

Halbjahresbericht 2015



HELLERICH
VERMÖGENSMANAGEMENT



HELLERICH

VERMÖGENSMANAGEMENT

Halbjahresbericht 2015

Schlagzeilen des 1. Halbjahres 2015

Januar

Frankfurter Allgemeine
Finanzen

16.01.2015

30 Dollar für Öl nicht unmöglich

ZEITUNG ONLINE

26.01.2015

Dax trotz Machtwechsel, Kurssturz in Griechenland

Februar

05.02.2015

FINANZ und
WIRTSCHAFT

Negativzinsen für Nestlé-Bonds und
dänische Hausbesitzer

März

10.03.2015

n-tv

Wann kommt die Dollar-Parität?
Euro fällt auf tiefsten Stand seit 12 Jahren

24.03.2015

dpa

Dax-Konzerne schütten Rekord-Dividenden aus

April

30.04.2015 | Handelsblatt

Euro erreicht höchsten Stand seit Februar

Mai

Frankfurter Allgemeine
Finanzen

07.05.2015

Drastischer Kurseinbruch bei Anleihen
drückt Aktienmärkte

| Handelsblatt

13.05.2015

Deutsche Wirtschaft plagt Frühjahrsmüdigkeit

Juni

| Handelsblatt

29.06.2015

„Der Juni 2015 wird zum Juli 1914“

Die Welt schaut auf Athen: Von Finnland über Spanien bis zu den
USA wächst die Sorge, dass die Griechenland-Krise nicht mehr zu
lösen ist.

Inhalt

Rückblick auf die Märkte

6

Rückblick auf unsere Anlagestrategien

9

Konjunkturentwicklung

22

Journal- und Gastbeiträge

Befindet sich China noch auf dem richtigen Pfad?
Ein Interview mit Lilian Co

30

Wahlen eröffnen neue Chance für Argentinien

36

Sachwertaktie: Was ist das eigentlich?

38

Fondsanalyse bei DR. HELLERICH & CO
Einblicke in die quantitative Analyse

40

Rückblick auf die Märkte

Griechenland: Und täglich grüßt das Murmeltier

2015 rückt Europa erneut in den Fokus der internationalen Kapitalmärkte. Zunächst waren es die Nachrichten über das massive Anleihekaufprogramm der EZB, die die Kapitalmärkte bewegten, später die Hiobsbotschaften der näher rückenden Staatspleite Griechenlands. Dadurch traten andere Regionen komplett in den Hintergrund. Die US-Märkte werden bisher von der anstehenden Zinsanhebung gebremst, japanische Aktien dagegen vom Reformoptimismus getrieben.

Die Rentenmärkte erlebten in der ersten Jahreshälfte eine Achterbahnfahrt. So fielen die Renditen angesichts des EZB-Kaufprogramms zunächst auf Rekordtiefs. Im zweiten Quartal kam es dann aber zu einem Rückschlag, der die Zinsen wieder auf das Niveau von Ende 2014 ansteigen ließ. Besonders bemerkenswert war die Entwicklung der chinesischen Aktienbörsen. Nach einem exorbitanten Anstieg brachen die Notierungen zuletzt deutlich ein. Der Euro hat sich nach der Abwärtsbewegung stabilisiert und die Rohstoffpreise (inkl. Gold) blieben unter Druck.

Achterbahnfahrt bei DAX und REX

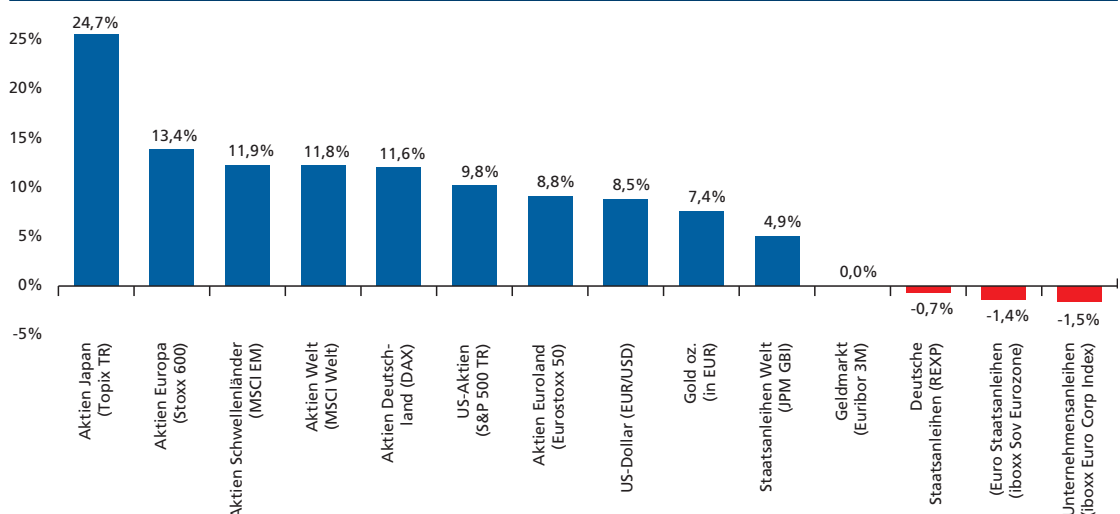
Der Verlauf der ersten Jahreshälfte 2015 weist starke Parallelen zur Situation von vor drei Jahren auf. So verzeichnete der DAX allein im ersten Quartal einen Anstieg um

ab (siehe Grafiken unten und rechts). Im Jahr 2012 war es sogar fast der gesamte Gewinn, der wieder verloren ging.

Auch die Gründe waren nahezu identisch, denn beide Male stellte die EZB die trei-

Hiobsbotschaften aus Griechenland und die EZB-Geldpolitik bestimmten das erste Halbjahr

Wertveränderung verschiedener Anlageklassen im Jahr 2015 in EUR (Stichtag 30.06.2015)



Parallelen im Vergleich zum Jahresverlauf 2012 mehr als deutlich

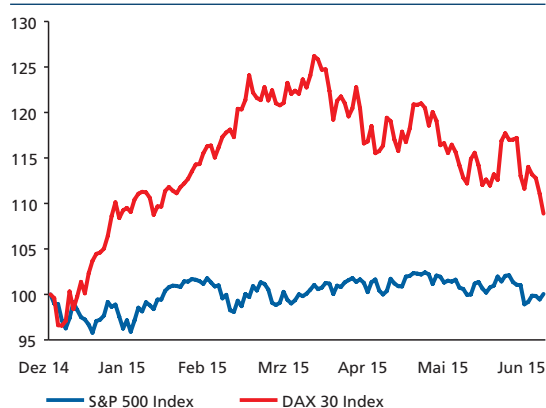
22 Prozent und damit sein stärkstes Jahresanfangsquartal der Geschichte (2012: +18 Prozent). Im zweiten Quartal gab er allerdings über die Hälfte der Gewinne wieder

bende Kraft des Anstiegs dar. 2012 war es der Langfristtender, der Banken eine Refinanzierung unter Minimalzinsen im Volumen von einer Billion Euro ermög-

lichte LTRO-Programm). In diesem Jahr verursachte der Beginn des Anleihekaufprogramms in ähnlicher Größenordnung den Aufschwung. Ähnliches gilt für den Kursrückgang: 2012 war dafür die Euro- und Bankenkrise verantwortlich, in diesem Jahr die Konfrontationspolitik der neuen griechischen Regierung.

An den anderen Aktienmärkten und vor allem bei den Anleihemärkten hören die Parallelen allerdings auf. 2012 vollzogen sich die Bewegungen des DAX weitgehend in Einklang mit den Bewegungen

DAX 30 Index und S&P 500 Index im Vergleich



des US-Marktes, während in diesem Jahr die Kurse von US-Aktien per saldo stagnierten. 2015 kamen die europäischen Märkte also ohne den Rückenwind der USA aus, was durchaus als Zeichen innerer Stärke gedeutet werden kann. Aber auch von den Zinsen erhielten die Aktienmärkte die-

Deutscher Rentenmarkt (Bund Future)



ses Jahr nur kurz Unterstützung. Denn zur Jahresmitte hatte sich der Renditerückgang des Jahresbeginns vollends umgekehrt – anders als in 2012, als rückläufige Renditen die Aktienkurse stützten. Aber gerade durch das positive Zinsumfeld sehen wir in der zweiten Jahreshälfte durchaus wieder Potenzial für Aktien.

