften sich die verschiedenen Regionen und Branchen weiter unterschiedlich entwickeln. Per saldo sollte sich das globale Wachstum aber im neuen Jahr wieder beschleunigen und den Aktienmärkten weiteren Auftrieb geben.

US-Aktien zählten zu den Top-Performern

Brexit ermöglichte gute Kaufkurse



B. Rückblick Fonds-Vermögensverwaltung

So überraschend wie das Jahr begonnen hatte, so überraschend endete es auch: 20 Prozent Wertverlust beim deutschen Aktienindex DAX zu Jahresbeginn und nahezu neun Prozent Zuwachs alleine in den letzten vier Wochen des Jahres 2016. Vom Jahrestiefststand Mitte Februar bis zum Jahresende erholte sich der DAX um 30 Prozent. Auch im Verlauf dieser Aufwärtsbewegung waren große Schwankungen zu verzeichnen. Per saldo konnte der Index ein Plus von 6,9 Prozent verzeichnen. In den USA fiel der Einbruch an den Aktienmärkten wesentlich geringer und die Aufwärtsbewegung umso stetiger aus. Der US-Aktienmarkt konnte, gemessen am S&P 500 Index, um 11,9 Prozent zulegen. Wenn man die US-Dollar-Bewegung dazurechnet, liegt das Plus sogar bei 15,4 Prozent. Im Minus lagen über lange Zeit viele Staatsanleihen. Der Zinsanstieg in den USA und auch die leicht anziehenden Zinsen in Europa führten – insbesondere bei den länger laufenden Anleihen – seit dem Sommer zu Einbußen. Insgesamt konnten zehnjährige amerikanische Staatsanleihen aber – aufs Jahr gesehen – ein Prozent zulegen. Die deutschen Pendant, gemessen am REXP Index, gewannen 2,3 Prozent.

Die Schwankung der Performance in unseren ausgewogenen Portfolios war deutlich gemäßigter. Während der Abwärtsbewegung vollzogen die Portfolios nur etwa ein Drittel der Verluste des DAX-Index nach. Die Stabilisierung der Märkte nutzten wir, um unsere Anlagequoten wieder auszubauen. Daneben ermöglichte uns der Kurseinbruch nach dem Brexit-Referendum günstige Einstiegskurse.

Positionen und Performancebeiträge

Die höchsten Beiträge zur Performance lieferten im abgelaufenen Jahr vier Aktienfonds: Unser nach der Brexit-Abstimmung

erworbener iShares Eurostoxx 50 ETF konnte um fast 20 Prozent zulegen und damit knapp über ein Prozent beisteuern. Unsere Asienposition Schroder Asian Total Return gewann zwölf Prozent (Beitrag knapp ein Prozent). Der neu erworbene Japan-Fonds von Julius Bär stieg um acht Prozent und trug damit ein halbes Prozent zur Gesamtleistung bei. Einen ähnlichen Beitrag leistete auch der Squad Value Fonds.

Negative Beiträge lieferten hingegen der iShares DAX ETF (minus 0,41 Prozent), der JPMorgan Europe Absolute Return Fund (minus 0,31 Prozent) und der HWB Portfolio Plus (minus 0,22 Prozent). Den iShares DAX ETF und den JPMorgan Europe Absolute Return Fund haben wir bereits verkauft. Den HWB Portfolio Plus halten wir wegen aussichtsreicher argentinischer Anleihen im Portfolio. Leicht im Minus lag unsere Deutschlandposition für den Bereich der Mid- und Small-Caps (Beitrag minus 0,13%). Diese hatten wir im Oktober des vergangenen Jahres erworben.

Aktuelle Positionierung

Wir haben die Kursrückschläge nach dem Referendum der Briten genutzt, um unsere Aktienquoten auszubauen. Hierzu investierten wir in den Indexfonds iShares EURO STOXX 50 ETF und im weiteren Verlauf in den DB Platinum IV – Platow, einen auf deutsche Mid- und Small-Caps spezialisierten Fonds. Um uns in Japan zu positionieren, verkauften wir Anfang November den JPMorgan-Europe Equity Absolute Alpha. Im Gegenzug erwarben wir den JB Multi-stock Japan Stock Fund EUR Hedged, der währungsgesichert in japanischen Aktien anlegt. Japan war in diesem Jahr von den internationalen Anlegern nicht beachtet worden. Zum Zeitpunkt unserer Investition deutete sich eine Trendwende am Aktienmarkt an. Insbesondere der Indexfonds

**Aktienquoten
wurden ausgebaut**



auf den EURO STOXX 50 Index und der Japan-Fonds haben sich bereits sehr positiv entwickelt.

Nach den beschriebenen Käufen sind wir nun in der **Anlagestrategie „Ausgewogen“** zu 60 Prozent in Aktien (inkl. der halben Mischfonds-Positionen und der anteiligen Wandelanleihefonds-Positionen), zu etwa 20 Prozent in Rentenfonds und zu acht Prozent in Immobilienfonds investiert. Die Kassenposition liegt bei rund drei Prozent.

In der **Strategie „Ertragsorientiert“** liegen wir aktuell bei 30 Prozent Aktieninvestments (inkl. der halben Mischfonds-Positionen und der anteiligen Wandelanleihefonds-Positionen). Daneben sind wir zu etwa 29 Prozent in Rentenfonds und zu 15 Prozent in Immobilienfonds investiert.

Auch in der **Strategie „Dynamisch“** haben wir die Kurseinbrüche nach dem Referendum der Briten zum Ausbau unserer Aktienquoten genutzt. Nach der Aufstockung des Indexfonds iShares EURO STOXX

50 ETF sowie dem Kauf des Platow- und des Japan-Fonds sind wir zu 79 Prozent in Aktien (inkl. der halben Mischfonds-Positionen und der anteiligen Wandelanleihefonds-Positionen) und zu etwa 15 Prozent in Rentenfonds investiert. Die Kassenposition beträgt somit nur noch 1,3 Prozent.

Ausblick

Aufgrund des Referendums der Briten konnten wir dieses Jahr noch einmal günstige Einstiegskurse nutzen. Damit haben wir den Grundstein für eine voraussichtlich gute Entwicklung im neuen Jahr gelegt. An der Leitbörse USA führte der Wahlsieg Donald Trumps zu einem Stimmungsumschwung. Namhafte Analysehäuser gehen jetzt von positiven Wirtschaftsimpulsen für die nächsten sechs bis zwölf Monate aus. Wir denken ähnlich und rechnen mit weiter steigenden Aktienkursen. Die relative politische Unberechenbarkeit des neuen Präsidenten sowie möglicher Protektionismus und Handelskriege könnten das Bild jedoch verändern. Auch die anstehenden Wahlen in Europa bergen Störpotenzial. Lesenswert dazu ist der Gastbeitrag „Wir sind (nicht) das Volk“ (Seite 29). ●

Gutes Timing bei Käufen nach Brexit-Referendum

Transaktionen:		Quelle: eigene Aufstellung
24.03.2016	Ankauf	WERTGRUND WohnSelect D
25.04.2016	Verkauf/Reduzierung	ACATIS-GANE VALUE EVENT F. UI B
26.04.2016	Verkauf	BlueBay Fds-Inv.Grade Bond Fd R-EUR
29.06.2016	Ankauf/Aufstockung	iShares EuroStoxx 50 ETF
05.08.2016	Verkauf	iShares Core DAX ETF
24.10.2016	Ankauf	DB Platinum Platow I1C
09.11.2016	Verkauf	JPMorgan-Europe Equity Absolute Alpha
10.11.2016	Ankauf	JB Multistock-Japan Stock Fund EUR Hedged



C. Investmentfonds – Rückblick

HELLERICH Global Flexibel

Im vergangenen Jahr erzielte der HELLERICH Global Flexibel je nach Anteilsklasse eine Wertentwicklung zwischen 3,4 und 3,9 Prozent. Damit wurde das Anlageziel in diesem schwierigen Börsenjahr knapp erreicht.

Abwärtsbewegung am Jahresanfang gut abgefedert

Das Jahr startete denkbar schlecht. Bereits nach wenigen Tagen lagen die weltweiten Aktienmarktindizes deutlich im negativen Bereich wie beispielsweise der deutsche Aktienindex DAX mit einem Rückgang von mehr als zehn Prozent. Die Anleihen zeigten in dieser Phase keine gegenläufige Reaktion, sondern verharrten zunächst auf der Stelle. Allein der Goldpreis stieg im ersten Quartal kräftig an, woran das Ausmaß der allgemeinen Unsicherheit der Marktteilnehmer abzulesen war. Der HELLERICH Global Flexibel konnte sich in dieser Phase gut behaupten und verlor nicht mehr als fünf Prozent. Mit der ausgewogenen Gewichtung der Anlageklassen konnte der Fonds an der anschließenden Erholungsphase partizipieren. Der anfängliche Verlust war so bis Mitte des Jahres komplett aufgeholt.

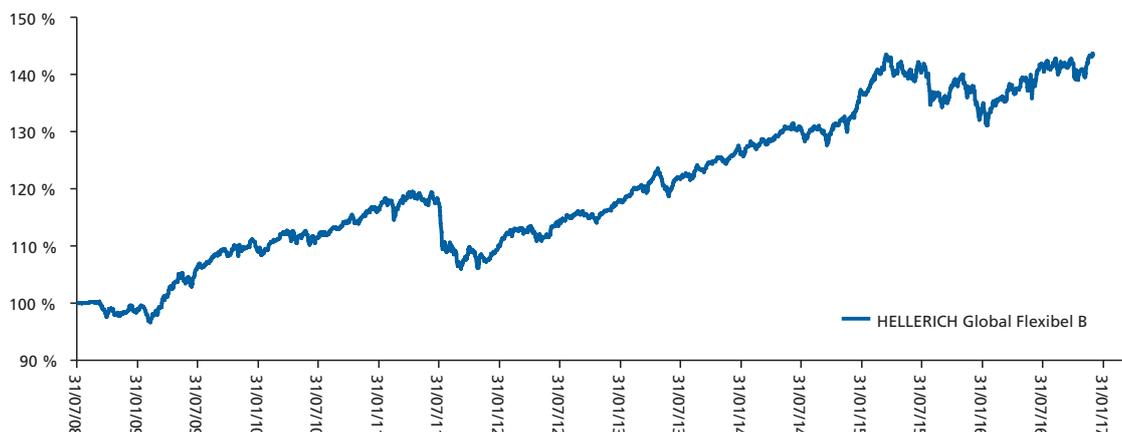
Mit dem Referendum über den Verbleib Großbritanniens in der Europäischen Uni-

on kam es vor und nach der Entscheidung erneut zu starken Schwankungen in allen Anlageklassen. Die Anleihenrenditen fielen auf ein neues Tief und sorgten für Kurszuwächse; die Aktien gerieten zunächst deutlich unter Druck und das britische Pfund wertete etwa fünf Prozent ab. Gegenläufig entwickelten sich der Öl- und Goldpreis sowie vor allem Rohstoffaktien, die kräftige Zuwächse verzeichneten. In den Sommermonaten bis in den Oktober veränderte sich der Fondspreis nur geringfügig. Im letzten Quartal des Jahres, das überwiegend durch die Wahl in den USA geprägt war, wurde nach Schwankungen fast ein neues Allzeithoch erreicht. Dies war auch einer vergleichsweise hohen Aktienquote zu verdanken.

Mit dem versöhnlichen Jahresausklang an den Märkten konnten auch dieses Jahr wieder Aktien den höchsten Performancezuwachs beisteuern. Sowohl auf der Einzel-

HELLERICH Global Flexibel B

(gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern. Datenquelle für die Fondspreise ist die Union Investment Financial Services S.A. und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Perfomancedaten.



titel- als auch auf der Fondsebene wurden im Durchschnitt zweistellige bzw. hohe einstellige Wertzuwächse verzeichnet. Auch die Anleihen, die im Jahresverlauf mit rund einem Viertel des Fondsvermögens gewichtet waren, legten zu und generierten einen positiven Beitrag. Höhere negative Beiträge leisteten hingegen die zu Beginn des Jahres veräußerten Positionen in ING sowie eine variabel verzinsliche Anleihe von Casino Guichard-Perrachon. Besonders posi-

tiv hervorzuheben sind indes die Anleihen der russischen Gazprom sowie der argentinischen YPF. Auf der Aktienseite legten insbesondere Blue Cap, Applied Materials oder UnitedHealth deutlich zu, ebenso wie die Position in einem ETF auf den MSCI Brasilien. Per Jahresende betrug die Aktienquote 56 Prozent, Anleihen waren mit 23 Prozent gewichtet und vier Prozent wurden in einem offenen Immobilienfonds gehalten. Die Liquidität lag bei rund 17 Prozent.

Aktien und Aktienfonds mit guten Zuwächsen

**HELLERICH Global Flexibel B
Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 31.12.2016 gemäß WpDVerOV**

Zeitraum	Wert
Am Tag der Anlage (bis einschließlich 31.01.2014) bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,00%) / Kaufspesen (ca. 0,20%) ggf. bis zu Am Tag der Anlage (ab 01.02.2014) bei Zahlung von Bankspesen „negative Wertentwicklung“ in Höhe der Bankspesen	-5,2%
01.08.2008 - 31.12.2008 Rumpffjahr (Fondsauflage*)	-1,4%
31.12.2008 - 31.12.2009	11,5%
31.12.2009 - 31.12.2010	5,7%
31.12.2010 - 31.12.2011	-7,4%
31.12.2011 - 31.12.2012	8,1%
31.12.2012 - 31.12.2013	8,1%
31.12.2013 - 31.12.2014	5,5%
31.12.2014 - 31.12.2015	4,0%
31.12.2015 - 31.12.2016	3,9%

Wertentwicklung in Kalenderjahren per 31.12.2016 gemäß BVI-Methode

seit Aufl.	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	*2008
43,3%	3,9%	4,0%	5,5%	8,1%	8,2%	-7,4%	5,7%	11,5%	-1,4%
Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)	4,2%		Maximaler Verlust		-11,3%				

HELLERICH Global Flexibel B – Wertentwicklung in % per 31.12.2016

(gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)

Jahr	Jan	Feb	Mär	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	YTD
*2008								0,04%	-0,06%	-1,88%	0,04%	0,47%	-1,40%
2009	0,35%	-0,94%	-0,09%	3,36%	2,45%	0,68%	1,96%	0,76%	1,38%	-0,50%	0,89%	0,71%	11,50%
2010	-0,84%	0,19%	1,86%	0,75%	-0,54%	0,02%	-0,12%	0,68%	0,87%	0,87%	-0,19%	2,03%	5,69%
2011	0,32%	0,66%	-0,10%	1,72%	-0,39%	-0,83%	-0,10%	-6,53%	-2,61%	2,53%	-2,28%	0,23%	-7,42%
2012	2,37%	2,00%	0,33%	0,58%	-1,13%	-0,27%	2,45%	0,33%	0,61%	-0,50%	0,58%	0,59%	8,15%
2013	1,39%	0,70%	1,29%	0,66%	0,96%	-2,24%	1,83%	-0,08%	1,45%	1,03%	0,65%	0,23%	8,10%
2014	0,52%	1,51%	-0,19%	0,26%	1,29%	0,33%	0,02%	-0,21%	-0,07%	0,15%	1,20%	0,59%	5,53%
2015	3,04%	1,40%	1,54%	0,44%	0,58%	-1,76%	0,99%	-2,99%	-1,90%	2,90%	1,30%	-1,43%	3,98%
2016	-3,07%	0,43%	1,4%	1,44%	0,93%	-1,25%	2,69%	0,45%	-0,31%	0,22%	-0,79%	1,82%	3,87%

*Auflagetag: 01.08.2008; Anteilklasse B

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern. Datenquelle für Fondspreise ist die Union Investment Financial Service S.A. und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Performancedaten. Die HELLERICH GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.



HELLERICH Sachwertaktien

Der HELLERICH Sachwertaktien erzielte auch im Jahr 2016 eine positive Wertentwicklung. Je nach Anteilsklasse lag diese zwischen 4,77 und 5,44 Prozent. Damit erreichte der Fonds seit seiner Auflage im Jahr 2009 in jedem Kalenderjahr ein positives Ergebnis.

Der Fonds konnte in der Krisenphase wieder seine Stärken ausspielen

Abschließend betrachtet war 2016 ein Jahr der Divergenzen. Der Januar begann mit einem sehr deutlichen Einbruch der Aktienmärkte weltweit und zwischenzeitlichen Verlusten im zweistelligen Bereich. Als Auslöser dieses schlechtesten Jahresbeginns seit der Finanzkrise wurden die Konjunktursorgen um China identifiziert. Hinzu kam der Rückgang des Ölpreises, dessen Entwicklung dabei auch eine bedeutende Rolle spielte. Amerikanische Ölkonzerne gerieten unter Druck und sogar die US-Banken, als große Kreditgeber, wurden dadurch in Mitleidenschaft gezogen. Gemessen an der Reaktion der Marktteilnehmer wurde offenbar eine neue Finanzkrise befürchtet.

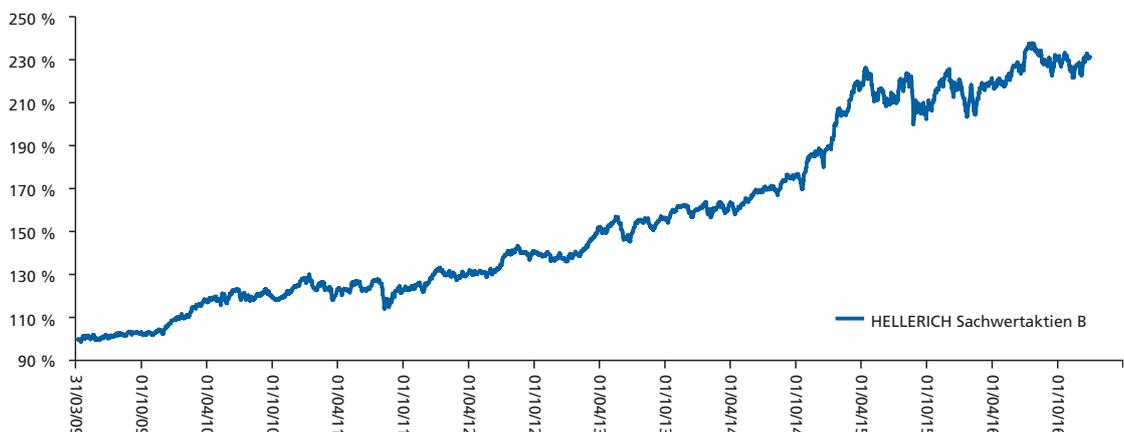
Gerade in dieser Zeit konnte der HELLERICH Sachwertaktien seine Stärken ausspielen und verlor wesentlich weniger an Wert als die gängigen Indizes. Auch gegenüber anderen globalen Aktienfonds konnte er sich positiv abheben. Im weiteren Verlauf des

Jahres spielten viele politische Schlüsselereignisse eine wichtige Rolle, die jeglichen Optimismus infrage stellten. Nachdem aber auch der Wahlsieg Donald Trumps die Aktienmärkte nicht negativ beeinflusste, sondern sogar positiv gewertet wurde, stand einer abschließenden Jahresendrallye nichts mehr im Wege. Hierbei zeigten vor allem die Sektoren die höchsten Kursgewinne, die gerade nicht im Anlageuniversum des Fonds enthalten sind.