EZB erneut in der Schlüsselrolle

Glaubt man einer Wiederholung von Geschichte bzw. Mustern, können Anleger mit Zuversicht in die zweite Jahreshälfte blicken – zumindest, wenn sie auf Europa schauen. Denn so, wie die EZB vor drei Jahren mit der Ankündigung des sogenannten OMT-Kaufprogramms für eine Wende an den Aktienmärkten sorgte, könnte sie auch diesmal in der aktuellen Griechenlandkrise eine Schlüsselrolle spielen.

Sowohl im Fall eines Austritts Griechenlands aus dem Euroraum (Grexit) als auch im Fall eines erneuten Sanierungsversuchs wird die Liquiditätsversorgung im Euroraum von entscheidender Bedeutung sein. Beim Grexitszenario könnte die EZB ihr OMT-Programm reaktivieren, um zu verhindern, dass die Ängste der Anleger auf andere südeuropäische Länder übergreifen. Ohne ein solches Eingreifen würden deren Anleihen einbrechen und die Zinsen nach oben schnellen. Beim Sanierungsszenario dürfte die Liquiditätsversorgung vor allem für die griechische Wirtschaft und die Bankenstabilisierung gefragt sein. In beiden Fällen werden die Renditen niedrig bleiben.

Auch an den außereuropäischen Kapitalmärkten spielen die Notenbanken eine entscheidende Rolle für die Marktbewertung. Insbesondere von der Fed kommen mittlerweile Signale, dass der Pfad für künftige Zinsanhebungen flacher verlaufen wird, als noch zu Jahresbeginn angenommen (s. o.). Aber auch die anderen internationalen Notenbanken werden im weiteren Jahresver-

Bei weiterer Eskalation wird die EZB ihr OMT-Programm reaktivieren



**Perspektiven für
Aktienmärkte im
weiteren Jahres-
verlauf gut**

lauf für ein marktfreundliches Zinsumfeld sorgen. So hat die japanische Notenbank ihr Liquiditätsprogramm noch einmal verlängert, während die Zentralbanken der großen Schwellenländer wie China und Indien auf einen Zinssenkungspfad eingeschwenkt sind.

Daneben haben sich auch die Gewinn-schätzungen weltweit wieder verbessert. Unternehmen und Analysten sind etwas positiver gestimmt. Anlagen in Aktien werden daher, wie in den folgenden Abschnitten näher erläutert, für die nächste Zeit attraktiv bleiben. ●

Rückblick auf unsere Anlagestrategien

Vermögensverwaltung

Dem fulminanten Börsenstart in Europa folgte im Frühjahr eine gewisse Ernüchterung. Die Aktienrallye, die bereits im Oktober letzten Jahres in Fahrt kam, konnte sich noch bis Mitte April fortsetzen. Mit einem Plus von über 25 Prozent vom Jahreswechsel bis zum Markthoch gehörte der deutsche Aktienindex DAX sogar zu den Spitzenreitern. Angetrieben wurde die Hausse durch die Euroschwäche, die von der Europäischen Zentralbank (EZB) mitverursacht wurde. Deren Anleihekaufprogramm sorgte zudem dafür, dass die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen auf fast null Prozent fielen. Insbesondere angelsächsische Anleger richteten ihre Investments wieder stärker auf Europa aus, wobei die exportstarke deutsche Wirtschaft besonders im Fokus stand. Auf breiter Basis sind die Erwartungen für den Euroraum, wie von uns im letzten Jahresbericht prognostiziert, gestiegen. Dies führte zu einem starken Kaufinteresse für die bis dahin relativ günstig bewerteten europäischen Titel.

Ab April kam es dann jedoch sowohl bei den US-Anleihen als auch bei den deutschen Staatsanleihen zu einem abrupten und relativ schnellen Zinsanstieg. Die daraus entstandene Verunsicherung an den Finanzmärkten schickte Anleihen und Aktien gleichermaßen auf Talfahrt. Kurz zuvor waren die Renditen für zehnjährige deutsche Bundesanleihen auf ein Rekordtief von nur noch 0,05 Prozent gefallen und die entsprechenden Kurse der Anleihen stark gestiegen.

Hintergründe für diese Entwicklung waren die aufkommenden Diskussionen über die bevorstehende Leitzinsanhebung in den USA und der „Bankrun“ in Griechenland mit immer größeren Bargeldabhebungen.

Daneben wurde noch eine bedeutsame Aussage von Bill Gross, dem früheren Starfondsmanager bei PIMCO, platziert. In einer Twitter-Nachricht sandte er folgende Botschaft an seine Anhänger: ...10-year German Bunds are the „short of the lifetime“! Übersetzt bedeutet das in etwa: „Auf fallende Kurse der deutschen zehnjährigen Anleihen zu setzen wäre das Geschäft des Lebens.“ Und als hätten die Anleger nur auf einen Auslöser gewartet, stiegen die deutschen Renditen zum ersten Mal seit Jahren sehr stark an. Im Gegenzug verloren die besagten Anleihen über acht Prozent an Wert. Um das über die aktuellen Zinsen von unter einem Prozent wieder aufzuholen, müssten über acht Jahre vergehen. Nicht einmal vom neuen Griechenlanddrama konnten die Bundesanleihen profitieren. Die Diskussionen über weitere Hilfgelder und die dafür zu erfüllenden Reform- und Sparbemühungen setzten dagegen den europäischen Aktienmärkten so zu, dass der DAX Index von seinem Hoch zwischenzeitlich rund 14 Prozent an Wert einbüßte.

Per saldo war beim DAX noch eine Performance von 11,6 Prozent seit Jahresanfang zu verzeichnen. Ohne große Bewegung blieben dagegen die US-Börsen. So notierte der breite S&P 500 Index lediglich mit 0,2 Prozent im Plus. Europäischen Anlegern half jedoch der noch weiter angestiegene US-Dollar, der gegenüber dem Euro 8,5 Prozent zulegte. Die japanischen Aktienbörsen konnten hingegen den positiven Trend wesentlich stabiler fortsetzen. Ohne größere Rückschläge bewegten sich Nikkei und Topix Index weiter nach oben und erzielten rund 17 Prozent Zuwachs. Die japanische Währung Yen konnte nach der letzten Abwertung wieder zulegen, sodass auf Euro-Basis eine Performance von rund 25 Prozent erreicht wurde. ●

Fulminante Börsenrallye wird durch Zinsanstieg und Griechenlandkrise umgekehrt

US-Börsen bewegten sich seitwärts

Japanische Aktien mit hohen Gewinnen

A. Vermögensverwaltung Ausgewogen

Die Einordnung der Mandate in der Vermögensverwaltung mit Einzeltiteln in die drei klassischen Kategorien erfolgt auf der Basis der Risikotragfähigkeit: Ertragsorientiert (bis zu 30 Prozent Aktien), Ausgewogen (bis zu 60 Prozent Aktien) und Dynamisch (bis zu 100 Prozent Aktien). Ein Großteil der bestehenden Mandate wird mit einer ausgewogenen Strategie verwaltet, mit der sich der folgende Bericht beschäftigt.

Wir blicken auf ein turbulentes Halbjahr zurück, in dem sich die Aktien trotz hoher geopolitischer und monetärer Risiken wieder einmal als attraktivste Anlageklasse präsentierten. Im Vergleich dazu sind die Risiken von festverzinslichen Anleihen deutlich gestiegen. Das Renditeniveau war bis Mitte April derart gering, dass der danach folgende Anstieg zum Teil hohe Kursverluste in den langen Laufzeiten verursachte. Besondere Vorsicht war auch in der Entwicklung des Euros gegenüber anderen Fremdwährungen und insbesondere gegenüber dem US-Dollar geboten. Der deutliche Anstieg des US-Dollars seit Jahresbeginn mündete in einer ausgeprägten Seitwärtsbewegung, die von überdurchschnittlich hohen Schwankungen in beide Richtungen gekennzeichnet war. Zudem steht die Zinserhöhung der US-Notenbank Fed auf der Agenda und verursacht höhere Ausschläge im Anleihesegment. Auch der massive Rückgang des DAX hat wieder eindrucksvoll gezeigt, mit welchen Risiken man bei der Aktienanlage rechnen muss.

Die Gewichtung der einzelnen Anlageklassen im Berichtszeitraum stellt sich beispielhaft wie folgt dar: 41 Prozent Einzelaktien, sechs Prozent Aktienfonds, 20 Prozent Anleihen, fünf Prozent Mischfonds. Durchgerechnet ergibt sich eine Aktienquote von knapp 50 Prozent und ein Fremdwährungsanteil von rund 30 Prozent.

Ergebnisanalyse

Die Wertentwicklung der Mandate der Kategorie „Ausgewogen“ liegt im ers-

ten Halbjahr im mittleren einstelligen Prozentbereich. Besonders positiv ist hervorzuheben, dass auf der Anleihe Seite kaum Kursverluste zu verzeichnen waren. Die gute Entwicklung der Aktien sorgte indes für den höchsten positiven Performancebeitrag. Insbesondere profitierten die Portfolios von einer Übergewichtung in Europa. Ein Beispiel für eine Aktie mit einem Kursgewinn im zweistelligen Bereich war der auf Diabetes spezialisierte Pharmakonzern Sanofi. Die Chancen auf eine Zulassung des neuen Cholesterinsenkers von Sanofi sind nach der Zustimmung der amerikanischen Gesundheitsbehörde FDA zu einem Schnellverfahren deutlich gestiegen. Zudem übertrumpfte Sanofi in der Studie mit wesentlich geringeren Nebenwirkungen das Konkurrenzprodukt von Amgen. Als zweites Beispiel sei die niederländische Supermarktkette Ahold genannt. Das Unternehmen war zuletzt nicht nur aufgrund des starken US-Geschäfts ein lohnendes Investment, sondern auch die geplante Fusion mit der belgischen Delhaize bringt das Unternehmen voran. Beide Unternehmen erwirtschaften rund ein Drittel ihres Umsatzes in den USA und steigen nach der Fusion in diesem hart umkämpften Markt zur Nummer 6 auf.

Die US-Aktien in den Depots profitierten im ersten Halbjahr von der Stärke des US-Dollars. Ein Wert, in dem wir schon seit längerer Zeit investiert sind, ist beispielsweise Mondelez. Der Marktführer für Snacks, Kekse (Oreo) und Schokolade (Milka) sowie weltweit die Nummer 2 für Kaffee eignet sich unserer Einschätzung nach als

**US-Dollar-
anstieg mit gro-
ßen Schwankun-
gen**

**Aktienquote der
ausgewogenen
Portfolios bei
knapp 50 %**

langfristiges Basisinvestment. Die einzigen negativen Performancebeiträge leisteten in diesem Halbjahr Nachranganleihen.

Aktuelle Positionierung

Im Umfeld der jüngsten Turbulenzen hielten wir unser Portfolio recht konstant. Im ersten Halbjahr wurden zwei neue US-Dollar-Anleihen aufgenommen, die über eine vergleichsweise attraktivere Rendite verfügen als ihre europäischen Pendants. Der Anteil des US-Dollars erhöhte sich dadurch

leicht. Von der Position in der Siemens-Aktie trennten wir uns indes. Die geplante Neuausrichtung durch Vorstandschef Joe Käser kommt unserer Auffassung nach zu einem ungünstigen Zeitpunkt, und die geplanten Stellenstreichungen sprechen nicht die Sprache einer operativen Erneuerung des Konzerns. Insgesamt stellen wir das Aufbauen neuer Positionen in der jetzigen Marktphase bewusst zurück und planen, erst nach Abflauen der Krise beziehungsweise nach einer ersten Zinserhöhung der Fed neue Engagements einzugehen. ●

Viele Aktien mit hoher Performance

Aufbau neuer Positionen geplant

B. Fonds-Vermögensverwaltung

Investitions- quoten wurden relativ konstant gehalten

Trotz der relativ starken Schwankungen haben wir die Investitionsquoten in den ausgewogenen Portfolios der Fonds-Vermögensverwaltung relativ konstant gehalten. Verkauft wurde jedoch der NN European Equity Opportunity Fund, der einen Fondsmanagerwechsel zu verzeichnen hatte. Die aus unserer Sicht unzureichende Informationspolitik hierzu und die Absicht, uns stärker in deutschen Aktien zu engagieren, bewogen uns zum Verkauf des Fonds. Als Investment für Deutschland haben wir einen Exchange Traded Fund aufgenommen. Der iShares Core DAX Equity spiegelt die Entwicklung des DAX Index kostengünstig wider.

Aktienquote über 50 % angestiegen

Der Kursanstieg über die ersten vier Monate hat unsere Aktienquoten nochmals ansteigen lassen. So liegt nun die über die verschiedenen Fondsarten zusammengesetzte Aktienquote deutlich über 50 Prozent. Hierbei rechnen wir die Aktienquoten aus den Mischfonds und einen gewissen Anteil aus den Wandelanleihenfonds zur Gesamt-Aktienquote hinzu. Wir sind damit entsprechend unserer positiven Einschätzung insbesondere für den Euroraum relativ hoch investiert.

Der Rentenanteil bewegte sich im Bereich von 28 bis 30 Prozent bezogen auf das Gesamtportfolio. Das Segment der Mischfonds (Aktien- und Rentenanlagen) lag bei einem Gewicht von ca. 17 bis 19 Prozent. Der Stabilitätsfaktor im Portfolio – offene Immobilienfonds – war mit etwas über 6,5 Prozent gewichtet und blieb unverändert.

Nur gering in Staatsanleihen der Industrielän- der investiert

Innerhalb der Rentenanlagen sind wir kaum in Staatsanleihen der Industrieländer engagiert. Dadurch konnten wir dem Einbruch bei den Anleihen relativ gelassen zusehen. Innerhalb unseres Portfolios investiert lediglich der Templeton Global Bond Fund in

Länderanleihen. Seine Strategie zielt nicht auf die „klassischen Investitionsländer“. Vielmehr sucht der Manager Michael Hasenstab immer noch aussichtsreichen Investitionen, die oftmals in der Anlegergunst ganz unten liegen. Zu seinen Investments gehören fast immer auch Anleihen aus Schwellenländern. Am stärksten gewichtet ist der Manager gegenwärtig in Anleihen aus Mexiko, Südkorea und Malaysia.

Unsere im Dezember erworbene Position Global Evolution Frontier Markets konnte sich dem schlechten Rentenumfeld entziehen und seit Kauf sogar eine positive Wertentwicklung von fast 3,5 Prozent erreichen. Dieser Fonds investiert ebenfalls weit ab der ausgetretenen Pfade der großen Anleger und engagiert sich speziell im Segment der Staatsanleihen der Frontier Markets. Dazu zählen Länder wie etwa Pakistan, die Mongolei, Ghana oder Bangladesch. In diesen Staaten kann immer noch eine von den internationalen Kapitalströmen relativ unabhängige Rendite erwirtschaftet werden. Diese weniger entwickelten Schwellenländer sind von den Investoren noch nicht so gefragt, aber gerade das macht sie für uns so interessant.

Ergebnisanalyse

In unseren **ausgewogenen Strategien** legen wir Wert auf eine ausbalancierte Zusammenstellung von risikoreicheren und risikoärmeren Investments. Je nach Marktaussichten legen wir mehr Gewicht auf die eine oder andere Seite des Portfolios. Die risikoreicheren und damit auch chancenreicheren Investments können hierbei auf bis zu 60 Prozent ausgebaut werden. In dieser Strategie konnten bis auf den zuletzt erworbenen DAX ETF fast alle Positionen einen positiven oder ausgeglichenen Ergebnisbeitrag erwirtschaften. Den größten

Zuwachs erzielte dabei unser Aktienfonds für China. Der E.I. Sturdza China Panda, der zum Jahreswechsel noch mit fünf Prozent im Minus lag, konnte in diesem Jahr bereits über 25 Prozent zulegen. Die zweitbeste Position im Portfolio war der Metzler European Growth Fund, der etwa 16 Prozent gewinnen konnte. Aufseiten der Rentenfonds liegt erneut der AXA IM US Short Duration (USD) ganz vorne. Über elf Prozent Rendite konnte dieser im ersten Halbjahr erzielen, wobei ein Großteil auf die US-Dollar-Stärke zurückzuführen war. Unser globaler Wandelanleihenfonds stieg über neun Prozent und der europäische über fünf Prozent. Erfreulich entwickelte sich auch wieder unser Wohnimmobilienfonds Wertgrund WohnSelect D, der über 2,8 Prozent zulegen konnte.