Die Entwicklung der Einzeltitel spiegelte die Divergenz der allgemeinen Entwicklung wider. Während einige Werte wie beispielsweise die Aktie des japanischen Kosmetikonzerns Lion Corp hohe Kurszuwächse verzeichneten, gerieten vor allem die Hersteller medizinischer Geräte unter Druck. Der im Fonds hoch gewichtete Anteil von Unternehmen der Nahrungsmittelbranche ist breit diversifiziert. Trotz der allgemein schwachen Wertentwicklung der Branche

HELLERICH Sachwertaktien B

(gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern. Datenquelle für Fondspreise ist die Hauck & Aufhäuser Investment Gesellschaft S.A. und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Perfomancedaten.



konnten sich einige Titel äußerst positiv abheben wie zum Beispiel der Lachsfarmer Bakkafröst sowie der kanadische Molkereibetrieb Saputo. Negativbeispiele waren die südkoreanischen Unternehmen Nongshim oder Lotte Food.

negative Entwicklung der schwedischen Krone und des britischen Pfunds aus. Die geringer gewichteten Währungen leisteten leicht positive Beiträge.

Titelauswahl überzeugte

Die Fremdwährungen leisteten im vergangenen Jahr einen geringen positiven Beitrag. Die positive Entwicklung des US-Dollars und des japanischen Yens glichen die



HELLERICH Sachwertaktien B – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 31.12.2016									
Zeitraum	Wert								
Am Tag der Anlage bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,0%) / Kaufspesen (ca. 0,2%) ggf. bis zu	-5,20%								
07.04.2009 - 30.12.2009 Rumpfbjahr (Fondsaufgabe*)	9,0%								
31.12.2009 - 31.12.2010	17,7%								
31.12.2010 - 31.12.2011	2,8%								
31.12.2011 - 31.12.2012	3,3%								
31.12.2012 - 31.12.2013	17,7%								
31.12.2013 - 31.12.2014	18,4%								
31.12.2014 - 31.12.2015	16,4%								
31.12.2015 - 31.12.2016	4,8%								
Wertentwicklung in Kalenderjahren per 31.12.2016									
seit Aufl.	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	*2009	
131,3%	4,8%	16,4%	18,4%	17,7%	3,3%	2,8%	17,7%	9,0%	
Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)				9,9%		Maximaler Verlust			-12,3%

HELLERICH Sachwertaktien B – Wertentwicklung in % per 31.12.2016
(gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)

Jahr	Jan	Feb	Mär	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	YTD
*2009				0,87%	-1,06%	0,94%	2,13%	0,34%	-0,15%	-0,55%	0,17%	6,11%	8,96%
2010	0,99%	4,02%	2,69%	0,56%	0,08%	3,26%	-3,61%	2,52%	-0,84%	-0,40%	3,90%	3,50%	17,67%
2011	-4,20%	0,76%	-0,52%	-0,62%	3,50%	-2,38%	2,05%	-5,53%	2,87%	1,23%	0,15%	6,03%	2,79%
2012	-1,65%	-1,53%	2,29%	0,45%	0,79%	1,94%	4,80%	-0,64%	0,51%	-1,72%	-0,56%	-1,24%	3,26%
2013	2,03%	3,34%	5,83%	0,80%	-1,35%	-1,58%	3,87%	-1,58%	2,84%	2,31%	1,36%	-1,18%	17,66%
2014	-0,11%	2,23%	-0,51%	-0,36%	2,92%	1,02%	1,47%	1,70%	0,99%	3,56%	2,29%	1,95%	18,44%
2015	9,32%	1,78%	3,54%	-0,12%	-0,97%	-2,75%	5,01%	-4,40%	-4,08%	7,02%	3,92%	-1,96%	16,35%
2016	-4,24%	2,73%	2,00%	-0,69%	3,35%	1,68%	1,32%	-2,70%	1,04%	-0,25%	-0,61%	1,35%	4,81%

*Auflagetag: 07.04.2009; Anteilklasse B
Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern. Datenquelle für Fondspreise ist die Hauck & Aufhäuser Investment Gesellschaft S.A. und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Perfomance-daten. Die HELLERICH GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.



Prince Street Emerging Markets Flexible EUR

2016 war für die Schwellenländer besser als die Vorjahre. Doch eine echte Trendwende blieb zur großen Enttäuschung der Anleger aus. Nach einem fünfjährigen Bärenmarkt konnte der MSCI Emerging Markets Index im Jahresverlauf um 14,6 Prozent in Euro zulegen. Der Großteil dieser Kursgewinne erfolgte jedoch innerhalb weniger Wochen im März und im Juli und war durch große Schwankungen gekennzeichnet. Im Vergleich dazu erwiesen sich die Frontier Markets als stabiler. Der entsprechende Index beendete das Jahr mit einer Performance von 5,9 Prozent auf Euro-Basis.

Spitzenreiter Brasilien

Top-Performer des Jahres unter unseren Anlagemärkten war Brasilien, das in Euro berechnet um 76,2 Prozent zulegte. Dies lag zum Teil an einer Aufwertung des Reals um 25 Prozent gegenüber dem Euro. Die Amtsenthebung von Dilma Rousseff nährte die Hoffnung auf Reformen, was dem brasilianischen Markt Auftrieb gab. Die chaotische Übergangsphase führte jedoch zu einer unglaublich hohen Volatilität.

unserem Anlageuniversum erweisen. Die Anleger schöpfen nämlich wieder zunehmend Vertrauen in den Zugang des Marktes zum US-Dollar.

Schlusslicht Nigeria

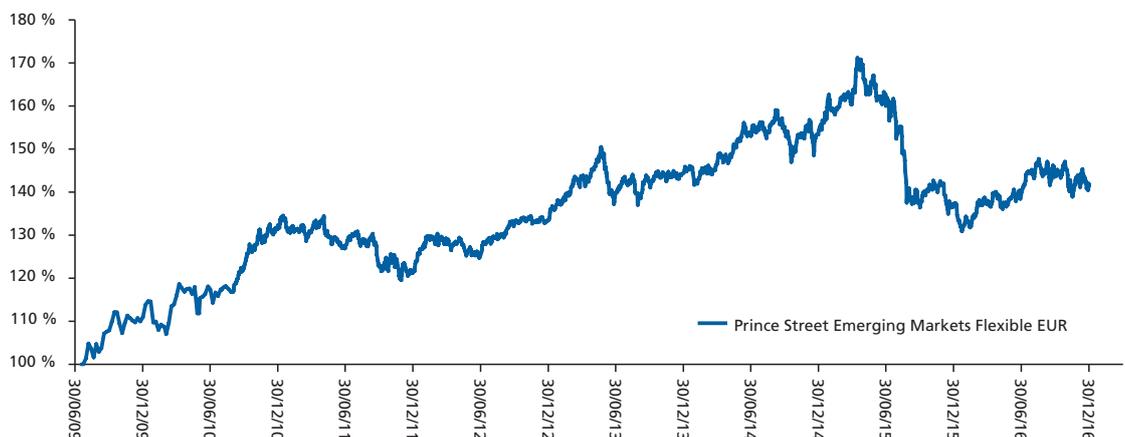
Das Schlusslicht bildete 2016 Nigeria mit einem Verlust von 33 Prozent in Euro. Eine massive Abwertung des Nairas gegen Ende Juni setzte den Aktienmarkt unter Druck, entschärfte aber gleichzeitig auch die deutlichen Liquiditätsverknappungen im lokalen Finanzsystem. 2017 könnte sich Nigeria als eine der attraktivsten Anlagechancen in

Schwellenländeranleihen entwickelten sich über weite Strecken des Jahres erfreulich, erfuhren aber im vierten Quartal nach der US-Wahl eine empfindliche Korrektur. Die Zinsen in den USA stiegen massiv an, worauf es in den Schwellenländern zu einer Spreadausweitung kam. Wir haben unser Engagement in den meisten Anleihen der Emerging und Frontier Markets stetig verringert und unser Portfolio auf kürzere Laufzeiten und variabel verzinsten Papiere ausgerichtet.

Am Jahresende ist und bleibt die neue

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR

(gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern. Datenquelle für die Fondspreise ist die Union Investment Financial Services S.A. und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Perfomancedaten.



US-Regierung das Sorgenkind der meisten Märkte. Die genaue Ausgestaltung des versprochenen Konjunkturprogramms sowie der Zeitpunkt und die Geschwindigkeit der Zinsanhebungen sind äußerst ungewiss. Außerdem besteht die ernstzunehmende Gefahr eines Handelskriegs. Diese Risiken spiegeln sich in den Märkten von Shanghai bis Mexiko (-14 Prozent bzw. -7 Prozent in Euro) wider.

Die künftige US-Politik wird zwar einige Verlierer, aber auch klare Gewinner hervorbringen. Russland scheint immer offensichtlicher zur letzteren Kategorie zu gehören. Auch einige Frontier Markets könnten von dem neuen Kurs in Washington profitieren (z.B. Ägypten und Pakistan). An lukrativen Anlagechancen in Schwellenländern wird es auch in einer Trump-Ära nicht mangeln.

Bestimmte Schwellenländer werden durch Trump profitieren

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 31.12.2016 gemäß WpDVerOV

Zeitraum	Wert
Am Tag der Anlage (bis einschließlich 07.01.2013) bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,00%) / Kaufspesen (ca. 0,20%) ggf. bis zu Am Tag der Anlage (ab 08.01.2013) bei Zahlung von Bankspesen „negative Wertentwicklung“ in Höhe der Bankspesen	-5,20%
17.07.2009 - 31.12.2009 Rumpffjahr (Fondsaufgabe*)	10,9%
31.12.2009 - 31.12.2010	19,2%
31.12.2010 - 31.12.2011	-8,2%
31.12.2011 - 31.12.2012	9,9%
31.12.2012 - 31.12.2013	8,1%
31.12.2013 - 31.12.2014	6,8%
31.12.2014 - 31.12.2015	-11,0%
31.12.2015 - 31.12.2016	2,9%

Wertentwicklung in Kalenderjahren per 31.12.2016 gemäß BVI-Methode

seit Aufl.	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	*2009
41,5%	3,0%	-11,0%	6,8%	8,2%	9,9%	-8,2%	19,3%	10,9%
Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)	9,0%		Maximaler Verlust		-23,5%			

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR – Wertentwicklung in % per 31.12.2016

(gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)

Jahr	Jan	Feb	Mär	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	YTD
*2009							1,35%	3,31%	3,05%	1,42%	1,22%	0,16%	10,93%
2010	-1,06%	-0,90%	6,62%	1,36%	-4,85%	4,96%	0,01%	-0,48%	4,96%	3,88%	2,37%	1,70%	19,28%
2011	-1,12%	0,08%	0,19%	1,95%	-3,34%	-1,63%	2,44%	-1,88%	-4,06%	2,41%	-3,75%	0,48%	-8,20%
2012	4,78%	1,07%	-0,57%	0,49%	-1,18%	-1,32%	3,30%	-0,02%	2,56%	0,35%	0,18%	0,05%	9,92%
2013	2,93%	1,95%	2,57%	1,21%	-0,10%	-4,15%	2,04%	-2,69%	2,48%	1,43%	0,21%	0,26%	8,16%
2014	-1,36%	2,33%	0,54%	0,29%	3,65%	0,44%	2,08%	-0,12%	-1,35%	-1,56%	2,61%	-0,79%	6,81%
2015	3,63%	1,21%	0,02%	2,84%	-0,83%	-3,03%	-3,57%	-8,69%	-3,18%	3,34%	0,44%	-3,02%	-10,99%
2016	-3,31%	1,78%	2,07%	0,92%	-0,56%	1,11%	3,22%	0,37%	-0,43%	0,57%	-1,49%	-1,09%	3,02%

*Auflagetag: 17.07.2009

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern. Datenquelle für Fondspreise ist die Union Investment Financial Services S.A. und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Perfomancedaten. Die HELLERICH GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.

Konjunkturentwicklung

Stafettenwechsel von der Geld- zur Fiskalpolitik

Wir werden uns rückblickend an das Jahr 2016 erinnern. Aber weniger wegen der insgesamt stetigen Entwicklung der Wirtschaft als vielmehr wegen der politischen Umbrüche. Das Votum der britischen Bevölkerung für einen EU-Austritt und die Wahl Donald Trumps zum amerikanischen Präsidenten stellen die bisherige Politik der Globalisierung grundsätzlich infrage. Diese Ereignisse könnten eine neue Ära des nationalen Wettbewerbs einläuten. 2017 werden davon zunächst die USA mit einem höheren Wirtschaftswachstum profitieren. Das Wachstum in Europa dürfte nach dem positiven Jahr 2016 hingegen nachlassen. Gleichzeitig wird die globale Geldpolitik weniger expansiv, die Fiskalpolitik aber expansiver ausfallen als bisher. An den Aktienmärkten dürfte sich die Aufwärtstendenz fortsetzen. Eine ausgeprägte Schwächephase wie zu Beginn des Jahres 2016 ist kurzfristig wenig wahrscheinlich.

2016 war das Jahr der politischen Umbrüche

Per saldo zeigte sich das Weltwirtschaftswachstum im abgelaufenen Jahr mit etwa drei Prozent beinahe unverändert gegenüber 2015. Innerhalb des Jahres 2016 kam es allerdings zu einem „Stafettenwechsel“. So hatten die USA ihre konjunkturelle Talsohle in der ersten Jahreshälfte durchschritten. Die amerikanische Wirtschaft konnte ihren Wachstumsvorsprung gegenüber Europa zurückgewinnen, den sie Ende 2015 vorübergehend verloren hatte. Im Euroraum hingegen kam es nach einem Wachstumsspurts in der ersten Jahreshälfte zu einer zeitweiligen Verlangsamung im zweiten Halbjahr. Die Wirtschaft Chinas, Anfang 2016 noch „Sorgenkind“ der Weltkonjunktur, blieb – gestützt von expansiver Geldpolitik und hohen Staatsausgaben – bei einem stetigen Wachstum von 6,7 Prozent.

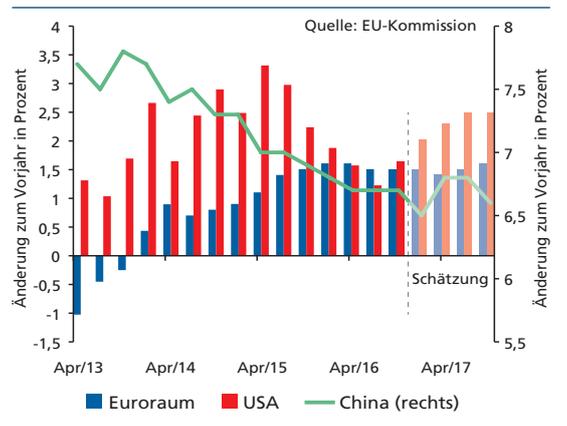
Die USA holten Wachstumsrückstand bereits im ersten Halbjahr 2016 auf ...

... und können 2017 zum Wachstumsmotor werden

Für das Jahr 2017 wird erwartet, dass die USA unter Präsident Trump die Rolle des globalen Wachstumsmotors übernehmen werden. Allein das aktuell absehbare Paket von Infrastrukturausgaben und Steuererleichterungen dürfte Schätzungen der OECD zufolge in diesem Jahr den Anstieg des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf 2,5 Prozent erhöhen – nach 1,5

Prozent im Jahr 2016. Ab der zweiten Jahreshälfte 2017 rechnet die OECD mit einem Überspringen der Impulse auf Europa und die Schwellenländer.

BIP-Quartalswachstum der "großen Drei"

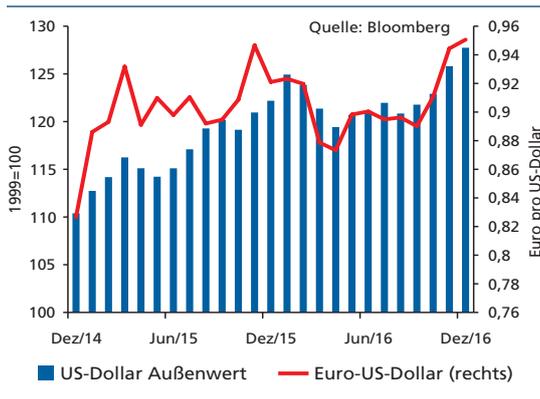


Allerdings ist es fraglich, ob sich die USA mit ihrer politischen Wende hin zu einer expansiven Fiskalpolitik langfristig gegen die Ursachen der globalen Wachstumsverlangsamung stemmen können. Vor allem die öffentliche und private Überschuldung der meisten großen Staaten infolge der Finanzkrise könnte durch das angepeilte Konjunkturprogramm sogar verschärft werden. Dessen Finanzierung könnte die These, dass der globale Überfluss an Ersparnissen

für anhaltend niedrige Zinsen sorgt, in den kommenden Jahren auf die Probe stellen.