Auf der Verliererseite lagen drei Rentenfonds und der DAX ETF, wobei die Performancebeiträge auf das Portfolio betrachtet relativ gering waren (-0,05 bis -0,6 Prozent).

Bei unseren **ertragsorientierten Portfolios** überwiegen grundsätzlich die defensiveren Investments, wie etwa Anleihefonds. Aktienfonds sind hier je nach Zusammensetzung nur etwa halb so stark gewichtet wie bei der ausgewogenen Strategie. Immobilienfonds und Mischfonds setzen wir dagegen mit einem höheren Portfoliogewicht ein. Insgesamt lag der Anteil der defensiven Anlagen bei dieser Strategie (inklusive der Rentenanteile aus den Mischfonds) in der Größenordnung von 75 Prozent. Innerhalb der defensiven Investments setzten wir Fonds ein, die besondere Strategien oder Ausrichtungen verfolgen und nicht bzw. kaum im Segment der klassischen Staatsanleihen vertreten sind. Bei den Ergebnissen der Aktienfondsseite waren ähnliche Beiträge wie bei der ausgewogenen Strategie zu verzeichnen. Zunehmend schwierig gestaltet sich die Performancegenerierung aus den Anleihefonds. Dennoch

konnten wir hier trotz des schlechten Renten Umfelds einen Performancebeitrag von durchschnittlich über einem Prozent erzielen.

Unsere **dynamischen Strategien** zielen auf Anlagen mit höheren Chancen, aber auch Risiken ab. So lagen hier die Aktienquoten im ersten Halbjahr in der Spanne von 58 bis 64 Prozent. Zusätzlich sind noch dynamischere Renten- und Wandelanleihenfonds in die Strategie einbezogen. Währungsrisiken können hier bewusst eingegangen werden. So sind gegenwärtig die US-Dollar-Anlagen höher gewichtet als in den ausgewogenen Portfolios. Um Rückschlüsse für Investitionen zu nutzen, steht uns eine Kassenposition bereit, die wir im Laufe des Jahres noch einsetzen wollen. Bis auf die neu eingegangene DAX-ETF-Position können alle Investments eine positive Entwicklung aufweisen.

Aktuelle Positionierung

Trotz der Unsicherheit über den weiteren Verlauf der „griechischen Tragödie“ lassen wir uns nicht von unserer positiven Einstellung zum Euroraum abbringen. Um noch stärker von der Währungsveränderung (billiger Euro) zu profitieren, haben wir unser Engagement in Deutschland über den DAX ETF ausgebaut (s. o.). Bei einem weiteren Anziehen des Welthandels sollte insbesondere die deutsche Exportindustrie davon profitieren.

Bis auf eine Komponente sprechen weiterhin die von uns bereits im letzten Bericht aufgestellten Argumente für Anlagen in Euroraum-Aktien:

- 1. Günstige Energiepreise als Konjunkturprogramm**
- 2. Gegenüber vielen Handelspartnern deutlich abgewerteter Euro**
- 3. Nachlassende Haushaltskonsolidierung**

Aktienquote in den dynamischen Strategien bis zu 64 %

Höhere US-Dollar-gewichtung

Viele Argumente sprechen für Euro-Aktien



4. Infrastruktur- und Investitionsprogramm der Euroländer

5. Moderate Bewertung der europäischen Aktienmärkte (dies gilt nur noch eingeschränkt)

6. Anleihekaufprogramm der EZB

Auch Asien sehen wir nach wie vor positiv, wenngleich insbesondere die chinesischen Märkte bereits weit gelaufen sind.

Bei den Inlandsaktien ist sicherlich eine Übertreibung festzustellen. Dies gilt aber nicht bei den in Hongkong notierten chinesischen Aktien, in denen wir investiert sind. Zur Entwicklung in China haben wir ein Interview mit Lilian Co, einer renommierten Expertin und ausgezeichneten Fondsmanagerin für China, geführt. Dieses können Sie auf den folgenden Seiten nachlesen. ●

C. Investmentfonds – Rückblick

HELLERICH Global Flexibel

Im ersten Halbjahr erzielte der HELLERICH Global Flexibel einen Wertzuwachs von 5,3 Prozent (Anteilsklasse B). Die ausgewogene Portfoliostruktur führte insbesondere in der turbulenten Phase zwischen April und Juni zu einer vergleichsweise stabilen Entwicklung des Fondspreises.

Ergebnisanalyse

Den höchsten Wertzuwachs erreichten unsere europäischen Aktienpositionen, darunter die ING Group, Huhtamäki und Atlas Copco. Darüber hinaus erzielten auch die diversifizierten Aktienfonds sehr gute Ergebnisse. Allen voran der E.I. Sturdza China Panda und der OP MEDICAL BioHealth-Trends. Das Anleihesegment geriet ab Mitte April verstärkt unter Druck. Dennoch verzeichnete seit Jahresbeginn kaum eine der im Portfolio enthaltenen Anleihepositionen einen Rückgang. Eine dieser wenigen Ausnahmen war die Nachranganleihe der IKB, die gleichzeitig den höchsten negativen Performancebeitrag lieferte. Die Ent-

wicklung der Fremdwährungen war ein wesentlicher Einflussfaktor auf die Ergebnisse im ersten Halbjahr. Hiervon profitierte der Fonds mit den US-Dollar-Anlagen sowohl auf der Aktien- als auch auf der Anleihe-seite.

Der Rückgang im Aktien- und Anleihe-segment begann Mitte April, ausgelöst durch die Eskalation der Schuldenkrise in Griechenland. In dieser Zeit verzeichnete der Fonds zwar auch einen Rückgang, jedoch von nur sehr geringem Ausmaß.

Aktuelle Positionierung

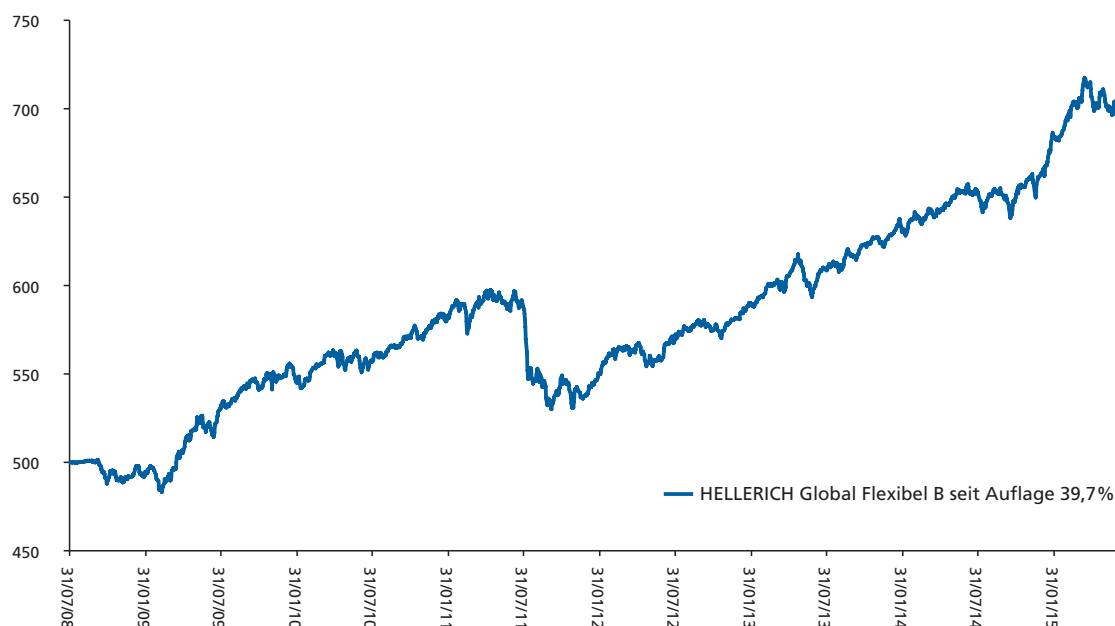
Im Zuge des deutlichen Kursanstiegs der

Währungen als wichtiger Einflussfaktor

Europäische Aktien mit hohen Wertzuwächsen

HELLERICH Global Flexibel B

Wertentwicklung in % per 30.06.2015 (nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



Abwartende Haltung bei Neu-Investments

Aktien in den ersten Monaten dieses Jahres realisierten wir bei einigen Einzelaktien Gewinne und reduzierten folglich die Aktienquote. Zusätzlich wurde mit dem Verkauf des Schroder Asian Total Return die Gewichtung in Asien verringert. Neuaufnahmen tätigten wir im Anleihebereich, bei gleichzeitiger Absicherung, als Ersatz

für eine risikoarme Anlage. Für Anleihen und Aktien sehen wir derzeit erhöhtes Risikopotenzial und warten mit dem Einstieg in neue Positionen ab. Das bestehende Portfolio ist per Stichtag wie folgt allokiert: Aktien und Aktienfonds 43 Prozent, Mischfonds fünf Prozent, Immobilienfonds fünf Prozent, Renten und Rentenfonds sowie Liquidität 47 Prozent.