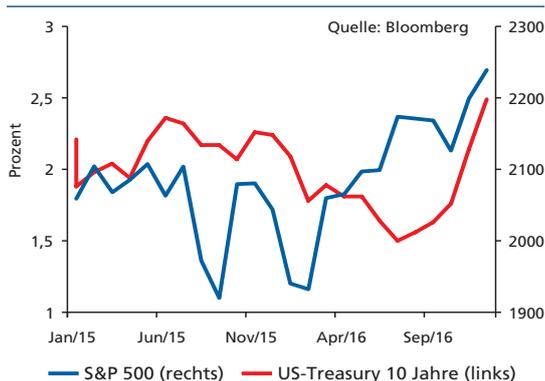
Für Europa und die Schwellenländer ergeben sich aus der neuen Politik des „Trumpism“ (oder „Trumponomics“) widersprüchliche Impulse: Zum einen ist aufgrund des Zinsanstiegs in den USA mit einem steigenden US-Dollar zu rechnen. Dies würde die Exporte fördern. Zum anderen werden aber die Steuererleichterungen für amerikanische Firmen deren Wettbewerbsposition auf den internationalen Märkten stärken.

US-Dollar im Aufwind - Bremse für US-Wettbewerbsfähigkeit



Die Kapitalmärkte, deren Entwicklung im Vorfeld der US-Wahlen gedämpft war, reagierten nach ersten Verlusten in Japan (-6,5 Prozent) eindeutig auf den Präsidentenwechsel: Während die Indizes der großen Aktienmärkte um fünf bis zehn Prozent

USA: steigende Aktienkurse - steigende Renditen



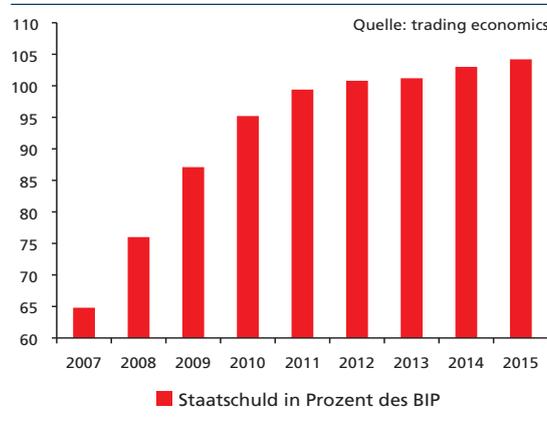
zulegten, kam es bei zehnjährigen Staatsanleihen zu einem kräftigen Renditeanstieg von 1,5 Prozent auf 2,5 Prozent.

Der positive Impuls für die Aktienmärkte sprang auch auf Europa über, während sich der Renditeanstieg an den Rentenmärkten auf Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit beschränkte. Bundesanleihen mit mittleren und kurzen Laufzeiten blieben unter dem Eindruck der EZB-Politik bei negativen Renditen.

Generell ist im Jahr 2017 – angeführt von den USA – weltweit mit einem Nachlassen der Geldmengenausweitung zu rechnen. Diese Erwartung hat auf den internationalen Rentenmärkten bereits zu einer Zinswende geführt. Allerdings ist ein dramatischer Zinsanstieg bzw. eine V-förmige Entwicklung eher unwahrscheinlich. Das wahrscheinlichste Szenario ist das einer moderaten Aufwärtsentwicklung der Leitzinsen und Anleihenrenditen in den folgenden Jahren. Dies ergibt sich aus der hohen Staatsverschuldung von im Durchschnitt knapp 100 Prozent des BIP (bezogen auf die G7-Länder) bei gleichzeitig unzureichender Konsolidierung des Privatsektors.

Moderate Aufwärtsentwicklung der Leitzinsen wahrscheinlich

USA: Staatsverschuldung auf Langzeithoch



Eine „V-förmige“ Zinswende würde die Finanzierung privater Investitionen und des Konsums so weit verteuern, dass ein Wachstumseinbruch unausweichlich schie-

Belebung der US-Wirtschaft zeichnete sich bereits vor den Wahlen ab

ne. Ein vorübergehender starker Zinsanstieg an den Rentenmärkten würde auch die Aktienmärkte stark belasten.

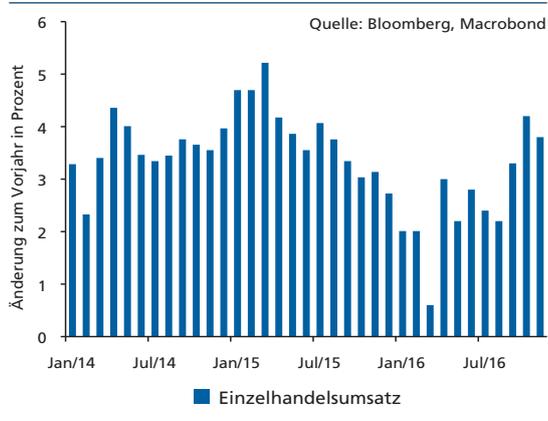
USA: Unter den Vorzeichen der Trump-Ära

Die Konjunkturflaute der ersten Jahreshälfte 2016 wurde im dritten Quartal von einer merklichen Belebung mit einem BIP-Zuwachs von (annualisiert) über drei Prozent abgelöst. Auch wenn diese Dynamik im vierten Quartal den Geschäftsklimaindizes zufolge nicht beibehalten werden konnte, wird sie für ein Wachstum von 1,5 Prozent im Gesamtjahr 2016 ausreichen. Für das Jahr 2017 zeichnete sich bereits vor den Präsidentschaftswahlen eine Belebung ab, die vom Konsum und der Bautätigkeit getragen wird.

gen für Telekommunikation, Elektrizität und Energieversorgung zu verwenden. Mit dem nächsten Haushaltsplan werden ab September 2017 Steuererleichterungen für Konsumenten und Unternehmen wirksam (S. 34 ff.). Von besonderer Bedeutung sind die Absenkung der Unternehmenssteuern und die Steuerentlastung für Exporte. Diese lassen für die kommenden Jahre eine Belebung der bisher mäßigen Investitionstätigkeit erwarten.

Insgesamt wird für das Jahr 2017 nun ein BIP-Wachstum in Höhe von 2,5 Prozent erwartet. Vor den US-Wahlen waren die Experten dagegen nur von einem Zuwachs von zwei Prozent ausgegangen. Für das Jahr 2018 liegen internationale Prognosen bei einem Zuwachs von über drei Prozent.

US-Konsum startet durch



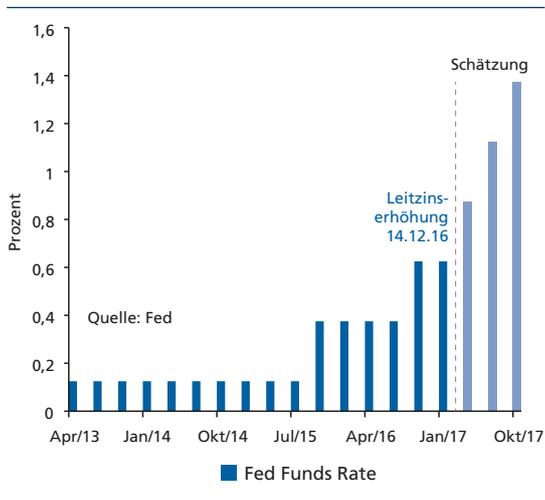
Die kurzfristige Wirksamkeit des Programms wird von Konjunkturbeobachtern kaum bestritten. Die expansive Fiskalpolitik ist somit auch für die Geldpolitik der US-Notenbank Fed eine wichtige Ausgangsbedingung. Denn mit einem möglichen Aufschwung dürfte der Druck auf die Inflationsrate steigen. War die sogenannte Kerninflation mit 2,2 Prozent bisher relativ niedrig, so deutet der aktuelle Anstieg der Arbeitskosten um 3,0 Prozent (im Vergleich zum Vorjahr) auf einen zunehmenden Inflationsdruck hin.

Diese dürfte im Jahresverlauf zunehmend durch eine erhöhte Investitionstätigkeit verstärkt werden. Zusätzliche Impulse sind zunächst aus dem staatlichen Infrastrukturprogramm zu erwarten – einem Kernstück des Wirtschaftsprogramms der neuen Regierung. Das Programm, bisher auf 550 Milliarden US-Dollar taxiert, soll durch die beabsichtigte Mobilisierung privaten Kapitals auf etwa 1.000 Milliarden US-Dollar aufgestockt werden. Geplant ist, diese Ausgaben innerhalb der kommenden vier Jahre für eine grundlegende Modernisierung des Straßennetzes sowie der Leitun-

Angesichts der bereits niedrigen Arbeitslosigkeit dürfte der Lohndruck im kommenden Jahr weiter zunehmen. Vor allem dann, wenn die wirtschaftlichen Maßnahmen der Regierung Trump auch zu einer verstärkten Nachfrage nach Arbeitskräften führen. Vor diesem Hintergrund will die Fed die Zahl der Zinserhöhungen auf drei Anhebungen im neuen Jahr steigern. Dies würde ein Leitzinsniveau von fast 1,5 Prozent zum Jahresende 2017 bedeuten – und damit auch weiteren Aufwertungsdruck auf den US-Dollar.

1.000 Mrd. USD sollen für das Infrastrukturprogramm mobilisiert werden

US-Leitzinsentwicklung und -Prognose



Von dem Programm profitieren würden vor allem der Telekomsektor, die Bauwirtschaft, der Tiefbau sowie der Finanzsektor. Der Telekombranche und dem Tiefbau kommen die öffentlichen Ausgaben direkt zugute. Der Industriesektor dürfte generell von der Senkung der Gewinnsteuern sowie der Steuerentlastung von Exporten profitieren. Für den Finanzsektor ergeben sich günstige Ertragsperspektiven wegen des höheren Kapital- und Kreditbedarfs sowie der Finanzierung des Infrastrukturprogramms.

Demgegenüber halten sich für den Pharmasektor positive und negative Effekte die Waage. Denn der Wegfall der Preisdeckelung für Medikamente unter „Obamacare“ wird allenfalls vorübergehend gewinnerhöhend wirken. Gleichzeitig verschärft sich der Wettbewerb mit Generika-Produkten, was die Margen unter Druck setzen dürfte.

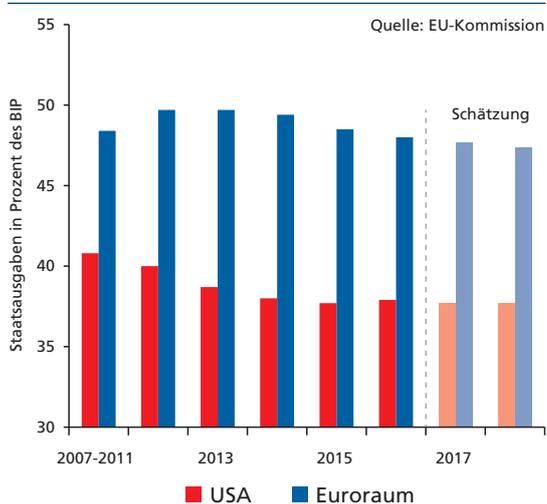
Das Wirtschaftsprogramm der künftigen Regierung versteht sich allerdings weniger als „klassisches“ Konjunkturprogramm, mit dem eine schwache Privatnachfrage kompensiert werden soll. Es zielt vielmehr auf die langfristigen Wachstumswirkungen eines solchen Programms ab – in der Ökonomie auch unter dem Begriff Angebotspolitik bekannt. Die verbesserte Infrastruktur soll Kapazitätsengpässe beseitigen und da-

mit die Voraussetzungen für ein verstärktes BIP-Wachstum in der Zukunft schaffen. Es geht vor allem um die Stärkung des industriellen Sektors, der in den letzten Jahrzehnten im Rahmen der Globalisierung stark an Bedeutung verloren hat.

Nach der „Anlaufphase“ ist geplant, die Staatsausgaben weniger stark wachsen zu lassen als die Wirtschaft insgesamt, also den Staatsanteil zurückzunehmen. Sollte das Programm wie geplant wirken, würde es in der Tat für die USA eine neue Ära wirtschaftlicher Stärke bedeuten – ähnlich wie in den 1980er-Jahren unter Ronald Reagan. Jedoch scheinen, wie in unserem Journal-Beitrag (ab Seite 34) erörtert, die Bedingungen für die Wirksamkeit eines solchen Programms deutlich schlechter als unter Reagan. Besonders die gleichzeitig hohe Verschuldung des Staates und der Konsumenten lässt an einer anhaltenden Ausgabebereitschaft zweifeln. Ohne eine solche dürfte aber die von dem Programm erwartete Dynamik nicht zu erzielen sein. Daneben werden alte Industrien gefördert, die nicht zukunftsträchtig sind (u.a. Kohle, Stahl, Öl), und moderne Wirtschaftszweige wie Technologie und Dienstleistung vernachlässigt. Ein Beispiel: Donald Trump möchte keine selbstfahrenden Autos!

Die eigentliche Stoßrichtung des Wirtschaftsprogramms von Trump zielt auf langfristige Wachstumswirkungen

USA - Staatsanteil bleibt niedrig im Vergleich zum Euroraum



Europa im Jahr 2017: U-förmiger Wachstumsverlauf wahrscheinlich

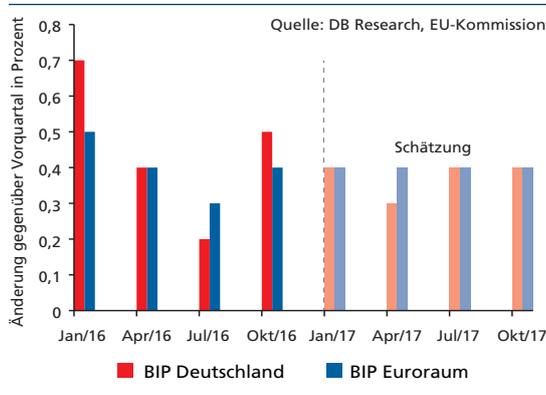
Nach einem voraussichtlichen BIP-Zuwachs um 1,7 Prozent im Jahr 2016 und insbesondere dem Schlussspurt im vierten Quartal ist für das Jahr 2017 mit einer leicht rückläufigen Wirtschaftsdynamik zu rechnen. Hauptgrund ist der – mit dem Anstieg der Rohölpreise einhergehende – Kaufkraftentzug für Haushalte und Unternehmen. So könnte schon das Niveau der Rohölpreise im Dezember aufgrund des Basiseffekts zu einem Anstieg der Inflationsrate um über ein Prozent auf etwa 1,5 Prozent führen. Dies wird sowohl den Privatkonsum als auch die Investitionen belasten. Darüber hinaus steigen mit der währungsbedingten Verteuerung der Importe sowie dem beschleunigten Lohnzuwachs in vielen Ländern die Kosten der Unternehmen. Gleichzeitig werden sich die begonnene Abwertung des Euros und die Wachstumsbeschleunigung in den USA und (vorübergehend) in China erst in der zweiten Jahreshälfte stimulierend auf die Exporte auswirken. Dies lässt für die erste Jahreshälfte eine Wachstumsflaute erwarten. Erst gegen Ende des Jahres dürfte der positive Währungseffekt, der die Wettbewerbsfähigkeit erhöht, den Kosteneffekt übertreffen.

Der Basiseffekt über den Ölpreisanstieg lässt die Inflation in der EU ansteigen

diesem Jahr die Kapitalmärkte wieder positiv beeinflussen. Mit den anstehenden Parlamentswahlen in den Niederlanden, Frankreich, Deutschland und Italien (regulär Anfang 2018) besteht zumindest die Chance, dass markt- und reformorientierte Kräfte gestärkt werden. Dann könnte es eine wachstumsfreundlichere Politik mit zum Beispiel Steuererleichterungen für Unternehmen geben. Nutznießer wären die Unternehmen, die sich angesichts steigender Kapazitätsauslastung zu höheren Investitionen veranlasst sehen könnten. Davon könnten letztlich die Aktienmärkte und somit auch die Anleger profitieren.

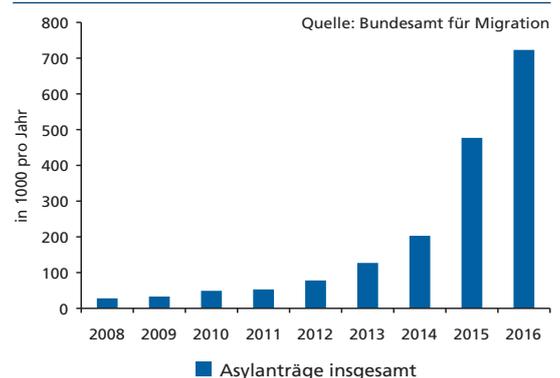
Auch wenn die Wahlprognosen zuträfen, steht nicht fest, in welchem Maße aktuelle Herausforderungen tatsächlich in einem marktfreundlichen Sinne bewältigt werden. Dies betrifft vor allem die Konsolidierung des Finanzsektors. Aber auch die wieder divergierenden Wachstumsraten im Euroraum könnten angesichts der nach wie vor ungelösten Strukturprobleme in Südeuropa zu einem erneuten Sprengsatz werden. Die Ablehnung des Verfassungsreferendums in Italien am 4. Dezember 2016 hat dieses Risiko deutlich gemacht.

Deutschland mit vorübergehender Wachstumsflaute im laufenden Jahr



Eine weitere politische wie ökonomische Mammutaufgabe für die EU stellt die konstruktive Bewältigung des Immigrationsdrucks aus den von Konflikten betroffenen Ländern des Nahen Ostens und Nordafrikas

Asylanträge in Deutschland (Erst- und Folgeanträge)



Wichtige Wahlen in Europa

Gute Nachrichten aus der Politik?

Nach politischen Rückschlägen wie dem Votum für den Brexit könnte die Politik in

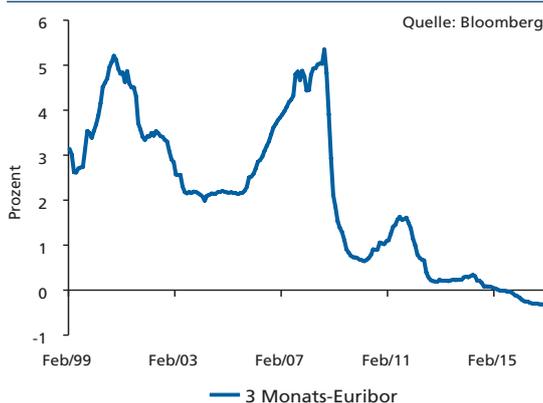
dar. Diese ist gleichermaßen eine innen- wie außenpolitische Herausforderung für die EU-Länder und die Zusammenarbeit in der EU.

Je nachdem, wie diese Aufgaben gelöst werden, wird das bestehende Potenzial für die Aktienmärkte unterschiedlich stark ausgeschöpft werden können. Wachstumsaussichten und Bewertung spielen dabei eine wichtige Rolle.

EZB: Der Spielraum für höhere Zinsen ist begrenzt

Auf ihrer Sitzung am 8. Dezember 2016 hat die Europäische Zentralbank (EZB) eine Rückführung des Anleihenkaufprogramms ab April 2017 auf monatlich 60 Milliarden Euro angekündigt. Internationale Medien kommentierten dies als „Einstieg in den Ausstieg“ aus der Geldmengenausweitung. Für Ende 2017 sollte das Kaufprogramm beendet sein. In der zweiten Hälfte des Jahres 2018 könnte es dann zu ersten Zinsanhebungen kommen. Allerdings dürfte der Spielraum für höhere Zinsen gerade im Euroraum in den kommenden Jahren begrenzt sein. Denn ein merklicher Anstieg wäre bei Banken und Versicherern zunächst mit hohen Kursverlusten ihrer Anleihenbestände verbunden. Dies würde den Druck auf die Bilanzen erhöhen, damit das Kreditgeschäft belasten und den ohnehin vorhandenen Konsolidierungsdruck womöglich weiter verstärken.

Zinsen im Euroraum weit unter letztem Zinstief



Darüber hinaus wird die Ablehnung politischer und wirtschaftlicher Reformen in Südeuropa die langfristigen Wachstumsaussichten verringern. Insofern scheint es aus heutiger Sicht realistisch, dass der Tiefpunkt von zwei Prozent im letzten Zinszyklus (etwa 2001-2008) in den kommenden Jahren eher das „Normalniveau“ der Leitzinsen sein wird.

Neues aus „Rest“-Europa

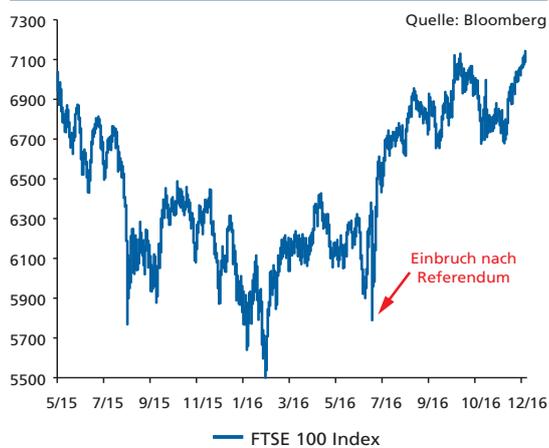
In den Nicht-Euroländern der EU driftete die wirtschaftliche Entwicklung seit dem „Brexite-Referendum“ auseinander. Während Großbritannien (GB) und Schweden mit zwei Prozent (Jahresrate) ein stetiges Wachstum aufwiesen – gefördert vor allem durch die niedrigen Zinsen – waren die Wachstumsraten in den osteuropäischen Ländern im dritten Quartal 2016 niedriger als erwartet. Hauptgrund für die Wachstumsschwäche in Osteuropa dürfte die vorübergehende Konjunkturabkühlung in Deutschland, dem wichtigsten Handelspartner, gewesen sein. In diesem Jahr rechnet die EU-Kommission für diese Länder wieder mit einer Konjunkturerholung, wobei Wachstumsraten zwischen 2,5 Prozent und 3,4 Prozent prognostiziert werden. Dies könnte sich als zu optimistisch erweisen, da sich das Wachstum in Deutschland verlangsamt und die politische Unsicherheit anhält. Dagegen scheint der eher pessimistische Ausblick für Großbritannien aufgrund der mit dem EU-Austritt verbundenen Unsicherheiten gerechtfertigt. Internationale Konjunkturbeobachter rechnen für 2017 nämlich nur noch mit einem Zuwachs des BIP von 1,2 Prozent. Allerdings hat die britische Regierung bereits angekündigt, einer möglichen Verlagerung von Unternehmen durch Steuersenkungen begegnen zu wollen. Entscheidend für die Perspektiven der Wirtschaft wird jedoch sein, ob das Land seinen Zugang zum EU-Binnen- und Bankenmarkt behält. Bisher scheinen die Währungs- und Kapitalmärkte von einem klaren „Ja“ auszugehen. Das zeigt sich an

Unterschiedlich starkes Wachstum in Europa

Pessimistischer Ausblick für GB scheint gerechtfertigt

der Erholung des Wechselkurses des britischen Pfundes und dem Rekordstand des Aktienkursindex FTSE. Insofern verspricht Großbritannien für Anleger ein spannender Markt zu werden – mit allerdings beträchtlichen Risiken.

Britischer Aktienmarkt erholte sich schnell nach "Brexit-Einbruch"



Unterschiedliche Entwicklungen in Asien

Japan: Fiskalpolitik stimuliert Wachstum

Der Rückfall der Inflationsrate unter die Marke von null Prozent im Jahr 2016 bedeutete einen herben Rückschlag für die Regierungspolitik, die für dieses Jahr bereits eine Inflation von zwei Prozent angestrebt hatte. Dieses Ziel wird nun voraussichtlich um zwei Jahre verschoben. Grund hierfür war das enttäuschende Wirtschaftswachstum von 0,8 Prozent im abgelaufenen Jahr. 2017 soll sich der Zuwachs durch das neue Konjunkturpaket der Regierung auf 1,0 Prozent erhöhen. Dadurch könnte sich die rückläufige Gewinnentwicklung (von minus sieben Prozent im Jahr 2016 gegenüber dem Vorjahr) wieder drehen. Gleichzeitig wird erwartet, dass die Regierung im Jahresverlauf Neuwahlen ansetzt, um sich das Mandat für Strukturreformen erneuern zu lassen.

Japan: Leichte Wachstumssteigerung

China: Auf dem Volkskongress werden die Weichen für die Fortführung der Reformpolitik gestellt

Angesichts der im internationalen Vergleich günstigen Bewertung wird der japanische Aktienmarkt als weiterhin attraktiv eingestuft. Wir sind dort engagiert.

China: Höhere Staatsausgaben als Wachstumstreiber

Wie in Europa und den USA wird die Politik auch in China die wirtschaftliche Entwicklung in diesem Jahr entscheidend beeinflussen. Anlass ist der Volkskongress, auf dem die Weichen für eine zweite Amtszeit des chinesischen Staatschefs und seine Politik der Wirtschaftsreformen gestellt werden. So ist zum Beispiel geplant, die Investitionen in Infrastrukturprojekte zu erhöhen. Damit sollen langfristig die Standortbedingungen verbessert und gleichzeitig kurzfristig die rückläufige Bautätigkeit im Wohnungsbau ausgeglichen werden. Diese Maßnahmen sollten dazu führen, dass der rückläufige Wachstumstrend im kommenden Jahr unterbrochen wird.

Vor diesem Hintergrund hat die OECD ihre Wachstumsschätzungen für das Jahr 2017 um 0,2 Prozentpunkte auf 6,4 Prozent nach oben revidiert. Investmentbanken wie die Credit Suisse erwarten sogar einen BIP-Zuwachs von 6,8 Prozent.

Die Geldpolitik bleibt zwar per saldo expansiv, doch der Impuls verlagert sich von den Zinsen zur Währung. Während die 3-Monats-Zinsen im kommenden Jahr leicht auf 3,15 Prozent anziehen sollten, wird sich die Abwertung des Renminbis fortsetzen. Erstmals seit 2007 dürfte der Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar wieder bei über sieben Yuan pro Dollar liegen. Dies würde einerseits die Exporte unterstützen und damit den Abbau der Währungsreserven verlangsamen. Andererseits erhöht es die Gefahr von Handelskonflikten mit den USA. So bezeichnete Donald Trump China bereits als „Währungsmanipulator“.



Fazit Konjunktur/Anlagepolitik

Die Aktienmärkte dürften weltweit von anhaltend günstigen Wachstums- und Gewinnperspektiven profitieren. Die europäischen Märkte haben aufgrund ihrer Bewertung und Wachstumsaussichten gegenüber den USA Nachholbedarf. Die anstehenden Wahlen im Euroraum könnten dieses relativ positive Szenario – je nach Ausgang – aber auch empfindlich stören. Größere Schwankungen sind in jedem Fall einzukalkulieren.

Nachholbedarf mit Blick auf die Aktienkursentwicklung haben auch ausgewählte Schwellenländermärkte Asiens. Russland steht vor einer besonders interessanten Situation. Näheres hierzu finden Sie in unserem Journalbeitrag „Die Schwellenländer im Schatten des neuen US-Präsidenten“ (Seite 40 ff.).

Auf dem gegenwärtigen Renditeniveau bleiben Direktanlagen in festverzinsliche Papiere weltweit wenig attraktiv. Ausnahmen könnten Sondersituationen für Frontier- und Schwellenländer sein. Daneben könnte eine überschätzte Erwartung hinsichtlich eines US-Zinsanstiegs Erholungspotenzial für US-Anleihen darstellen.

Die Rohstoff- und insbesondere die Rohölmärkte dürften von einer Belebung der weltweiten Nachfrage und einer Beschränkung des Angebots profitieren. Gold hingegen scheint angesichts der internationalen Zinswende bedingt attraktiv zu sein.

Journal- und Gastbeiträge



Wir sind (nicht) das Volk

29



Reißt Donald Trump die Weltwirtschaft aus der Lethargie?

34



Die Schwellenländer im Schatten des neuen US-Präsidenten

40



Investieren in Japan:
„Ich sehe was, was Du nicht siehst“

44



Die schöne neue Welt der
Industrie 4.0

47



AfD-Gegendemo

Wir sind (nicht) das Volk

Die Börsen zwischen Demokratie und Populismus

Für das Time Magazine ist Donald Trump 2016 der „Mann des Jahres“ gewesen. An den Börsen sieht man das sicherlich ähnlich. Die „Trump-Rallye“ rettete den Aktien die Jahresbilanz, während die Rentenmärkte einen Kollaps erlitten. Donald Trump verdankt seinen Erfolg einem kompromisslosen Populismus. Populisten sind auch in Europa auf dem Vormarsch – werden sie das Börsenjahr 2017 prägen?

„Politische Börsen haben kurze Beine“, weiß der nie um ein Bonmot verlegene Börsianer. Aber denken wir nur daran, was dem DAX im abgelaufenen Jahr 2016 Beine gemacht hat. Zwei der größten Impulse setzten Wahlen, die von Populisten gewonnen wurden. Neben der US-Präsidentenwahl lässt sich auch die Brexit-Abstimmung im Chart leicht ausmachen.

Langfristig pflegen populistische Regierungen jedoch Wirtschaft wie Börse zu schaden. Das sieht man deutlich an der Entwicklung des polnischen Aktieninde-

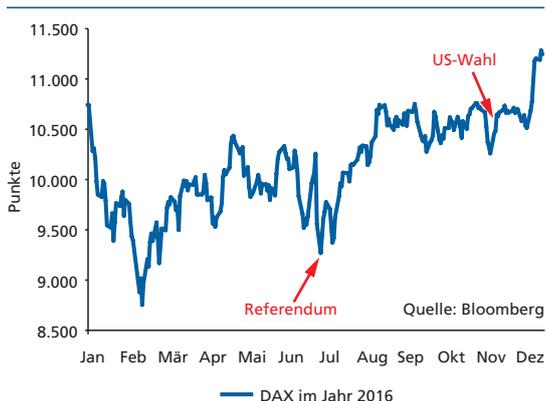
xes WIG 20. Seitdem die Kaczynski-Partei „Recht und Gerechtigkeit“ regiert, hat der Index in der Spitze bis zu einem Drittel seines Wertes verloren. Eine ideologische Politik fördert die Abschottung gegenüber dem Ausland, diskriminiert Leistungsträger und hebt demokratische Prinzipien aus. Der Vergleich mit der tschechischen Börse präsentiert die ökonomische Rechnung für diese Politik:



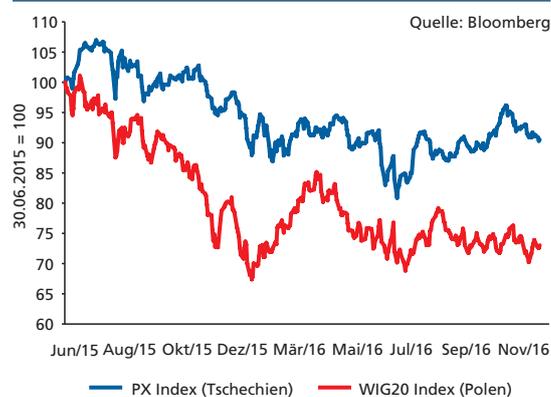
Dr. Stefan Klotz, VIF-KlotzConsulting

Populisten sind auf dem Vormarsch

„Brexit“ und Trump-Wahl lösten Trendwenden im DAX aus



Die polnischen Aktien leiden unter der PiS-Regierung



Börsenkurse können auch längerfristig durch Politiker geschwächt werden

Oft hört man an dieser Stelle den Einwand, zwar gäbe es extreme Politik wie derzeit in

Populisten gefährden die staatliche Ordnung als Basis einer gesunden Wirtschaft

Polen oder auch in der Türkei, grundsätzlich sei Populismus aber ein eher harmloses Phänomen. Es handele sich dabei um Akteure, die gerne provozierten und dabei eben „dem Volk aufs Maul schauen“, wie man in Bayern sagt. Sie seien Ausdruck eines Protestes und würden mit ihren plakativen, nicht fundierten Vorschlägen schnell scheitern. Leider ist dies ein Missverständnis. Der Hang zur Missachtung rechtsstaatlicher Regeln und letztlich zur Willkür-Herrschaft steckt vielmehr ursächlich im Populismus. Wie ein Fahrrad nur beim Fahren nicht umfällt, muss auch der Populist immer extremer werden, um die Gunst seiner Anhänger nicht zu verlieren.



Quelle: kafeinkolik / Shutterstock.com

Premierminister Recep Tayyip Erdogan

Wie kommt das? Ein Populist nimmt für sich stets in Anspruch, das wahre, lautere Volk zu vertreten. Daraus leitet er ein moralisches Monopol ab, das der türkische Machthaber Erdogan so auf den Punkt brachte: **„Wir sind das Volk. Wer seid Ihr?“** In dieser Logik gehören alle, die den Populisten nicht unterstützen, auch nicht zum Volk. Nigel Farage nannte die Brexit-Wahl einen Sieg für „the real people“. Die 48 Prozent, die mit „Nein“ gestimmt haben, wären folglich keine britischen Bürger – aber was ist dann mit ihnen? Einem Satz von Donald Trump zufolge „spielen sie keine Rolle“. Man sollte nicht davon ausgehen, dass er Politik für alle US-Amerikaner machen will und wird.

Dem Populisten erwächst aus dieser Haltung aber ein Problem: Wie begründet er, dass nicht alle des durch ihn vertretenen Volkes für ihn sind? Das geht nicht ohne Verschwörungstheorien. Verräter, das Ausland, das System – irgendjemand muss schuld sein und daher bekämpft werden. In der Türkei kann man beobachten, was auf Grundlage dieser Logik passiert: Erst werden Minderheiten ausgegrenzt, dann werden Zeitungen geschlossen und schließlich kommt es zu offener Gewalt und Willkür. Die Tendenz, den Staat zu vereinnahmen, entwickelt sich damit direkt aus dem Anspruch des Populisten, der einzig legitime Volksvertreter zu sein.

Vor diesem Hintergrund haben europäische Anleger die Fakten abzuwägen: In Westeuropa gibt es mittlerweile starke Rechtspopulisten. Sie blasen zum Angriff auf eine bröckelnde EU und auf ermattete Parteien. 2017 könnte ihr großes Jahr werden. Drei, vielleicht sogar fünf wichtige Wahlen stehen an.

Den Auftakt machen am 15. März 2017 die Niederlande mit den Parlamentswahlen. Deutschlands drittgrößter Handelspartner ist recht glimpflich durch die Finanz- und Euro-Krise gekommen. Doch Ministerpräsident Mark Rutte von der rechtsliberalen VVD sitzt alles andere als fest im Sattel. Denn die Niederlande haben mit Geert Wilders, dem Vorsitzenden der PVV („Partei



Geert Wilders

2017 wählen die Niederlande, ...

für die Freiheit“), einen der umtriebigen Rechtspopulisten Europas.

Seit der letzten Wahl, als sie zehn Prozent der Stimmen bekam, hat die PVV mächtig zugelegt. Seit einem Jahr schon sehen Umfragen sie als stärkste Kraft. Zwar liegt Ruttes VVD auf dem zweiten Platz, doch sein Koalitionspartner, die sozialdemokratische PvdA, droht drei Viertel der bisherigen Sitze zu verlieren. Sollte die VVD der Versuchung widerstehen, mit der PVV zu koalieren, bräuchte sie nach aktuellem Stand nicht weniger als vier weitere Parteien für eine Koalitionsregierung. Eine stabile Regierung ohne extreme Parteien scheint damit nahezu ausgeschlossen.

Es wäre nicht das erste Mal, dass die Niederlande Europa schocken. 2005 scheiterte hier das Referendum über den Vertrag für eine europäische Verfassung. Im Rückblick war dies die Trendwende der europäischen Erfolgsgeschichte. Und im vergangenen April stimmte eine Mehrheit gegen den EU-Assoziierungsvertrag mit der Ukraine.

Auch Frankreich, das am 23. April und 7. Mai 2017 einen neuen Präsidenten – oder eine neue Präsidentin – wählen wird, votierte 2005 gegen den EU-Verfassungsvertrag. Was den Rechtspopulismus angeht, bleibt bei Deutschlands wichtigstem Partnerland schon lange alles in der Familie:



Marine Le Pen

An der Spitze des „Front National“ steht Marine Le Pen, die das Amt 2011 von ihrem Vater Jean-Marie Le Pen übernommen hat. Dieser hatte es im Jahr 2002 in die Stichwahl zur Präsidentschaft geschafft, war dort aber mit lediglich 18 Prozent der Stimmen klar gescheitert. Inzwischen hat sich der Front National als feste Größe im politischen Spektrum Frankreichs etabliert. Es gilt als sicher, dass Marine Le Pen die Stichwahl erreichen wird. Bei der Kür ihrer Kandidaten schielen Sozialisten wie Republikaner daher auch darauf, wer sich gegen jene Frau durchsetzen könnte, die den Austritt Frankreichs aus NATO und EU propagiert und bei Menschenrechten radikale Ansichten vertritt.