HELLERICH Global Flexibel B

Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen

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 - 30.06.2009 Rumpffjahr (Fondsauflage)	4,4%							
30.06.2009 - 30.06.2010	6,8%							
30.06.2010 - 30.06.2011	5,6%							
30.06.2011 - 30.06.2012	-5,1%							
30.06.2012 - 30.06.2013	6,9%							
30.06.2013 - 30.06.2014	9,2%							
30.06.2014 - 30.06.2015	7,1%							
Wertentwicklung in Kalenderjahren								
seit Aufl.	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	*2008
39,7%	5,3%	5,5%	8,1%	8,2%	-7,4%	5,7%	11,5%	-1,4%
Volatilität								3,9%
Maximum Drawdown								-11,3%

* Rumpfgeschäftsjahr ab 01.08.2008

Kunden der DR. HELLERICH & CO GmbH zahlen keinen Ausgabeaufschlag.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Diese ist nicht prognostizierbar.

Es können für die Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern.

Datenquelle für Fondspreise ist die Union Investment Financial Services S.A. Die DR. HELLERICH & CO GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.

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%							5,30%

*Auflagezeitpunkt: 01.08.2008; Anteilsklasse B

Datenquelle: Bloomberg, Union Investment Financial Services S.A.

HELLERICH WM Sachwertaktien

Im ersten Halbjahr des neuen Jahres erzielte der HELLERICH WM Sachwertaktien eine Wertentwicklung von 10,8 Prozent (Anteilsklasse B). Ein wesentlicher Teil des Anstiegs vollzog sich bereits im Januar mit der bis dato höchsten Monatsperformance seit Auflage des Fonds.

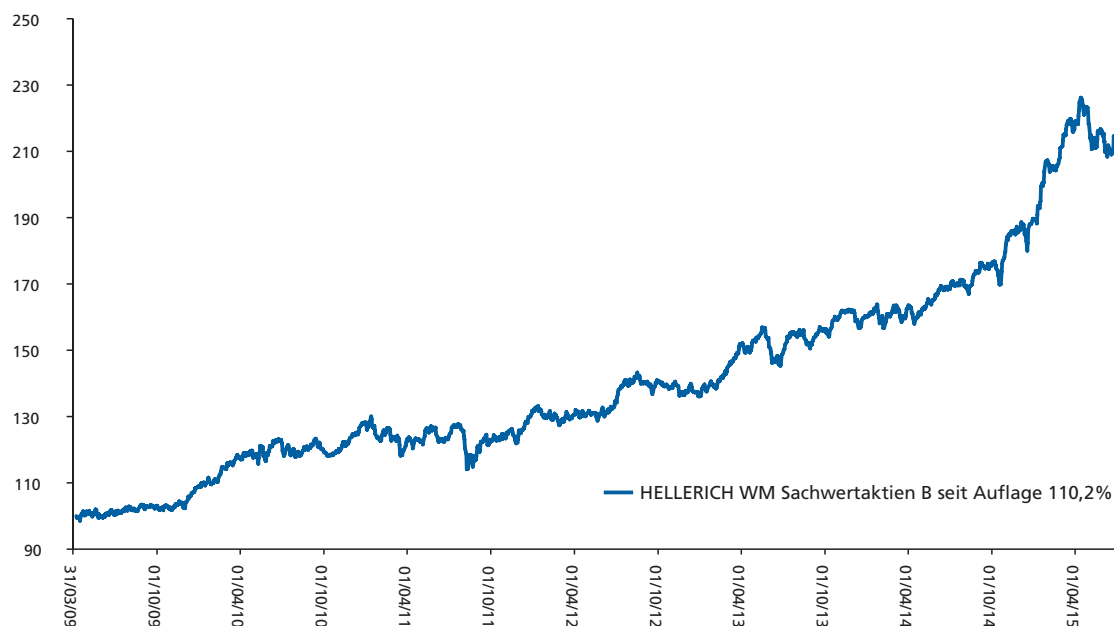
Das Jahr begann mit einem fulminanten Anstieg der Aktienmärkte. Insbesondere europäische und japanische Werte legten bereits im Januar teils zweistellig zu. Ein zusätzlich positiver Performancebeitrag wurde durch den Anstieg der Fremdwährungen erzielt. Mit Ausnahme des neuseeländischen Dollars und des brasilianischen Reals gewannen die wichtigsten Fremdwährungen im Berichtszeitraum gegenüber dem Euro signifikant an Wert. Der Schweizer Franken führt dabei die Liste an, aber auch der US-Dollar und das britische Pfund waren gefragt. Die Eskalation der Schuldenkrise in Griechenland sowie die erwartete Erhöhung der Zinsen in den USA führten im weiteren Verlauf des ersten Halbjahres jedoch zu größeren Rückschlägen.

Über den Gesamtzeitraum erzielten japanische Aktien den höchsten Wertzuwachs, während andere asiatische Werte tendenziell enttäuschten. Zudem war eine gesteigerte Übernahmeaktivität zu beobachten. Gleich drei Übernahmen bzw. Zusammenschlüsse von Unternehmen unseres Portfolios fanden im ersten Halbjahr statt. Diese führten ausnahmslos zu deutlichen Kursgewinnen. Ein Beispiel hierfür war das Übernahmeangebot des US-Pharmariesen Pfizer für Hospira. Das Angebot bewertete Hospira mit einem Aufschlag von mehr als 30 Prozent. Im Gegensatz hierzu verzeichneten einige US-Versorger höhere Kursrückgänge, da sie aufgrund ihrer Eigenschaft als Alternative zu festverzinslichen Anleihen angesichts einer Zinssteigerung an relativer Attraktivität verloren.

Mehrere Übernahmen führten zu deutlichen Kursgewinnen

HELLERICH WM Sachwertaktien B

Wertentwicklung in % per 30.06.2015 (nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



Nahrungsmittelbranche am stärksten gewichtet

Per Stichtag ist das Portfolio zu rund 30 Prozent in US-Aktien und zu 20 Prozent in japanischen Aktien investiert. Die weitere Aufteilung des Fondsvermögens ist über viele Länder breit gestreut. Dabei stellen Unternehmen aus der Branche Nahrungsmittel den höchsten Anteil. Die internati-

onale Diversifikation und die Titelauswahl haben sich gerade im jüngsten Marktrückgang erneut bewährt. Auch die Orientierung an möglichst stabilen Geschäftsmodellen und bilanziell gut aufgestellten Unternehmen bleibt das Erfolgsrezept der Sachwertaktien-Strategie.

HELLERICH WM Sachwertaktien B

Wertentwicklung in 12 Monats-Zeiträumen							
Zeitraum							Wert
Am Tag der Anlage bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,0%) / Kaufspesen (ca. 0,2%) ggf. bis zu							-5,2%
07.04.2009 - 30.06.2009							0,7%
30.06.2009 - 30.06.2010							21,3%
30.06.2010 - 30.06.2011							1,2%
30.06.2011 - 30.06.2012							9,0%
30.06.2012 - 30.06.2013							10,3%
30.06.2013 - 30.06.2014							13,4%
30.06.2014 - 30.06.2015							24,7%
Wertentwicklung in Kalenderjahren							
seit Aufl.	2015	2014	2013	2012	2011	2010	*2009
110,2%	10,8%	18,4%	17,7%	3,3%	2,8%	17,7%	9,0%
Volatilität							9,0%
Maximum Drawdown							-12,3%

* Rumpfgeschäftsjahr ab 07.04.2009

Kunden der DR. HELLERICH & CO GmbH zahlen keinen Ausgabeaufschlag.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Diese ist nicht prognostizierbar.