... Frankreich,

Der Wahltermin für den Deutschen Bundestag steht nun auch fest. Die Bundesregierung beschloss soeben, den Wahltag auf den 24. September zu legen. Derzeit zeichnen sich viele Parallelen zur Wahl im Jahr 1994 ab. Nach elf Jahren Kanzlerschaft wirkt Angela Merkel auf manche Wähler ähnlich amtsüde wie seinerzeit Helmut Kohl. Seine Wiederwahl verdankte er unglücklich agierenden Sozialdemokraten, welche die Erschöpfung des Amtsinhabers nicht zu nutzen wussten.

... Deutschland,

Der AfD wird es wohl als erster Rechtsaußen-Partei seit der Wiedervereinigung gelingen, in den Bundestag einzuziehen. Auch wenn es ihr im europäischen Vergleich an Schlagkraft fehlt, dürften die The-



AfD-Aktivisten



Protest für den Verbleib in der EU

men der AfD doch den Wahlkampf prägen. Nicht zuletzt ist es ihr gelungen, zwischen CDU und CSU einen Keil zu treiben. Die anderen Parteien hören nicht auf, über den Umgang mit der rechten Partei und ihren Anhängern zu streiten. Das sichert der AfD weiterhin viel Aufmerksamkeit. Es sind noch lange, aufreibende Monate bis zu einer Wahl, deren Ausgang noch lange nicht klar ist.

Das Jahr 2017 könnte sogar ein europäisches Superwahljahr werden. Denn sowohl Österreich als auch Italien haben brüchige Regierungen, denen es schwerfallen wird, bis zum regulären Wahltermin im Jahr 2018 durchzuhalten. In beiden Ländern gibt es eine starke Partei, die das Protestpotenzial für sich zu nutzen weiß. Die von vielen als rechtsextrem eingestufte FPÖ hat mit dem eloquenten Heinz-Christian Strache einen ernst zu nehmenden Bewerber für das österreichische Bundeskanzleramt. In Italien sammelt die „Bewegung Fünf Sterne“ des Polit-Clowns Beppe Grillo seit vier Jahren Erfolge. So stellt sie die Bürgermeisterin Roms und hat Matteo Renzi – durch den

Sieg bei der Abstimmung im Dezember – das Amt gekostet. Die eher linkspopulistische Partei macht sich für einen Austritt Italiens aus dem Euro stark.

Worauf müssen sich Anleger einstellen? In jedem Fall auf ein spannendes Börsenjahr. Die Ausschläge an den Märkten dürften noch heftiger ausfallen als zuletzt. Dabei kann es sogar passieren, dass die Bewegungen vor den Wahlen größer sind als danach. Die US-Präsidentenwahl hat zudem gezeigt, zu welchen Überraschungen die Börse in der Lage ist. Nur ein paar Stunden brauchten die Märkte, um alle Sorgen über einen Präsidenten Trump beiseitezuschieben: Statt abzustürzen, begannen sie eine beeindruckende Klettertour. Den Wahlausgang richtig zu erraten, genügt also nicht, um die folgende Kursentwicklung zu kennen. Ein Verlierer des Wahljahres 2017 steht damit bereits fest: die Gewissheit.

Dabei sollte man aber einen kühlen Kopf bewahren – nicht alles ist unsicher. So sind zum Beispiel die Hohngesänge auf die De-

... Österreich

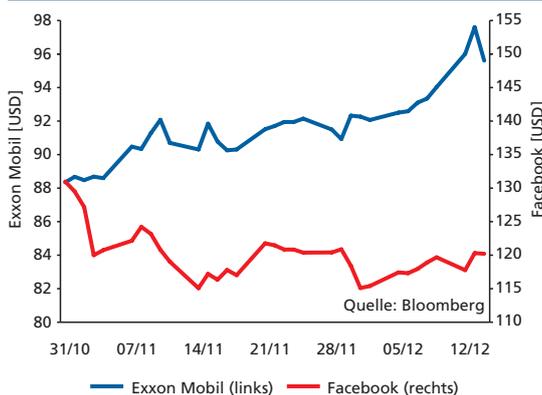
... und Italien

moskopie völlig unangebracht. Zwar trifft es zu, dass immer mehr Menschen ihre Wahlentscheidung kurzfristig treffen. Dennoch lag, um das prominenteste Beispiel zu nennen, die Wahlprognose für die USA recht nahe an der tatsächlichen Stimmenverteilung. Das Problem war dabei nicht, dass der Vorsprung von Hillary Clinton letztlich etwas geringer ausfiel als prognostiziert, sondern, dass die Interpreten etwas vergessen hatten: Das Wahlmänner-System kann aus einem deutlichen Vorsprung eine Niederlage machen. In Abwandlung von Churchills bekanntem Zitat sollte man also nur jener Statistik vertrauen, die man selbst interpretiert hat.

Es gilt, im Börsenjahr 2017 professionell auf Unsicherheit zu reagieren. Denn die Ungewissheit wird die Wirtschaft insgesamt beeinflussen und die ist keine Idealkonstellation für neue Investitionen. Europa dürfte in den nächsten Monaten daher nicht der Favorit des globalen Kapitals sein. Das könnte die wirtschaftliche Entwicklung dämpfen.

Aber die Wahlergebnisse werden nicht nur die Börsenindizes in Gänze beeinflussen, sondern zu sehr unterschiedlichen Bewegungen in den einzelnen Sektoren führen. Auch das hat sich nach den US-Wahlen gezeigt: Während vor allem die Rohstoff- und Energieaktien haussierten, traten Aktien wie Facebook oder Google auf der Stel-

Trump macht's möglich: Old Economy schlägt New Economy



le. Kaum verwunderlich, denn das globalisierte Silicon Valley wird unter einer restriktiveren Einwanderungspolitik leiden. Ähnliche Effekte könnten auch in Europa auftreten. Je stärker ein Unternehmen von vernetztem Know-how abhängt oder auch von ausländischen Zulieferern, umso heftiger würde es von einer Politik der Abschottung getroffen.

Neben solchen eher normalen Börsenbewegungen sind auch Entscheidungen mit historischem Ausmaß möglich. Insbesondere dem Euro droht eine noch stärkere Bewährungsprobe als im Jahr 2012. Jeder der drei Euro-Staaten Niederlande, Frankreich und Italien hat das Potenzial, die gemeinsame Währung in den Abgrund zu stoßen. Die Niederlande sind Deutschlands letzter ernsthafter Verbündeter in Stabilitätsfragen, während Frankreich und Italien schlicht „too big to quit“ sind: Ohne sie ist eine europäische Währungsunion entkernt. Auch die Gefahr eines fahrlässig herbeigeführten Staatsbankrotts Italiens ist seit Renzis krachender Niederlage wieder präsent. Sobald die globalen Investoren im Vorfeld der Wahlen dem Euro ihr Misstrauen ausdrücken, könnten Fremdwährungen für europäische Anleger attraktiver werden.

„Wenn der Euro scheitert, scheitert Europa“ – so das Mantra Angela Merkels. Wenn also der Euro wackelt, wird auch Europa zittern. Das Ende der EU, zumindest wie wir sie kennen, ist zwar nicht wahrscheinlich, aber möglich.

Möglichkeiten zu entdecken, ist das eine, ob das Mögliche zur Wirklichkeit wird, das andere. Die Fülle negativer Aussichten bietet viel Potenzial für positive Überraschungen. Egal wie es kommt: Die Wahlen sollten Anleger nicht zu einer defensiven Haltung veranlassen. Kursausschläge kann und wird es in beide Richtungen geben. Man darf gespannt sein, wer dem Jahr 2017 seinen Stempel aufdrücken wird.

Silicon Valley würde von einer Abschottungspolitik hart getroffen

Trotz der politischen Belastungen wird das Börsenjahr 2017 viele Chancen bieten



Trump Tower,
373 5th Avenue, New York

Quelle: robert cicchetti / Shutterstock.com

Reißt Donald Trump die Weltwirtschaft aus der Lethargie?

[Zitat: „It’s morning again in America.“ Ronald Reagan, 1984. “I’ll make America great again.“ Donald Trump, 2016]



Dr. Michael Clauss,
Dozent für Volkswirtschaftslehre und
Wirtschaftspolitik

Vor wenigen Monaten noch eine Angstvision für die internationalen Aktienmärkte, hat sich der künftige US-Präsident Donald Trump innerhalb weniger Wochen zu einem Jungbrunnen für die Börsen gewandelt. Vor allem seine Bestrebungen, die Wirtschaft durch Steuersenkungen sowie höhere Staatsausgaben anzukurbeln und die Marktkräfte durch Bürokratieabbau freizusetzen, werden zunehmend als notwendige Frischzellenkur betrachtet.

Nimmt man die Aktienkurse als Barometer für die Entwicklung der Wirtschaft, verheißt der Wechsel der Präsidentschaft zumindest für das kommende Jahr einen kräftigen Aufschwung. Der Dow Jones Industrial Average, Leitindex für die US-Börsen, befindet sich auf einem historischen Hoch bei etwa 20.000 Punkten und zeigt damit auch wirtschaftlich eine Aufbruchsstimmung an.

Genau das prognostiziert die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) in ihrem Halbjahresbericht. Für das Jahr 2017 hebt sie ihre Wachstumsprognose für die USA um etwa 0,3 Prozent an. Damit würde der Ausstoß von Waren und Dienstleistungen allein dort um 54 Milliarden US-Dollar zunehmen. Im

Jahr 2018 würden die USA zunehmend zur globalen Konjunkturlokomotive avancieren. Die OECD rechnet dann weltweit mit einer zusätzlichen Wirtschaftsleistung von fast 600 Milliarden US-Dollar (oder 0,7 Prozent des globalen Bruttoinlandsprodukts, BIP).

Diese optimistische Einschätzung überrascht. Denn die Rezepte des künftigen Präsidenten wurden vor den Wahlen von den meisten Ökonomen eher als naive Schuldenpolitik gesehen, die einer neuen Wirtschaftskrise den Weg bereitet. Wie kommt es zu diesem Stimmungsumschwung? Und vor allem: Ist die Belebung der Weltwirtschaft überhaupt von Dauer?

OECD hebt nach Trump-Programm die Wachstumsprognose um 0,3% an



Um diese für Anleger entscheidenden Fragen zu beantworten, bietet sich der historische Vergleich an. Schließlich beruft sich Trump in weiten Teilen seines Programms auf den früheren US-Präsidenten Ronald Reagan. Dieser hatte in den 1980er-Jahren mit einer Politik der wirtschaftlichen Liberalisierung die amerikanische Wirtschaft revolutioniert.

Es scheint symptomatisch, dass der Bau des 750 Millionen Dollar teuren Trump Towers in New York genau in diese Zeit fällt.

Der Vergleich lässt sich auf drei Fragen fokussieren: Welche Parallelen gibt es in der Wirtschaftspolitik beider Präsidenten? Welche Folgen hatte die damalige Wirtschaftspolitik Reagans für Wirtschaft und Kapitalmärkte? Und wie haben sich die Bedingungen seitdem geändert? Schließlich: Welches Fazit lässt sich daraus für Chancen und Risiken des „Trumpismus“ ziehen?

Trumpism und Reaganomics im Vergleich: 25 Millionen neue Jobs?

In seinen politischen Erklärungen ebenso wie in der Besetzung entscheidender Regierungsressorts lässt Trump seine Anlehnung an die Politik des politischen Vorfahren vor allem auf drei Feldern erkennen:

- ▶ Mit Ausgaben für Infrastrukturprojekte in Höhe von 550 Milliarden US-Dollar (drei Prozent des BIP) sowie staatlichen Bildungszuschüssen für Studenten soll eine Initialzündung für die US-Wirtschaft erreicht werden. Reagan hatte seit 1982 vor allem mit einem massiven Anstieg der Verteidigungsausgaben für mehr Aufträge in der Rüstungsindustrie gesorgt. Daneben hatte er auch die Entwicklung im IT-Bereich entscheidend befördert.
- ▶ Auch das zweite Standbein der Wirtschaftsagenda Trumps, die Senkung der

Einkommens- und Unternehmenssteuern, erinnert an die sogenannten „Reaganomics“. Statt bisher sieben Steuersätzen sieht das Trump-Programm künftig nur noch drei Sätze vor: zwölf Prozent für Jahreseinkommen bis zu 75.000 US-Dollar, 25 Prozent für Einkommen bis zu 225.000 US-Dollar und 33 Prozent für höhere Jahreseinkommen, bezogen jeweils auf Doppelverdiener. Gleichzeitig sieht das Programm eine Deckelung der Absetzungsmöglichkeiten bei 200.000 Dollar vor. Reagan hatte den Spitzensteuersatz auf 33 Prozent halbiert.

- ▶ Schließlich sieht Trump ebenso wie Reagan einen radikalen Bürokratieabbau vor. Vor allem wendet er sich gegen Beschränkungen bei der Gewerbeansiedlung und in der Umweltgesetzgebung. Ebenso zeigt die Berufung des Investmentbankers Steven Mnuchin zum Finanzminister Trumps Absicht, die Schutzbestimmungen, die infolge der Finanzkrise erlassen wurden (Dodd-Frank Act), aufzuweichen. Insofern folgt er seinem politischen Vorbild Reagan, der vor allem die Kapital- und Arbeitsmärkte grundlegend liberalisiert hatte.

Diese drei Pfeiler der Wirtschaftspolitik sollen das jährliche Wirtschaftswachstum um 1,5 Prozent erhöhen und damit in den kommenden zehn Jahren 25 Millionen neue Stellen schaffen. Dies würde ziemlich genau dem prozentualen Beschäftigungszuwachs während der Amtszeit Ronald Reagans entsprechen.

Ähnlich wie damals war das Programm bisher als Wahlkampfrhetorik eines politischen Außenseiters abgetan worden. Nun aber zeichnet sich sowohl mit der Person Trumps als auch mit den Mehrheitsverhältnissen im Kongress eine Realisierungsperspektive ab. Selbst Widerstände aus der eigenen republikanischen Partei scheinen

Die drei Pfeiler der Wirtschaftspolitik:

- 1. Infrastruktur**
- 2. Steuersenkung**
- 3. Deregulierung**

25 Millionen neue Jobs sollen geschaffen werden

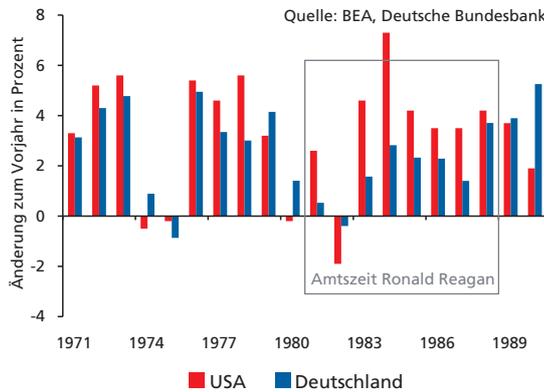
Die Besetzung wichtiger Ressorts unterstreicht die Entschlossenheit Trumps

angesichts des Wahlergebnisses nicht mehr unüberwindbar. Schließlich dokumentieren die Berufungen für wichtige Ressorts wie Finanzen, Wirtschaft und Bildung die Entschlossenheit Trumps, seine Pläne umzusetzen.

Die Auswirkungen der Reaganomics-Revolution in den 1980er- und 1990er-Jahren

Wenngleich der Anteil von Reagans Politik an der Revitalisierung der US-Wirtschaft bis heute umstritten ist, sprechen die damaligen Wirtschaftsdaten eine an sich klare Sprache.

Wirtschaftswachstum - USA hängen Deutschland unter Reagan ab



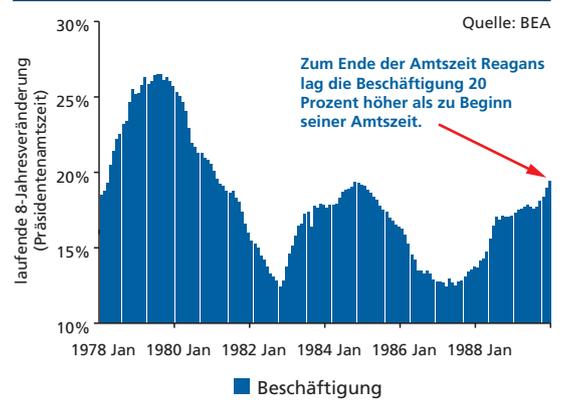
Vorbild: Unter Ronald Reagan konnten jährlich 2 Mio. Arbeitsplätze geschaffen werden

So blieb das US-Wirtschaftswachstum während Reagans Amtszeit mit über drei Prozent gegenüber der entsprechenden Vorperiode konstant. In Deutschland und Frankreich hatte sich das Wachstum zwischen 1970 und 1990 von über vier Prozent auf 2,3 Prozent halbiert. Dies ist besonders beachtlich, da Reagans Amtszeit zeitgleich mit einer tiefen Rezession begann. Berücksichtigt man dies, so hat sich das Wachstum seit 1983 sogar kräftig beschleunigt.

Ähnliches gilt wie schon erwähnt für die Beschäftigungsdynamik. Ab 1983 konnte die Wirtschaft unter Reagan – mit der Schaffung von jährlich zwei Millionen Stel-

len – wieder an ihre Dynamik vor den Ölkrisen anknüpfen. In Deutschland dagegen, dessen Wirtschaftsleistung damals etwa einem Drittel der US-Wirtschaft entsprach, waren zwischen 1970 und 1990 lediglich 150.000 Stellen jährlich entstanden.

USA - Beschäftigungszyklus während Reagans Amtszeit



Und schließlich konnte die Inflationsrate mithilfe der damaligen Hochzinspolitik der US-Notenbank innerhalb von zwei Jahren seit Beginn von Reagans Amtszeit von zwölf auf drei Prozent gesenkt werden.

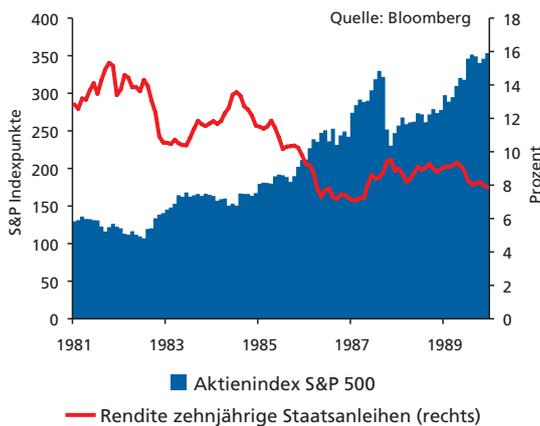
Noch entscheidender scheinen die Auswirkungen von Reagans Politik im Unternehmensbereich. In den 1970er-Jahren waren wichtige Branchen der US-Wirtschaft wie die Autoindustrie und die Luftfahrt durch die Ölkrisen in eine Stagnationsphase gerutscht. Schon bald zeigten die Reaganomics eine erstaunliche Wirkung im IT-Bereich sowie im Finanzsektor. Diese beiden Branchen wurden seitdem, neben dem Pharmasektor, zum Rückgrat der US-Wirtschaft. Unternehmen wie Microsoft, Apple, Intel und Cisco feierten damals ihren Durchbruch und legten damit den Grundstein für die Internet-Revolution. Die Rüstungsinitiativen der Regierung Reagan wirkten hierbei offenbar beschleunigend.

Besonders gravierend waren aber die Auswirkungen der Liberalisierung der Fi-

nanzmärkte. Mit der Deregulierung der Zins- und Währungsgeschäfte konnten Investmentbanken neue Produkte anbieten. Sie bauten insbesondere das profitable Feld der Spekulations- und Absicherungsgeschäfte deutlich aus.

Vor allem ermöglichte es Investoren die kreditfinanzierte Übernahme vermögensstarker, aber innovationsarmer Unternehmen. In dem damaligen Umfeld sinkender Zinsen und steigender Unternehmensgewinne konnte sich der Dow Jones Industrial Average zwischen Ende 1982 und August 1987 verdreifachen. Doch anschließend folgte ein Kurseinbruch!

Kapitalmärkte haussieren unter Reagan



Mit diesem Börsencrash am 19. Oktober 1987 zeigte sich die Kehrseite des US-Wirtschafts- und Finanzwunders: die hohe Abhängigkeit von niedrigen Zinsen und stetigem Wachstum. Andere Schattenseiten waren bereits vorher in Form einer rapiden Zunahme von Staatsverschuldung und Handelsdefiziten, den sogenannten „Twin Deficits“, offensichtlich geworden.

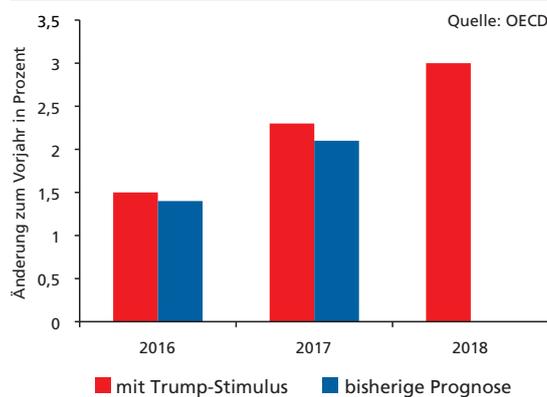
Chancen und Risiken einer Wirtschaftspolitik à la Trump

Wie sind nun die Erfolgsaussichten für das Wirtschaftsprogramm von Trump mit Blick

auf das Jahr 2017 und das kommende Jahrzehnt zu beurteilen?

Erstaunliche Einmütigkeit herrscht zwischen Befürwortern und Gegnern der Maßnahmen von Trump, was die Aussichten für die kommenden ein bis zwei Jahre angeht. Hier befindet sich die Chef-Ökonomin der OECD mit ihrer optimistischen Prognose in guter Gesellschaft mit Trump-Skeptikern wie dem Wirtschaftsnobelpreisträger Joseph Stiglitz. Laut Stiglitz könne entsprechend historischer Erfahrung selbst „ein schlechtes Konjunkturpaket Arbeitsplätze schaffen und einige der Abgehängten kurzfristig auffangen.“

OECD prognostiziert Wachstumswirkung aus Trump-Programm



Dagegen gehen die Meinungen über die längerfristige Wirkung des Programms stark auseinander. Hauptstreitpunkt ist die Frage, inwieweit die Maßnahmen, ähnlich wie bei Reagan, auf Dauer neue Wachstumskräfte entfesseln können.

Eine Entfesselung solcher Wachstumskräfte wird seitens der OECD bejaht. Denn es sei die Mischung aus Steuersenkungen und Deregulierungen, die die richtigen Anreize für die Unternehmen und wohlhabenden Privaten setze und damit eine neue Investitionsdynamik entfachen könne. Gleichzeitig seien die staatlichen Infrastrukturausgaben nur als Auslöser für eine private Investiti-

Auch Trump-Skeptiker sehen in den nächsten zwei Jahren positive Wirkungen des Programms

Über die langfristigen Wirkungen gehen die Meinungen weit auseinander

Trump: „Höhere Schulden sind nur vorübergehend“

onslawine zu sehen, indem sie Engpässe in der Wirtschaft beseitigen. Höhere Investitionen bedeuten letztlich höheres Wirtschaftswachstum. Wenn die Wirtschaft, wie von Trump anvisiert, um 3,5 Prozent statt um zwei Prozent wachse, würde dies jedes Jahr zusätzliche Steuereinnahmen von etwa 100 Milliarden US Dollar bedeuten. Gleichzeitig böten die aktuell (noch) niedrigen Kapitalmarktzinsen eine günstige Finanzierungsmöglichkeit. Die höheren Schulden seien somit kein Problem, da sie ja nur vorübergehend seien.

Kritiker: „Die Herrschaft der Reichen wird zementiert“

Gemäß den Ökonomen von Trump wie auch der OECD geht es also um kurzfristig höhere Schulden, um eine dauerhaft stärkere Wirtschaft zu erreichen. Genau an dieser Einschätzung aber scheiden sich die Geister. Kritiker wie der Wirtschaftsnobelpreisträger Joseph E. Stiglitz bezeichnen Trumps Pläne als sehr schlecht konstruiertes Konjunkturpaket.

Keine Verbreiterung des Wohlstands

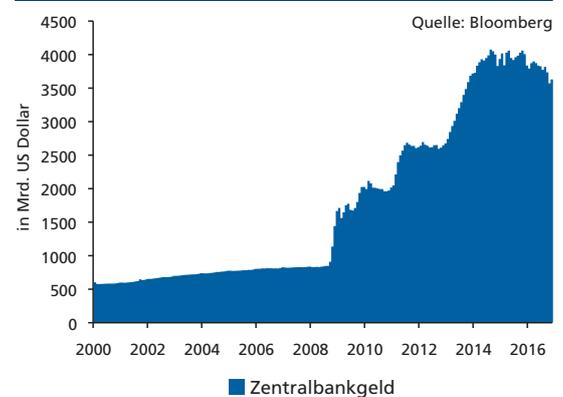
Zum einen sei das Programm nur dazu angetan, die Herrschaft der Reichen zu zementieren, statt zu einer Wohlstandsverbreiterung und dem American Dream zu führen. Das sei zu Beginn von Reagans Amtszeit noch anders gewesen, als das Vermögen über eine breite Mittelschicht verteilt war. Gleichzeitig werden die Risiken der Überschuldung sowohl bei den öffentlichen Haushalten als auch bei der Notenbank, der Fed, deutlich:

- ▶ Im Vergleich zu knapp einer Billion US-Dollar Anfang 1981 hat sich die Staatsverschuldung inzwischen auf 19 Billionen US-Dollar verzwanzigfacht. Dies entspricht 104 Prozent des BIP im Vergleich zu 31 Prozent zu Beginn von Reagans Amtszeit.
- ▶ Ähnliches gilt für die Zentralbankgeldmenge. Diese hat sich allein seit 2008 von etwa 800 Milliarden Dollar auf 4.400 Milliarden Dollar verfünffacht.

Dies birgt im Fall eines anziehenden Wirtschaftswachstums ein hohes Inflationspotenzial.

Damit würden die traditionellen Ansatzpunkte zur Stimulierung der Wirtschaft, die Geldpolitik und die Fiskalpolitik, nicht nur wirkungslos, sondern sie drohen sogar, in neuen Finanzblasen zu verpuffen.

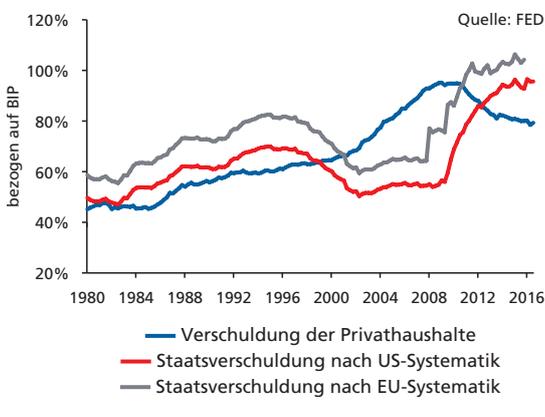
USA - massive Geldmengenausweitung begrenzt künftigen monetären Spielraum



Diese Gefahr ist gerade vor dem Hintergrund der Erfahrungen mit den letzten beiden Finanzblasen nicht von der Hand zu weisen. Die Internetblase Anfang der 2000er-Jahre und die Immobilienblase in den Jahren 2007 bis 2009 hatten ähnliche Ursachen. Selbst der Hinweis der Trump-Anhänger, dass es nach dem Zweiten Weltkrieg eine noch höhere Staatsverschuldung gab, die in den 1950er- und 1960er-Jahren abgebaut wurde, greift in der aktuellen Konstellation kaum:

Zum einen verringerten sich die Staatsausgaben nach Wegfall der Kriegslasten automatisch. Zum anderen standen die Privathaushalte mit einer Verschuldung in Höhe von lediglich 15 Prozent des BIP nach dem Krieg sehr solide da. Sie konnten durch ihre Kreditaufnahme den Ausgabenentzug durch die öffentliche Hand ausgleichen. Aktuell ist diese Möglichkeit aufgrund einer Verschuldung der Privathaushalte von

USA - hohe Verschuldung verringert Wirkung von staatlicher Ausgabenpolitik



80 Prozent des BIP kaum gegeben. Man könnte mithin feststellen, dass selbst das aktuelle Wirtschaftswachstum nur auf Pump beruht.

Und schließlich waren die Nachkriegszeit wie auch die Reagan-Ära von Sondersituationen geprägt: die Nachkriegszeit von einer historischen Aufbruchsstimmung, die Reagan-Ära von der Entfaltung des Technologie- und Internetbooms. Derartige historische Aufschwünge lassen sich derzeit nicht ausmachen, was Trumps Politik letztlich die Basis entzieht. ●

Welche Folgen hat die bis jetzt absehbare Politik Trumps für Kapitalmärkte und Anleger?

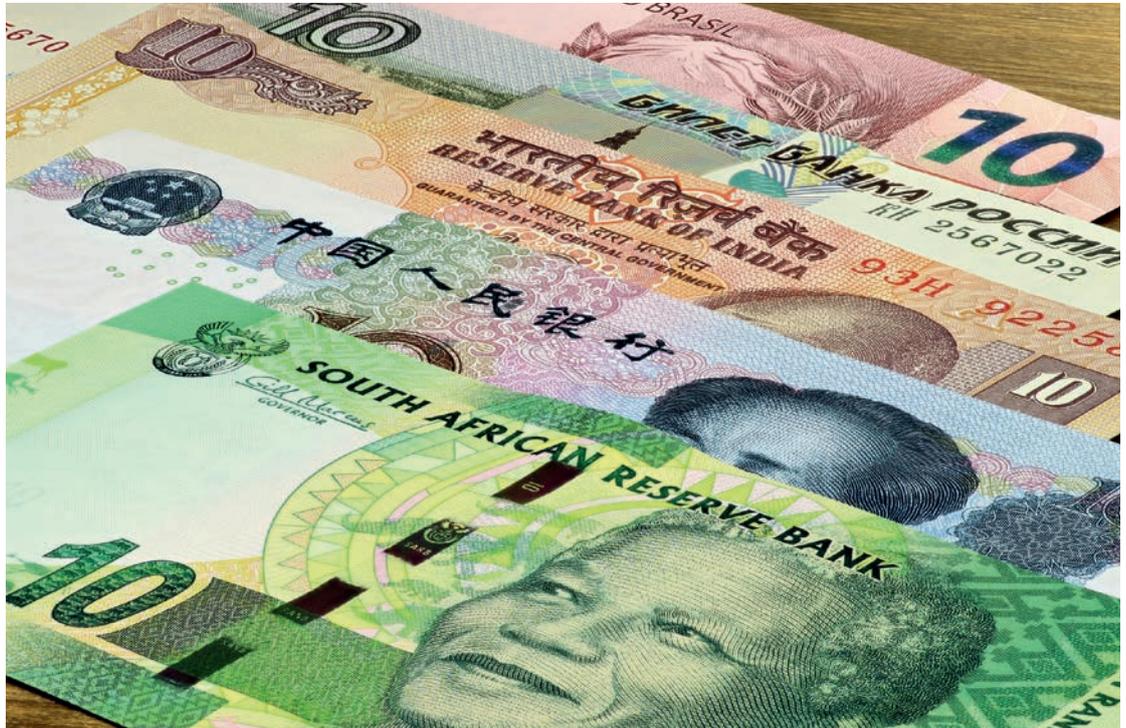
Stärkere Richtungswechsel in den kommenden Jahren wahrscheinlich

Für die Kapitalmärkte und damit für die Anleger ergibt sich aus diesen Entwicklungen folgendes Fazit: Die von Trump angestrebte Wende in der Wirtschaftspolitik hat kurzfristig eine positive Wirkung auf die Konjunktur und die Märkte. Dies gründet vor allem auf der Abschaffung der Investitionsbeschränkungen für Unternehmen, der Förderung von „alten Industrien“ und fossilen Energieträgern. Das kann zwar vorübergehend stimulierend wirken, lässt aber eher zunehmende Umweltbelastungen als eine höhere Wettbewerbsfähigkeit erwarten.

Dagegen scheinen die vom Ausbau der Infrastruktur erwarteten langfristigen Auswirkungen angesichts der geringen Produktivität der US-Industrie eher fraglich. Damit dürfte auch die Basis für höhere Gewinne und nachhaltig steigende Aktienkurse eher dünn sein. Besonders prekär könnte aber die hohe Liquidität sein, die die Fed in den letzten Jahren in die Wirtschaft gepumpt hat. Deren Rückführung könnte einem Drahtseilakt gleichen: Bei zu langsamer Rückführung dürfte die zusätzliche staatliche Nachfrage zu einer Beschleunigung der Inflation führen. Geht die Normalisierung dagegen zu schnell, ist mit steigenden Zinsen und damit empfindlichen Kursabschlägen auf den Rentenmärkten zu rechnen.

Ähnliches gilt für die Währung: Auf eine durch steigende Zinsen und eine bessere Stimmung bedingte Stärke des US-Dollars in den kommenden Jahren könnte längerfristig eine Katerstimmung folgen. Dies würde genau dem Muster während der Amtszeit von Ronald Reagan entsprechen.

Die Schwellenländer im Schatten des neuen US-Präsidenten



David Halpert, Fondsmanger Prince Street Capital Management

Ein steigender US-Dollar trifft nicht alle Schwellenländer gleichermaßen

Nach einem sehr schwachen Jahr 2015 konnten viele Schwellenländer in den vergangenen zwölf Monaten wieder deutlich Boden gutmachen. Während zu Jahresbeginn 2016 die Sorgen um China – auch befeuert durch namhafte Hedgefonds-Manager – noch für fallende Kurse sorgten, verhalf die Erholung der Rohstoffpreise ab Ende Januar 2016 den Schwellenländern zu einem Comeback. Wir sprachen mit David Halpert, Fondsmanger des Prince Street Emerging Markets Flexible EUR, über die Aussichten für die Anlageklasse der Schwellenländer im Jahr 2017 und die Auswirkung der Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten.

Herr Halpert, die amerikanische Notenbank Fed hat, wie von vielen Marktteilnehmern erwartet, die Leitzinsen in den USA im Dezember um 25 Basispunkte auf eine Spanne von 0,5 bis 0,75 Prozent angehoben. Wie ist dies einzuordnen?

David Halpert: Grundsätzlich sind steigende US-Zinsen ein Hemmschuh für Investments in Schwellenländer. Wir müssen hier allerdings differenzieren. „Die Schwellenländer“ gibt es nicht. Einige Länder werden stärker unter höheren US-Zinsen leiden, andere werden davon kaum betroffen sein.

Was bedeutet das konkret?

DH: Länder mit hohen Schulden in US-Dollar sind in keiner guten Position. Die Türkei ist hier als Beispiel zu nennen. Dagegen hat China, auch wenn das Land insgesamt hoch verschuldet ist, seine USD-Schulden in den letzten Jahren nahezu vollständig abgebaut. Die bestehenden Schulden lauten überwiegend auf Renminbi und sind von den US-Zinsen weitgehend unabhängig. Wichtig sind auch die Handelsbeziehungen der einzelnen Länder mit den USA. So haben Indien, Pakistan, Afrika oder auch der chinesische Binnenkonsum wenig mit



der Politik Donald Trumps zu tun. Anleger müssen die spezifische Ausgangslage eines Landes also genau im Blick haben.

Sie sprechen die Wahl des neuen US-Präsidenten an. Welche Auswirkungen hat diese auf die Anlageklasse der Schwellenländer?

DH: Donald Trump hat angekündigt, die amerikanische Industrie zu stärken, Arbeitsplätze aus Ländern wie China oder Mexiko zurück in die USA zu holen und eine protektionistischere Haltung einzunehmen. Dies wird zu steigender Inflation in den USA führen. Wir gehen davon aus, dass die Fed im nächsten Jahr mehr Zinserhöhungen als vom Markt erwartet durchführen und der US-Dollar weiter gegenüber anderen Währungen aufwerten wird. Beides wird sich auf die Emerging Markets auswirken. Grundsätzlich ist zu sagen, dass Anleger mit Anleiheninvestments sehr vorsichtig sein müssen. Ein über 30-jähriger Trend steigender Anleihenkurse – und fallender Renditen – geht zu Ende. Und auch das hat Konsequenzen für die Schwellenländer. Nach der Wahl Trumps haben wir Anleihenpositionen im Fonds deutlich reduziert und konzentrieren uns aktuell auf afrikanische Staatsanleihen, kurzlaufende Unternehmensanleihen und variabel verzinsliche Anleihen (Floater), die von steigenden Zinsen profitieren. Wir rechnen damit, dass in Schwellenländern Aktien in nächster Zeit attraktiver sind als Anleihen.