Es können für die Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern.

Datenquelle für Fondspreise ist die Hauck & Aufhäuser Investment Gesellschaft S.A. Die DR. HELLERICH & CO GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.

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%							10,82%

*Auflagetag: 07.04.2009; Anteilsklasse B

Datenquelle: Bloomberg, Hauck & Aufhäuser Investment Gesellschaft S.A.

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR

Der Prince Street Emerging Markets Flexible EUR konnte das erste Halbjahr 2015 mit einem Plus von 3,74 Prozent abschließen. In diesem Zeitraum verzeichnete der MSCI Emerging Markets Index einen Zuwachs von 1,67 Prozent. Der auf kleinere und noch weniger entwickelte Länder konzentrierte MSCI Frontier Markets Index musste dagegen einen Verlust von 5,59 Prozent hinnehmen (jeweils in US-Dollar). Wie auch schon in der Vergangenheit konnte der Fonds seine Wertsteigerung unter deutlich geringeren Schwankungen und niedrigeren vorübergehenden Verlusten als seine Referenzindizes erzielen.

Wie Fondsmanager David Halpert bereits im Halbjahresbericht des Prince Street Emerging Markets Flexible EUR per 31.12.2014 erwartet hatte, konnten die chinesischen Aktienmärkte eine Trendwende vollziehen. Unternehmen aus China und Hongkong stellten daher von Januar bis Ende Juni 2015 das größte Gewicht im Fonds dar. Die Positionen wurden von 14,75 Prozent am Jahresanfang auf in der Spitze 19,76 Prozent (Ende Mai) erhöht. Zum Ende des ersten Halbjahres waren Aktien aus China und Hongkong noch mit 15,44 Prozent im Portfolio gewichtet, da der Manager diese be-

reits im Vorfeld der jüngsten Kursrückgänge wieder reduzierte. Auch war der Fonds von den Verlusten chinesischer Festlandaktien (A-Aktien) nicht direkt betroffen, da die Fondspositionen H-Aktien sind, die an der Hongkonger Börse notieren. Diese hatten sich wesentlich stabiler entwickelt als A-Aktien.

Neben China zählten im ersten Halbjahr 2015 indische Unternehmen zu Halperts Favoriten. Die Gewichtung wurde jedoch von 10,9 Prozent im Januar auf 5,27 Prozent Ende Juni verringert. Der Fondsmanager

**Hohe China-
gewichtung
wurde abgebaut**

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR

Wertentwicklung in % per 30.06.2015 (nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)





**Manager
schwenkte von
den kleineren
Frontier-Märkten
zu den größeren
Schwellenländern**

ist weiterhin von der positiven Entwicklung der indischen Volkswirtschaft überzeugt. Der im Mai 2014 gewählte Premierminister Narendra Modi müsse aber erst noch zeigen, dass er seine Wahlversprechen auch umsetzen könne und dass er die von den Märkten gewährten Vorschusslorbeeren auch verdiene.

Nachdem in früheren Jahren kleinere Frontier Markets im Fokus des Managers standen, sieht Halpert seit 2014 wieder mehr Potenzial bei den größeren Schwellenländern. Wenngleich einige Frontier Markets wie zum Beispiel Pakistan besondere Chancen bieten, erscheinen ihm die etablierten Märkte en gros aussichtsreicher. Auch nach Meinung vieler Experten sollte der seit Sommer letzten Jahres stark gefallene Ölpreis einigen (vorrangig asiatischen) Schwellenländern zugutekommen, da sich dadurch deren Importkosten deutlich verringern.

Bei Betrachtung der Performancebeiträge lieferten die Investments aus China und Hongkong die positivsten Beiträge. Angeführt wurde die Gewinnerliste dabei vom Versicherungs- und Brokersektor sowie von Technologieunternehmen. Negative

Performancebeiträge im ersten Halbjahr stammten aus der Absicherung bestehender US-Dollar-Positionen zum Euro. Daneben schlugen auch mexikanische, türkische und koreanische Aktien negativ zu Buche.

Die Aktienquote betrug zum Jahreswechsel 53,1 Prozent und lag in der Spitze bei 65,3 Prozent (Ende Februar). Zum Ende des Halbjahres ist der Fonds mit 58,7 Prozent in Aktien investiert. Seit Januar wird dem Portfolio wieder eine Gold-Position beigegeben, die über das XETRA-Gold ETC abgedeckt wird. Hierbei handelt es sich aber lediglich um eine kleine Position, die dem Fondsmanager dazu dient, das Portfolio gegen die ultralockere Notenbankpolitik und unerwartete Risiken („Tail Risks“) abzusichern.

Die Aussicht auf eine mögliche Zinserhöhung in den USA wird in den nächsten Monaten die Entwicklung der Aktien und Anleihen aus den Schwellenländern bestimmen. Fondsmanager David Halpert wird dies sehr genau verfolgen, findet in seinem breiten Anlageuniversum jedoch weiterhin interessante Investmentmöglichkeiten.

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR

Wertentwicklung in 12 Monats-Zeiträumen							
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							-5,2%
Am Tag der Anlage (ab 08.01.2013) bei Zahlung von Bankspesen „negative Wertentwicklung“ in Höhe der Bankspesen							
17.07.2009 - 30.06.2010 Rumpffjahr (Fondsaufgabe)							17,4%
30.06.2010 - 30.06.2011							8,3%
30.06.2011 - 30.06.2012							-1,5%
30.06.2012 - 30.06.2013							11,1%
30.06.2013 - 30.06.2014							9,8%
30.06.2014 - 30.06.2015							4,6%
Wertentwicklung in Kalenderjahren							
seit Aufl.	2015	2014	2013	2012	2011	2010	*2009
60,0%	3,7%	6,8%	8,2%	9,9%	-8,2%	19,3%	10,9%
Volatilität							8,8%
Maximum Drawdown							-11,2%

* Auflagedatum von Prince Street Emerging Markets Flexible EUR: 17. Juli 2009

Kunden der DR. HELLERICH & CO GmbH zahlen keinen Ausgabeaufschlag.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Diese ist nicht prognostizierbar.

Es können für die Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern.

Datenquelle für Fondspreise ist die Union Investment Financial Services S.A. Die DR. HELLERICH & CO GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.

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%							3,74%

*Auflagetag: 17.07.2009

Datenquelle: Bloomberg, Union Investment Financial Services S.A.

Konjunkturentwicklung

Expansive Geldpolitik – mäßiges Wirtschaftswachstum

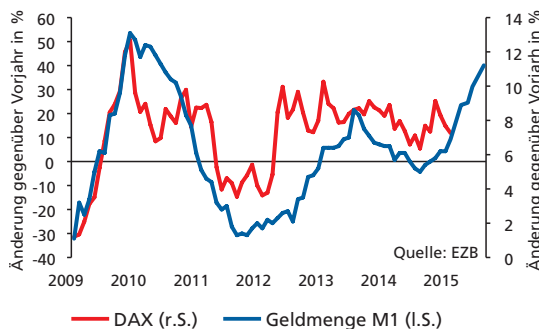
„EZB treibt DAX zu neuen Rekorden“ (manager magazin, 22.1.2015). Ausgelöst wurde diese Rallye durch den Start des Anleihekaufprogramms der EZB, das in der ersten Jahreshälfte insbesondere für die europäischen Aktienmärkte eine Triebfeder war. Demgegenüber erholte sich das Wirtschaftswachstum erst im Verlauf des zweiten Quartals wieder.

Deflationsbekämpfung führte zu stark steigenden Aktienkursen

Märkte folgen der Geldmengenentwicklung oft mit 6 Monaten Verzögerung (siehe Grafik)

Die Entwicklung an den Kapitalmärkten war im ersten Halbjahr von zwei Phasen geprägt, der Optimismus- und Anstiegsphase und der Verunsicherungs- und Korrekturphase. Die Anstiegsphase wurde in Europa vor allem durch die Europäische Zentralbank (EZB) ausgelöst. So hatte die EZB im Januar angekündigt, die Deflationsgefahr mit einer massiven Geldmengenausweitung zu bekämpfen.