Gibt es Schwellenländer, denen ein steigender US-Dollar zugutekommt?

DH: Ja, das sind vor allem die Golfstaaten, deren Währungen an den US-Dollar gekoppelt sind. Allerdings muss man die Entwicklung der Ölpreise beachten, da diese Volkswirtschaften davon sehr abhängig sind. Wir rechnen im Jahr 2017 mit einer weltweit deutlich höheren Ölproduktion, was vor allem an der US-Fracking-Industrie liegt. In den ersten vier Wochen nach der Wahl Trumps hat sich die Anzahl der

aktiven Bohrlöcher in den USA verdoppelt. Die Ölindustrie ist einer der großen Gewinner der letzten Jahre und wird unter Trump weiter begünstigt werden.

Viele Marktteilnehmer rechnen mit einem stärkeren US-Dollar. Wie hoch schätzen Sie die Wahrscheinlichkeit, dass der US-Dollar entgegen der vorherrschenden Meinung schwächer wird?

DH: Währungen sind zyklisch und der US-Dollar nähert sich dem oberen Ende einer 50-jährigen Handelsspanne an. Bevor der US-Dollar aber schwächer wird, wird er wohl unter anderem gegenüber dem Euro weiter steigen. Wir sehen in letzter Zeit bei einigen Marktteilnehmern auch eine zunehmende Skepsis gegenüber dem Euro und der Eurozone. Sollten Länder wie Italien oder Frankreich den Euro verlassen, könnte dies sogar zu einem steigenden Euro gegenüber dem US-Dollar führen. Sollten dagegen Länder wie die Niederlande oder Österreich den Euro verlassen, dürfte der US-Dollar weiter zulegen.

Kommen wir noch einmal zurück zu Donald Trump. Ein wesentlicher Punkt in seinem Wahlkampf war die Reindustrialisierung der USA. Welche Folgen wird das haben?

DH: Herr Trump will alte Industrien und den sogenannten „rust belt“, die älteste und größte Industrieregion, fördern. Er möchte Arbeitsplätze in klassischen Bereichen wie Stahl, Kohle und der Produktion zurückbringen. In der Regel sind das weniger gut bezahlte Jobs. Die großen Technologiekonzerne im Silicon Valley, die in den letzten Jahren hoch bezahlte Jobs geschaffen haben, verkörpern nicht Trumps Politik. Trump wie die Silicon-Valley-Manager machen keinen Hehl daraus, dass sie unterschiedliche Ansichten haben. Was passiert aber, wenn Unternehmen wie Facebook, Google, Oracle oder Apple nach Kanada abwandern? Es besteht die Gefahr eines

Mehr Protektionismus der USA ist zu erwarten

Ölpreisentwicklung für Schwellenländer sehr wichtig

US-Dollar-Aufwertung erwartet

Förderung „alter Industrien“ auf Kosten der großen Technologiekonzerne



Globalisierung steht zur Disposition

rückläufigen US-Wirtschaftswachstums oder sogar einer Rezession. Auf die Welt kommen vier unsichere Jahre zu. Ein Gewinner könnte Kanada sein.

Insgesamt dürfte sich die Einschränkung des Welthandels eher ungünstig auf viele Emerging Markets auswirken. Es gibt aber Länder, die davon kaum betroffen sind. Darunter fallen beispielsweise Pakistan oder Indien, deren Volkswirtschaften stark von Infrastrukturprojekten im eigenen Land abhängen. Russland könnte zum Beispiel von einer Beendigung der Sanktionen und einem stabilen Ölpreis profitieren. Trump hat mehrmals angekündigt, dass er gegen diese Sanktionen ist. Auch sollte die Berufung Rex Tillersons, dem CEO von Exxon Mobile, zum Außenminister die Beziehungen zu Russland positiv beeinflussen. Tillerson hat schließlich im Jahr 2012 von Putin den „Orden der Freundschaft“ verliehen bekommen. Daneben könnte Ägypten, auch wegen der gegenüber dem US-Dollar um 50 Prozent abgewerteten Währung, im nächsten Jahr interessant werden.

Russland könnte von der US-Wahl stark profitieren

Wie steht es nach der Wahl Donald Trumps um Mexiko?

DH: Mexiko war viele Jahre eine große Position im Fonds. Wir haben jedoch alle unsere Positionen verkauft. Die Politik hat den Ernst der Lage noch nicht erkannt. Etwa 80 Prozent der Exporte gehen in die USA und Trump hat angekündigt, Arbeitsplätze in die USA zurückzuholen. Wir sind bezüglich des mexikanischen Aktienmarktes und der mexikanischen Währung sehr skeptisch, sogar eine Finanzkrise ist nicht auszuschließen.

Investitionen in Mexiko derzeit kein Thema

Was sind Ihre Favoriten für das Jahr 2017?

DH: Wir sehen große Chancen in Russland. Dort waren wir in den letzten Jahren stark untergewichtet. Nach der US-Wahl haben wir unsere Positionen deutlich aufgestockt. Dem russischen Markt trauen wir

im Jahr 2017 eine Verdopplung zu, sofern die Sanktionen aufgehoben werden und der Ölpreis zwischen 50 und 60 US-Dollar bleibt. Zudem hat der russische Rubel Erholungspotenzial. Anleger müssen aber berücksichtigen, dass es in Russland lediglich eine Handvoll großer liquider Unternehmen gibt.

Spannend ist auch das Thema Health Care in Asien. Es gibt eine immer größer werdende Mittelschicht, die einen immer größeren Teil ihres Einkommens für Gesundheitsvorsorge aufwendet. Zudem altert die Gesellschaft auch in Asien zunehmend, was diesen Trend verstärkt. Wir konzentrieren uns vor allem auf chinesische und indische Health-Care-Titel und wollen diese aufstocken. Wir halten das Thema für wichtig und werden unser Team mit einem Analysten für diesen Sektor verstärken.

Aussichtsreich ist auch der Technologiesektor in den Emerging Markets. Viele Unternehmen stehen im Schatten der US-Konzerne und sind deutlich kleiner, was ein größeres Potenzial bietet. Derzeit sind die meisten Technologiekonzerne der Schwellenländer in China, Korea und Taiwan angesiedelt. Wir erwarten aber, dass es auch in Ländern wie Indien und Indonesien künftig mehr Technologieunternehmen geben wird.

Wegen der zu erwartenden Trump-Politik – sowie weiteren Infrastrukturinvestitionen in China und Indien – sollte sich die Nachfrage nach Stahl, Kupfer, Nickel und Zement in nächster Zeit erhöhen. Für diese Sektoren sehen wir ebenfalls Potenzial.

Auf der Anleienseite werden wir uns überwiegend auf afrikanische Staatsanleihen, kurzlaufende Unternehmensanleihen sowie Floater konzentrieren.

China ist für die Emerging Markets immer ein großes Thema. Wie schätzen



Sie die Lage dort ein?

DH: Wir rechnen nicht mit einer Finanzkrise in China, auch wenn wir im Jahr 2017 eine weitere Abwertung des Renminbis gegenüber dem US-Dollar erwarten. Das Land macht eine Transformation durch. China ist nicht länger eine reine Exportplattform. Der Binnenkonsum und die Bedeutung des Dienstleistungssektors haben deutlich zugenommen. Sektoren wie Bau, Infrastruktur, Gesundheitswesen, Verteidigung oder Technologie sind äußerst interessant. China ist in den letzten Jahren auch unabhängiger von der westlichen Welt geworden und handelt mittlerweile deutlich mehr mit anderen asiatischen Ländern oder mit Russland. Anleger sollten sich nicht von schwächeren Quartalszahlen beim Wirtschaftswachstum verunsichern lassen.

Sie investieren neben den großen Schwellenländern auch in die noch weniger entwickelten Grenzländer, die sogenannten Frontier Markets. Wo sehen Sie im Jahr 2017 die größeren Chancen?

DH: Wir gehen davon aus, dass sich die Frontier Markets im nächsten Jahr in Summe besser entwickeln werden. Länder wie Nigeria, Bangladesch oder eben Pakistan sind von Trumps Politik weniger stark betroffen. Nachdem wir in den Jahren 2013 und 2014 die Frontier Markets höher gewichtet hatten, standen in den letzten Jahren die größeren Schwellenländer im Fokus. Dies dürfte sich im Jahr 2017 wieder umkehren.

Sie rechnen mit höheren US-Zinsen. Gilt dies auch für die Emerging bzw. Frontier Markets?

DH: Länder wie Russland, Pakistan, Bangladesch, Nigeria oder Ägypten könnten die Zinsen sogar senken. Vielleicht auch Brasilien. Dagegen kann es in China, Hongkong,

Korea und den Golfstaaten zu Zinserhöhungen kommen.

Auf welche Signale sollten Anleger 2017 besonders achten?

DH: Entscheidend für die weltweiten Kapitalmärkte wird die Entwicklung am US-Anleihenmarkt und in der Technologiebranche sein. Beides hat große Auswirkungen auf die Schwellenländer. Trumps Maßnahmen dürften etwa zwölf Monate lang gut aussehen, dann wird es kritisch. Wenn die Marktteilnehmer realisieren, dass Trump mit seiner Politik nicht erfolgreich ist, könnte das auch dem Goldpreis wieder Auftrieb verleihen.

Bleiben die insgesamt positiven Langfristperspektiven in der „Trump Ära“ intakt?

DH: Ja, abgesehen von dieser schwierigen Übergangszeit haben die langfristigen Wachstumstreiber der Emerging Markets und insbesondere der Frontier Markets weiterhin Bestand. Für die Urbanisierung, die digitale und finanzielle Integration, den Konsumwandel, die verbesserte Infrastruktur, die besseren Führungsstrukturen und den Handelszuwachs zwischen den Schwellenländern (siehe das RCEP-Abkommen und die „One Belt, One Road“-Initiative) wird der 20. Januar nicht das Ende bedeuten. Zwar wird die Anlageklasse unter Trump womöglich andere Gelegenheiten bieten als unter Obama, aber an Anlagechancen dürfte es dennoch nicht mangeln.

Herr Halpert, vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Maximilian Kreitlmeier, HELLERICH GmbH.

Keine Finanzkrise in China erwartet

Gold könnte von einem Scheitern Trumps profitieren

Frontier Markets 2017 aussichtsreicher als große Schwellenländer



Investieren in Japan: „Ich sehe was, was Du nicht siehst“



Ernst Glanzmann,
Fondsmanager Julius
Bär

Eine schrumpfende und schnell alternde Bevölkerung, eines der am höchsten verschuldeten Länder der Welt und eine Notenbank, die alles bisher Gesehene in den Schatten stellt – für Investoren gibt es viele Gründe, dem japanischen Aktienmarkt mit Skepsis zu begegnen. Warum japanische Unternehmen trotzdem nicht in einer globalen Anlagestrategie fehlen dürfen, erklärt Ernst Glanzmann, Fondsmanager des Julius Bär EF Japan Stock Fund. Entgegen einer weit verbreiteten – und falschen – Meinung zeigt Glanzmann seit vielen Jahren, dass aktives Fondsmanagement einem Index(ETF)-Investment überlegen ist.

Herr Glanzmann, Sie sind seit über 26 Jahren für Julius Bär/GAM tätig und beschäftigen sich seither mit japanischen Aktien. Das ist eine sehr lange Zeit. Wie hat sich die Investmentbranche verändert?

Ernst Glanzmann: Es hat sich tatsächlich sehr viel verändert. Der Vormarsch der Exchange Traded Funds (ETFs) ist für mich eine der markanteren Veränderungen. Es bedrückt mich schon etwas, dass der Ruf der aktiven Vermögensverwaltung gelitten hat, weil die Leistung im Schnitt angeblich nicht stimmt und die Kosten zu hoch seien. In jeder Industrie wird es an der Spitze der im Wettbewerb stehenden Unternehmen dünn. Meine Erfahrung in der Aktienanlage

ist, dass es sich lohnt, auf die besten Firmen zu setzen und das Mittelmaß zu meiden. Natürlich ist ein solcher Ausleseprozess sehr aufwendig. Zeit und Geduld in Aktienanlagen zu investieren scheint allerdings mehr und mehr Anlegern nicht mehr zeitgemäß. Die Ursachen dafür sind sicherlich sehr vielfältig und haben vielleicht auch mit der als unsicher empfundenen Welt zu tun.

Japan ist in vielerlei Hinsicht nicht mit Europa oder den USA vergleichbar. Was sind Ihrer Meinung nach die größten Unterschiede?

EG: Es sind drei unterschiedliche Gesellschaftssysteme mit unterschiedlichen Wertvorstellungen. Alle verbindet meiner



Ansicht nach jedoch die Tatsache, dass die menschlichen Grundtriebe überall gelten und sich auf das unternehmerische Handeln auswirken. Auf der eher dramatischen Seite sind Unternehmensskandale zu nennen, die es in den USA, Europa oder Japan gibt. Beispiele sind Korruption, Umweltskandale oder Betrug, wie sie unter anderem bei Enron, Olympus oder Tepco vorkamen. Positiv ist sicher das fortwährende Streben nach Wachstum und Innovation. Das spornt überall zu Höchstleistungen an und ist ein solides Fundament für Fortschritt, von dem Investoren und auch Verbraucher profitieren können.

In Japan spitzt sich die demografische Entwicklung immer weiter zu. Auch gelingt es der Regierung nicht, die enorme Staatsverschuldung trotz jahrzehntelanger Niedrigzinsen in den Griff zu bekommen. Warum sollten Anleger in Japan investieren?

EG: Wer in Japan investiert, kann sich an großartigen Unternehmen beteiligen, die es so in den USA und Europa nicht gibt. Das ist ein Mehrwert in einem globalen Aktienportfolio. Die volkswirtschaftlichen Trends mögen nicht attraktiv genug erscheinen, aber wenn Sie sich in einen Aktionär hineinversetzen, erscheinen sie in einem ganz anderen Licht. Ein Unternehmen ist nicht an ein Land oder eine Regierung gebunden. Es ist flexibel und kann weltweit tätig sein. Japan ist geprägt von der Alterung der Gesellschaft. Das führt zu einer hohen Nachfrage nach Heilmitteln. Die Pharmabranche benötigt deshalb Dienstleistungen in der Forschung und Beratung. Und der demografische Wandel fördert den technologischen Fortschritt. Was unter dem Stichwort „künstliche Intelligenz“ entwickelt wird, kann zur Automation von standardisierten Arbeitsabläufen genutzt werden. Das erlaubt, bei zusehends fehlenden Arbeitskräften die Kosten im Griff zu halten und der Belegschaft flexiblere Arbeitszeiten anzubieten.

Für welche Unternehmen und Branchen sehen Sie derzeit die größten Chancen?

EG: Die künstliche Intelligenz im Verbund mit dem Internet bietet viele erfolgsversprechende Anlagemöglichkeiten. Dabei bieten sich nicht nur die Software-Unternehmen, sondern genauso Hersteller von Hardware an. Schließlich bestehen auch Roboter aus Einzelteilen und Autos enthalten immer mehr elektronische Komponenten. Das künftig selbstfahrende Auto wird diesen Bedarf weiter erhöhen. Zudem werden Fabriken zunehmend miteinander vernetzt sein und der Automationsgrad nimmt stetig zu. All dies braucht Komponenten, Sensoren und dergleichen. Neben dem in der Robotik tätigen Unternehmen Fanuc finde ich eine langfristige Beteiligung am Sensoren-Hersteller Keyence attraktiv. Und Nidec, Weltmarktführer bei Gleichstrommotoren, positioniert sich unter anderem mit einer erfolgreichen Übernahmestrategie im Automobilgeschäft.

Japans Wirtschaft hängt ähnlich wie die deutsche Wirtschaft stark vom Export ab. Welche Auswirkungen haben die Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten und ein zu erwartender stärkerer Protektionismus auf den japanischen Aktienmarkt?

EG: Für seriöse Prognosen ist es derzeit zu früh. Es gibt einfach noch keine konkreten Maßnahmen der neuen amerikanischen Regierung. Vieles ist spekulativ und beruht auf Wahrscheinlichkeiten. Hier gilt: „Abwarten und Tee trinken“. Eine neue Beurteilung nehme ich erst vor, wenn bildlich gesprochen mehr „Fleisch am Knochen“ ist.

Das Land leidet seit vielen Jahren unter einer schwachen Konjunktur. Wie kann es gelingen, diese trotz einer alternden Bevölkerung und der hohen Staatsverschuldung anzukurbeln?

EG: Japans Wirtschaftswachstum ist gering

Japan beheimatet großartige Unternehmen, die es so in Europa oder USA nicht gibt

Die Hightechbranche steht besonders im Fokus

Kombination neuer Technologien und alternder Bevölkerung eröffnet Chancen

Viele Unternehmen konnten ihre Gewinne deutlich steigern

und eine wesentliche Steigerung zeichnet sich nicht ab. Ich setze deshalb nicht auf die volkswirtschaftliche Entwicklung des Landes, sondern beteilige mich an Unternehmen. In den letzten 20 Jahren ist der Umsatz der 900 Top-Firmen in Japan jährlich um vier Prozent gewachsen. Das nominelle Bruttoinlandsprodukt veränderte sich gleichzeitig praktisch nicht. Die Unternehmen waren aber in der Lage, den Bruttogewinn jährlich um acht Prozent zu steigern. Da viele dieser Firmen weltweit tätig sind und häufig eine führende Position innerhalb der Branche einnehmen, rechne ich auch in Zukunft mit ähnlichen Gewinnraten.

Welche Rolle spielt die Entwicklung des japanischen Yens für Investoren?

EG: Das hängt vom Anlagehorizont ab. Anleger sind oftmals kurzfristig positioniert und nehmen die Währung als reales Risiko wahr. Eine Absicherung kommt deshalb im gegenwärtigen Umfeld infrage, obwohl sich der Yen in den letzten Monaten schon

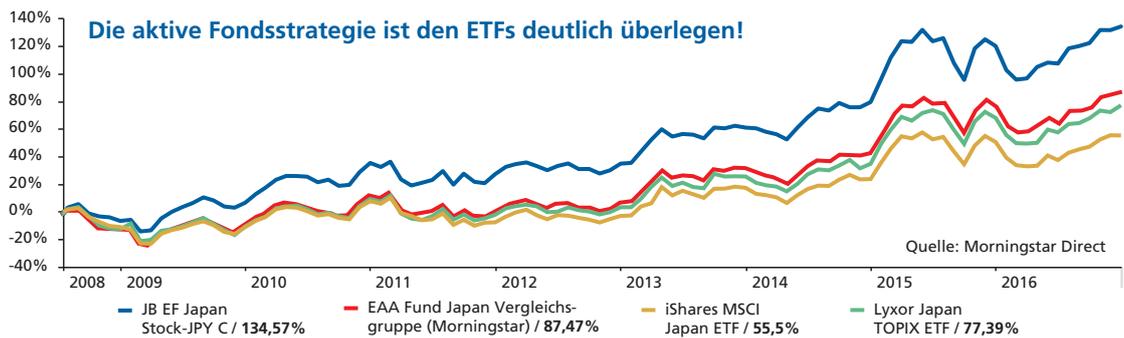
änderungen vorzunehmen.

Im Vergleich zu Unternehmen aus Europa und den USA – welche Vorteile bieten japanische Aktien?

EG: Ich meine, dass die längere Amtsdauer der intern aufgestiegenen Geschäftsleiter in Japan sicherlich ein Vorteil ist. Diese sorgt besonders bei langfristig angelegten, technologisch anspruchsvollen Entwicklungen für die nötige Stabilität. Sie ermöglicht ein besseres Verständnis für hohe Investitionen, die erst in einigen Jahren zu attraktiven Marktanteilen und Gewinnen führen könnten. Ich denke, dass auch die geografische und operative Nähe zu Südostasien und China für japanische Unternehmen vorteilhaft ist. Mich fasziniert als Anleger außerdem, dass ich am Tokioter Aktienmarkt Firmenmodelle finde, die es in dieser Form in Europa und in den USA nicht gibt. Beispielsweise Nidec oder Nitori. Nitori ist ein „japanisches Ikea“, von dem man als Aktionär profitieren kann. Oder Shimano, das weltweit führende Unternehmen für

Globale Ausrichtung schützt vor Währungseinfluss

Wertentwicklung des Julius Bär Japan Stock Fonds seit der Strategiestellung im Juli 2008



deutlich abgeschwächt hat. Die Geldpolitik der USA erfolgt nicht im Gleichschritt mit Japan. Meiner Ansicht nach stellt sich die Absicherungsfrage bei einer langfristig ausgerichteten Anlage viel weniger. Japanische Firmen verfügen zusehends über eine lokale Fertigung und Verkäufe in ihren Zielmärkten. Sie betreiben deswegen selber Währungsabsicherung. Sie weisen auch genügend Flexibilität auf, um potenziell notwendige Standortwechsel und Preisver-

Fahrteile. Alle drei Unternehmen sind erfolgreich und sehr gewinnbringend. Sie sind einzigartig und stellen eine Bereicherung für ein globales Portfolio dar.

Vielen Dank für das Gespräch, Herr Glanzmann.

Die Fragen stellte Maximilian Kreitlmeier, HELLERICH GmbH.

Japans Nähe zu den asiatischen Wachstumsregionen ist von Vorteil



Die schöne neue Welt der Industrie 4.0

Bereits mehr als 20 Milliarden Geräte wie Waschmaschinen oder Kühlschränke werden in wenigen Jahren mit dem Internet verbunden sein. Mikrochips mit Mini-Antennen geben dann Kundenwünsche an Fertigungsanlagen weiter. Einzelne Bauteile „sprechen“ mit Maschinen und Robotern. So koordinieren sie in Echtzeit die Fertigung und Lieferung benötigter Bauteile. Während der Produktion optimieren sich die Fertigungssysteme auch noch selbst: Sie sparen Rohstoffe, reduzieren den Energieverbrauch, verbessern sogar noch die eigene Produktqualität. Das alles klingt wie aus einem Science-Fiction-Roman.

Wir sprechen zu diesem Thema mit Nils Bartram, einem ausgewiesenen Spezialisten für den deutschen und europäischen Mittelstand. Herr Bartram verwaltet für Hauck & Aufhäuser u.a. sehr erfolgreich den H&A Aktien Small Cap EMU Fund.

Herr Bartram, Sie befassen sich seit Langem mit Industrie 4.0. Ist das noch Science Fiction oder befinden wir uns bereits mittendrin?

Nils Bartram: Diese Entwicklung ist mit der Geschichte der Dampfmaschine oder der industriellen Massenproduktion von Automobilen vergleichbar. Beides war letztlich ein unaufhaltbarer Prozess. Und so wird dieser Innovationstrend nicht mehr zu stoppen sein.

Gegenwärtig befinden wir uns noch in der dritten Phase des Industrialisierungspro-

zesses (1. Phase Dampfmaschine, 2. Phase elektrische Energie, 3. Phase Informationstechnologie), wenn auch auf ganz anderer Ebene, doch der Übergang ist fließend. Wer sich einmal den Karosseriebau der großen Automobilhersteller ansieht – und das lohnt sich absolut – trifft in Hallen, die so groß wie mehrere Fußballfelder sind, fast ausschließlich auf Roboter und nur noch wenige Mitarbeiter, die für Service und Qualität zuständig sind.

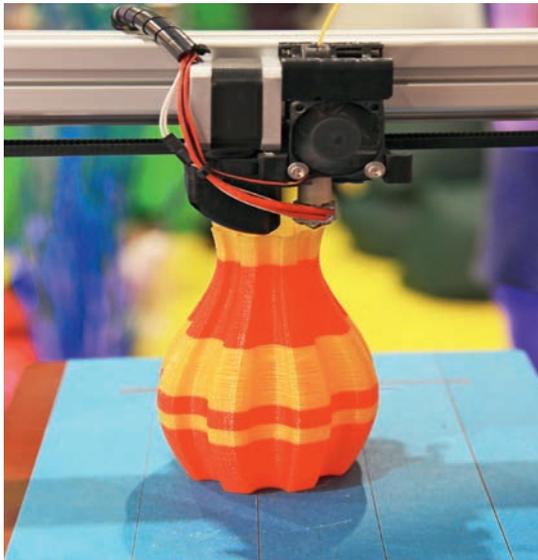
Also kein Science-Fiction mehr?

NB: Nein, ganz und gar nicht. Das Internet, mobile Computer und Cloud Computing haben das Potenzial, den industriellen Prozess einmal mehr entscheidend zu verändern. Leistungsstarke Kleincomputer werden als eingebettete Systeme in Geräte integriert und tauschen dann mit den Maschinen selbstständig Informationen in

Industrielle Fertigung wird zunehmend von Maschinen und Robotern koordiniert

Dezentrale Steuerung der Prozesse

Individuelle Kundenwünsche werden berücksichtigt



3D-Drucker bei der Herstellung

Echtzeit aus. Der industrielle Prozess wird nicht mehr zentral in der Fabrik organisiert, sondern dezentral und dynamisch gesteuert. Ziel ist es, die Produktion weiter zu flexibilisieren und die Produktionszeiten zu verkürzen, um individuellen Kundenwünschen stärker und schneller Rechnung tragen zu können.

Ist es denn sinnvoll, immer individueller zu produzieren? Macht nicht die große Stückzahl die Produktion erst rentabel?

NB: Das war bisher die Erfolgsformel, aber genau das ändert sich nun. Auf Halde produzierte Autos werden dann der Vergangenheit angehören. Marktbeobachter sehen in der profitablen, ressourcen- und energieeffizienten Abwicklung von Kleinstaufträgen – bis hinunter zur Losgröße eins – die einzige Chance für die deutsche Industrie, um im Wettbewerb mit kostengünstiger asiatischer Massenproduktion langfristig bestehen zu können.

In den letzten Jahrzehnten wurden immer wieder einzelne Industriezweige von der Politik oder den Medien hochgejubelt. Man denke nur an die Solar-Industrie. Könnte das nicht auch

diesem Thema so ergehen?

NB: Die Industrie 4.0 ist zwar ein visionäres Konzept, sie ist aber die logische Weiterentwicklung der langjährig gewachsenen deutschen Wirtschaftsstrukturen. Damit unterscheidet sie sich deutlich von den Märkten der Solar- und Windkraftanlagenbauer. Diese wurden mit Steuervergünstigungen und staatlichen Förderungen künstlich geschaffen. Ein Beispiel sind die regenerativen Energien. Hier hat der Staat Preispunkte wie die Einspeisevergütung gesetzt. Damit hat er in den Markt eingegriffen und letztlich die Aktienkursbewegungen determiniert. Das Thema Industrie 4.0 ist weitgehend frei von staatlichen Eingriffen.

Wird die Industrie 4.0 nicht auch durch staatliche Maßnahmen unterstützt?

NB: Die Bundesregierung beschränkt sich bislang auf den flächendeckenden Ausbau leistungsfähiger Breitbandnetze. Sie schafft somit die infrastrukturellen Voraussetzungen für die Industrie 4.0. Um neue Industrie-4.0-fähige Produktionsanlagen zu implementieren, sind Gelder notwendig, die die Unternehmen selbst bereitstellen müssen. Diese werden dem Grundsatz der Kapitaleffizienz folgen. Deshalb ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass das Thema Industrie 4.0 nachhaltiger sein wird, als es die Boom-und-Bust-Märkte der regenerativen Energien waren. Davon werden auch die Anleger profitieren.

Ist bei einer so weitreichenden Entwicklung nicht damit zu rechnen, dass es Jahrzehnte dauert, bis die Industrie und der Mittelstand in der Lage sind, diese Innovationen umzusetzen? Mobiltelefone benötigten mehr als zehn Jahre bis zu einer wirklichen Marktdurchdringung!

NB: Das stimmt schon, aber wenn wir den Smartphone-Bereich ansehen, dauerte es gerade noch fünf Jahre. Und wie schnell haben Facebook, Twitter und WhatsApp

Kundenspezifische Fertigung als Wettbewerbsvorteil



unsere Welt erobert? Ähnlich rasante Entwicklungen haben wir auch in der industriellen Produktion gesehen. In einer globalisierten Welt wird länderübergreifend geforscht. Und die rasant zunehmende Leistungsfähigkeit von Computern ermöglicht eine immer schnellere Entwicklung von Produkten und Prozessen.

Welche Branchen sind besonders von diesen Innovationen betroffen?

NB: Industrie 4.0 liefert zahlreichen Branchen neue Impulse. Zu nennen sind hier neben dem klassischen Maschinenbau die Softwareindustrie, IT-Dienstleistungen und die Sensortechnik. „Last but not least“ möchte ich die Machine Vision nennen, die sich neben der klassischen Optik mit der digitalen Bildverarbeitung oder der 3-D-Messtechnik befasst.

Wie können Investoren und Anleger von dieser Entwicklung profitieren?

NB: Es gibt eine Reihe börsennotierter Unternehmen, die sich mit Nachdruck diesem Thema widmen. Unter den sogenannten großkapitalisierten Unternehmen des DAX 30 fällt SAP auf. SAP verfügt mit der neuartigen Datenbanktechnologie HANA über ein wichtiges Instrument, um die ungeheuer großen Datenmengen, die im Rahmen der Industrie 4.0 anfallen, effizienter als bisher zu verarbeiten.

Im Bereich der mittelkapitalisierten Unternehmen des MDAX ist an erster Stelle der Roboterhersteller KUKA zu nennen. Aufgrund der jahrzehntelangen Erfahrung mit Industrierobotern ist dieses Unternehmen geradezu prädestiniert, beim Thema Industrie 4.0 eine wichtige Rolle zu spielen. KUKA gehört zu den Weltmarktführern im Bereich Robotic. Wie gefragt dieses Know-how ist, zeigt die Übernahmeofferte der chinesischen Midea Gruppe.

Naturgemäß dichter gespickt ist der Kurszettel des TecDAX und der Neben-

werte. Allein im Bereich der Machine Vision, dem maschinellen Sehen und Bildverstehen, tummeln sich Unternehmen wie Isra Vision, Advanced Vision Technology, Basler oder Viscom. Aber auch Software-schmieden wie PSI oder Cenit verfolgen interessante Geschäftsmodelle mit Industrie-4.0-Appeal.

Herr Bartram, Sie nennen vor allem Titel aus den Segmenten mit kleiner Börsenkaptalisierung. Bei dem hohen Entwicklungsaufwand und der Spezialisierung, die für eine Prozessoptimierung gefragt sind, würde man die Namen der großen Technologieführer erwarten.

NB: Natürlich sind auch die maßgeblich in diesem zukunftssträchtigen Feld aktiv. Aber Analysten vermuten, dass es gerade kleinen Unternehmen und Start-ups gelingen wird, aus verschiedenen Technologien und Software-Programmen neuartige Produkte zu entwickeln. Ein schönes Beispiel ist die deutsche Firma Goal Control aus Würselen. Mit ihrem Bildverarbeitungssystem konnte während der letzten Fußballweltmeisterschaft erstmals zweifelsfrei geklärt werden, ob der Ball die Torlinie voll überquert hatte. Diese Unternehmen sind hoch spezialisiert. Bei entsprechendem Erfolg werden sie oftmals unmittelbar zum Weltmarktführer. Dann bereichern sie die lange Liste der deutschen Hidden Champions. Das fasziniert mich.

Eine schöne neue Welt, die sich am Industriestandort Deutschland auftut. Doch meist gibt es ja auch Schattenseiten bei solchen Entwicklungen.

NB: Ja, das ist so. Schon jetzt lassen sich in der Automobilindustrie Fertigungshallen finden, in denen sich nur noch Kontrolleure und Servicemitarbeiter bewegen. Ich habe zum Beispiel ein Unternehmen besucht, das in der Fertigung nur noch mit Maschinen und Robotern arbeitet. Es gab keine Mitarbeiter mehr. Natürlich werden nicht

Viele deutsche Unternehmen mit Industrie-4.0-Appeal

Viele innovative Unternehmen mit niedriger Markt-kaptalisierung

Roboter verdrängen weiter die Menschen ...



Roboter verdrängen Menschen

... aber Roboter arbeiten auch mit Menschen zusammen

alle Tätigkeiten in der Fertigung von Maschinen ersetzt werden, aber die benötigten Qualifikationen werden sich verändern. Kollaborative Roboter werden künftig mit Menschen zusammenarbeiten. Sie müssen nicht mehr aufwendig programmiert werden, sondern können aus Beispieldaten selbst lernen. Die Arbeiter geben dann vor allem stupide, schwere, gefährliche und schmutzige Arbeiten ab. Das bedeutet aber auch, dass insbesondere gering qualifizierte Arbeitnehmer seltener eingesetzt werden. Das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung geht davon aus, dass die Digitalisierung rund zwölf Prozent der Arbeitsplätze in Deutschland kosten wird.

Das sind nicht die Auswirkungen, die sich eine Gesellschaft wünscht.

NB: Ja, das wünscht sich niemand. Es gab aber auch zu Beginn der Automatisierungswelle sehr düstere Prognosen, wie

viele Arbeitsplätze wahrscheinlich in der Produktion verloren gehen werden. In der Realität hat sich aber gezeigt, dass viele neue Stellen geschaffen wurden. Sicher ist: Arbeitsplätze werden sich verlagern, unter anderem hin zu den neuen erfolgreichen Unternehmen, die entstehen werden.

Wie immer wird es auch hier Gewinner und Verlierer geben. Der Innovationstrend „Industrie 4.0“ wird nicht aufzuhalten sein. Es werden die gewinnen, die sich auf diese Entwicklung einlassen und am Puls der Zeit bleiben. Insofern sollte der Aktienanleger dieses interessante und gewinnversprechende Thema aufmerksam verfolgen.

Herr Bartram vielen Dank für das Interview.

Die Fragen stellte Franz Haugg, HELLERICH GmbH.

Verlagerung der Arbeitsplätze als Folge



HELLERICH

HELLERICH GmbH

Königinstraße 29, 80539 München
Tel. +49 89 28 72 38-0
www.hellerich.de, info@hellerich.de

Wichtige Hinweise:

Alle hier abrufbaren Inhalte werden Ihnen lediglich als Information zugänglich gemacht. Sie richten sich ausschließlich an Kunden, die ihren Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland haben und insbesondere nicht an Kunden mit Wohnsitz in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada oder Großbritannien.

Alle Angaben wurden von uns sorgfältig recherchiert und erarbeitet. Dabei wurde auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Die Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Der Bericht dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Inhalte dürfen nicht als unabhängige Wertpapieranalyse gelesen werden.

Es werden lediglich Meinungen dargestellt, die ohne Vorankündigung wieder geändert werden können. Daneben können die in unseren Publikationen vertretenen Meinungen auch von aktuell umgesetzten Anlagestrategien der HELLERICH GmbH abweichen. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen können.

Fondsporträts dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind die Verkaufsunterlagen zu dem jeweiligen Fonds (der aktuelle Verkaufsprospekt, die Wesentlichen Anlegerinformationen, der aktuelle Rechenschaftsbericht und – falls dieser älter als acht Monate ist – der aktuelle Halbjahresbericht), welche für den Anleger bei HELLERICH GmbH, der Verwahrstelle, der Verwaltungsgesellschaft und bei der Zahlstelle in Deutschland kostenfrei in deutscher Sprache erhältlich sind. Dem Anleger werden die Verkaufsunterlagen rechtzeitig vor Vertragsabschluss auf Verlangen auch in Papierform ausgehändigt. Hinweise zu Chancen und Risiken des Investmentfonds können dem ausführlichen Verkaufsprospekt entnommen werden. Anteile an dem Fonds dürfen nur in Ländern angeboten werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist und/oder eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde vorliegt. Insbesondere dürfen Anteile dieses Fonds weder innerhalb der USA noch an oder auf Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Dieses Informationsdokument und die in ihm enthaltenen Informationen richtet sich weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA, noch darf es in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes kann darüber hinaus auch in anderen Rechtsordnungen beschränkt sein. Grundlage für die in der Präsentation enthaltenen Tabellen und Grafiken sind, soweit keine Quelle vermerkt ist, eigene Daten der HELLERICH GmbH bzw. Bloomberg.

Diese Unterlagen dürfen ohne vorherige schriftliche Einwilligung der HELLERICH GmbH weder geändert, vervielfältigt noch reproduziert werden.

Bei der Unterlage handelt es sich um eine Marketingmitteilung.



HELLERICH

2016
2017