Euroraum – Geldmenge treibt Aktienkurse (rollierende 12-Monatsveränderung)



Für insgesamt 1.100 Milliarden Euro werden nun bis zum Herbst 2016 kontinuierlich Anleihen aus dem Euroraum aufgekauft und damit Liquidität in den Markt geschleust. In diesem Zusammenhang fielen die Kapitalmarktzinsen für Laufzeiten bis zu sieben Jahren sogar ins Negative. Anleihen und Aktien stiegen in diesem Zeitraum ungewöhnlich stark an und der Euro verlor gegenüber dem US-Dollar deutlich an Wert. Die meisten Jahresendprognosen der verschiedenen Analysehäuser wurden so bereits im April übertroffen.

Negativzinsen bei Bundesanleihen

Konjunkturrell betrachtet war das erste Quartal zu dieser Zeit aber bereits in eine Schwächephase übergegangen. Die deutsche Wirtschaft konnte nur noch um 0,3 Prozent zulegen und die US-Wirtschaft fiel sogar in die Stagnation zurück.

Im zweiten Quartal drehten sich dann die Vorzeichen um. Während die Konjunktur in fast allen Regionen wieder Fahrt aufnahm, begannen die Aktien- und die Rentenmärkte eine ausgeprägte Talfahrt. Einer der Auslöser waren die Nachverhandlungen über das Hilfspaket für Griechenland. Das griechische Taktieren und die Reaktionen auf die immer wieder veränderten Vorschläge der griechischen Regierung schürten zusehends Unsicherheit hinsichtlich der Stabilität des Euroraums. Später wurden auch wieder vermehrt die Folgen eines Austritts der Griechen aus dem Euro diskutiert. Im Vergleich zur Situation von vor vier Jahren, als die ersten Hilfspakete geschnürt werden mussten, fiel die Reaktion der Börsen jedoch deutlich verhaltener aus.

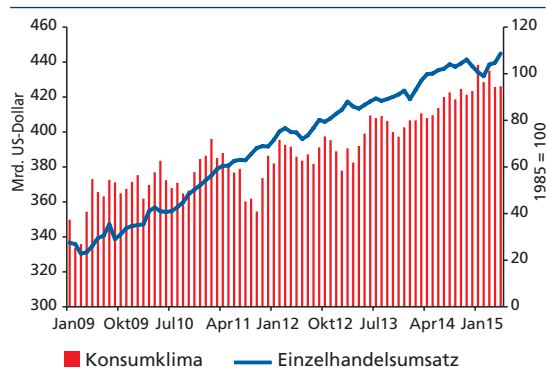
USA: auf Erholungskurs

Sechs Monate war in den USA eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums zu verzeichnen. Auf's Jahr hochgerechnet liegt die Rate sogar im negativen Bereich. Für das gerade abgelaufene zweite Quartal ist jedoch mit einer Wende zu rechnen. Dies zeigt sich nicht nur in einer Belebung der Verbrauchernachfrage, sondern auch am Immobilienmarkt. Im Frühjahrsquartal leg-

te die Zahl der Beschäftigten mit 250.000 im Monatsdurchschnitt wieder stärker zu als im Vorquartal, was zu einem kräftigen Anstieg des privaten Verbrauchs führte. Besonders schwungvoll entwickelte sich der Immobilienmarkt. So erhöhte sich der Absatz von Bestandsimmobilien um vier Prozent im Vergleich zum ersten Quartal, was auch die Bautätigkeit voranbrachte.

Lediglich die Industrieproduktion verharrete im zweiten Quartal noch in einer gewissen Lethargie. Diese sollte sich in den kommenden Monaten jedoch wieder ändern, da sich der Konsum weiter belebt und der Druck auf die Fracking-Industrie bereits nachlässt. Alles in allem belegen die aktuellen Zahlen,

US-Konsum nach Delle wieder aufwärts

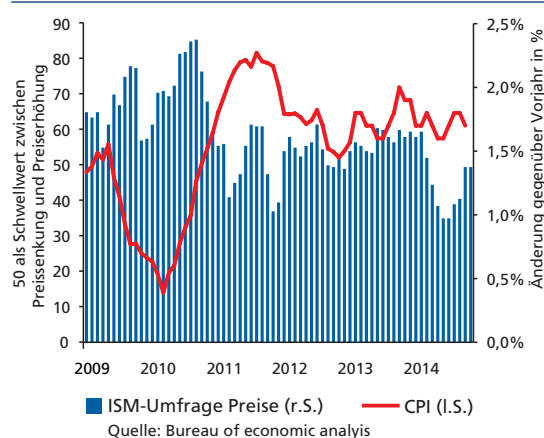


dass der Konjunkturmotor in den USA wieder „rundläuft“. Für das zweite Quartal liegen die Analystenprognosen derzeit bei einem Wachstum von 2,8 Prozent aufs Jahr hochgerechnet. Vorausgesetzt, es kommt nicht zu negativen Außeneinflüssen, z. B. in Verbindung mit der Griechenlandkrise, dürfte sich die Dynamik in den folgenden Quartalen noch weiter erhöhen.

Mit der höheren Nachfrage steigt nun auch die Chance für Unternehmen, Preiserhöhungen durchzusetzen. Trotz des Energiepreisverfalls lag das allgemeine Preisniveau im Mai wieder höher als im Vorjahr. Rechnet man die Energiepreise heraus, liegt die Inflationsrate mit 1,7 Prozent wieder klar im positiven Bereich. Da gleichzeitig die Löhne

wieder anziehen, bereitet sich die Notenbank Fed nun darauf vor, die Leitzinsen anzuheben. Zum einen besteht nach mehr als sechs Jahren Nullzinspolitik die Gefahr, dass die reichlich vorhandenen Ressourcen von der Wirtschaft unbedacht eingesetzt werden (Stichwort: Fehlinvestitionen). Zum anderen möchte die Notenbank einer höheren Inflation vorbeugen.

USA – Umfragen zeigen Preisdruck



Preise dürften steigen

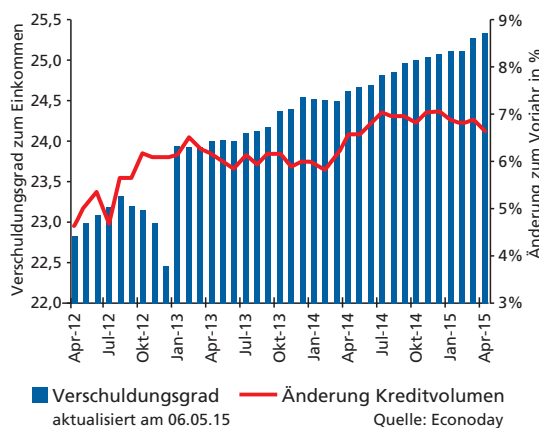
Die meisten Mitglieder des Offenmarktausschusses, des obersten Entscheidungsgremiums der Fed, plädieren für eine Zinsanhebung bereits im Herbst.

Zwar scheinen einige Mitglieder der Fed durch die jüngste Konjunkturschwäche verunsichert zu sein. Es spricht jedoch einiges dafür, dass die Gründe für die Schwäche eher in Sonderfaktoren zu suchen und deshalb als vorübergehend zu betrachten sind. Zum einen hat der Verfall der Rohölpreise in den vergangenen Monaten zu einer Verschiebung von Explorationsvorhaben geführt. Über die entsprechenden Lieferverflechtungen hat dies Nachfrage und Produktion in anderen Industriezweigen gedrückt. Die Steigerung der Produktivität der Fracking-Industrie hat inzwischen jedoch dazu geführt, dass die Gewinnschwelle für die meisten Unternehmen auch auf dem reduzierten Ölpreisniveau wieder erreicht wird. Zum anderen hat sich das Auslaufen des Anleihekaufprogramms

Die Gründe für die jüngste Konjunkturschwäche sind als vorübergehend zu betrachten

negativ auf die Gewinnsituation und damit die Aktivität im Bankensektor ausgewirkt. Geht man davon aus, dass die Anpassung nun weitgehend abgeschlossen ist, könnte dies schon bald wieder zu verstärkter Kreditvergabe aufseiten der Banken führen.

Konsumentenkredite



US-Wachstum wird sich wieder beschleunigen

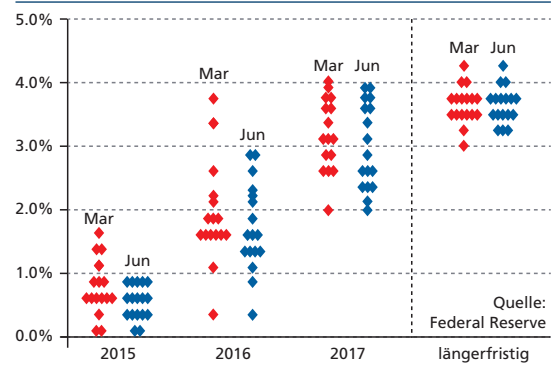
Für den kurzfristigen Konjunktur- und Zinsausblick lässt sich konstatieren, dass die Vorzeichen wieder nach oben weisen. Wichtiger für die langfristig orientierten Anleger ist hingegen die Frage, mit welcher Taktung die Zinsanhebungen vorstattengehen und vor allem wie weit letztendlich die Leitzinsen angehoben werden. Hier scheint sich, nicht zuletzt unter dem Eindruck der jüngsten Konjunkturschwäche, unter den Notenbankern eine deutliche Ernüchterung eingestellt zu haben. Hielt man Ende letzten Jahres noch ein Wirtschaftswachstum von drei Prozent in diesem und im kommenden Jahr erreichbar, hat die Notenbank ihre Prognose für 2015 auf zwei Prozent und für 2016 auf 2,5 Prozent reduziert. Die Hintergründe dafür sind vor allem die Erwartung eines niedrigeren globalen Wachstums, aber auch niedrigere inländische Investitionen.

Langfristig hat die Bereitschaft zu Zinserhöhungen nachgelassen

Entsprechend hat bei den meisten Mitgliedern des Offenmarktausschusses langfristig die Bereitschaft, für Zinserhöhungen zu stimmen, nachgelassen. Für Ende dieses Jahres erwartet die Mehrheit ein Leitzinsni-

veau von unter einem Prozent. Auch Ende 2016 sollen die Zinsen allenfalls bei zwei Prozent liegen und selbst für 2017 spiegelt der Konsens nun ein Zinsniveau von nur drei Prozent wider. In den 1990er-Jahren war dies eher die Untergrenze im Zinszyklus.

US-Offenmarktausschuss - Zinserwartungen



Entsprechend haben die Kapitalmärkte inzwischen auch die Erwartungen für die Renditen langfristiger Papiere nach unten und die Aktienkurse eher nach oben revidiert.

Ein beträchtliches Risiko bei einem solchen Szenario sehen wir allerdings in einem unerwarteten Anziehen der Inflation. Davon gehen gegenwärtig weder Anleger noch die Fed selbst aus. Umso mehr könnte eine solche Entwicklung zu heftigen Reaktionen – vor allem bei den Zinsen – führen.

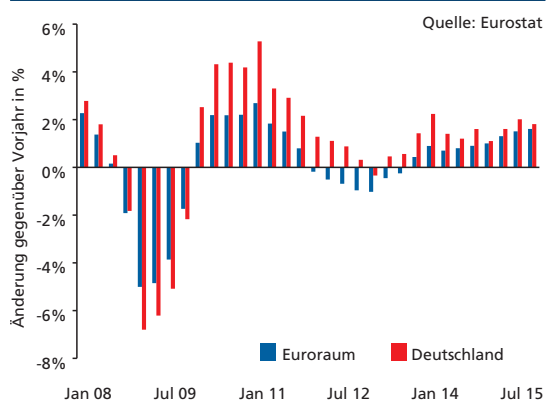
Euroraum – Süden schließt auf

Wie von uns erwartet hat die politische und wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum in diesem Jahr deutlich an Dynamik gewonnen. Auch die Konjunkturtendenz selbst gibt nach einer jahrelangen Schwächephase wieder Anlass zu einem gewissen Optimismus.

Mit einem Zuwachs von rund 1,5 Prozent aufs Jahr gerechnet konnte das BIP-Wachstum in der ersten Jahreshälfte wieder an die Werte von 2011, d. h. vor der Zuspit-

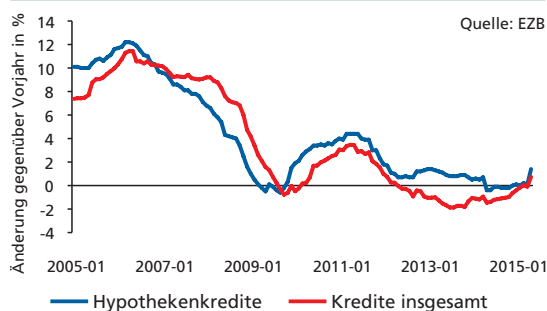
zung der Eurokrise, anknüpfen. Für das Gesamtjahr 2015 erwarten wir ebenfalls ein

Wachstum – Euroraum schließt zu Deutschland auf



Wirtschaftswachstum von 1,5 Prozent. Anders als in den letzten Jahren hat sich das Wachstum in den einzelnen Ländern wieder angenähert. Lediglich die Wachstumstreiber waren von Land zu Land verschieden. In Deutschland, Frankreich und Spanien war es vor allem der private Verbrauch, der durch den Abbau der Arbeitslosigkeit wieder anzog. In Italien verzeichneten die Investitionen einen deutlichen Zuwachs. Auch die Immobiliennachfrage legte, bedingt durch die niedrigen Hypothekenzinsen, in letzter Zeit in den meisten Ländern deutlich zu. Dies wird im Volumen der Hypothekenkredite deutlich, das sich nach Jahren des Rückgangs zuletzt (Mai) wieder ausweitete.

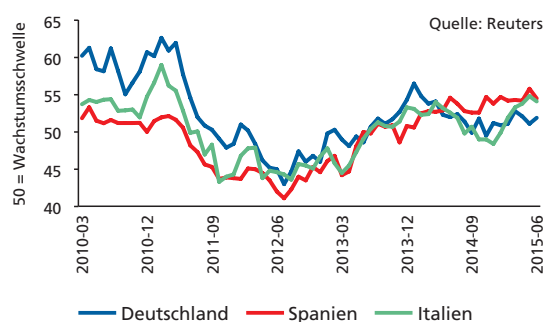
Euroraum – Kreditvergabe zieht wieder an



Angesichts des schwächeren Euros und der damit verbundenen Verbilligung europäi-

scher Waren im Ausland dürften die Exporte in den kommenden Monaten ebenfalls weiter anziehen. Die Besserung der wirtschaftlichen Lage ist nicht zuletzt in der Zuversicht der Unternehmen erkennbar. So befindet sich der Markit Einkaufsmanagerindex (PMI) auf dem höchsten Stand seit Mitte 2011. Dies ist besonders mit Blick auf den anhaltenden politischen Konflikt mit Griechenland beachtlich. Es zeigt, wie grundlegend sich die politische und wirtschaftliche Lage im Euroraum in den letzten Jahren zum Besseren gewandelt hat.

Einkaufsmanagerindizes im Euroraum – der Süden holt auf



Die Tragweite des Wandels im Euroraum lässt sich vor allem an drei Faktoren festmachen: der EZB-Politik, der Fiskalpolitik und den Strukturreformen. Mit ihrem groß angelegten Ankaufprogramm, mit dem die EZB den Banken monatlich Liquidität in Höhe von über 60 Milliarden Euro zuführt, hat sie nicht nur die gesamte Zinslandschaft auf den Kopf gestellt (s. u.), sondern unternimmt nun auch Konjunkturpolitik. Die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen in Italien und Spanien lagen zum Berichtszeitpunkt bei 2,4 Prozent; im Tief waren sie sogar auf ein Prozent gefallen. Für diese künstlich gedrückten Zinsen wird die EZB aktuell vor allem von deutscher Seite heftig kritisiert. Der Sparkassen- und Giroverband spricht sogar von einer Enteignung der Sparer und die Bundesbank sieht beachtliche Risiken der Blasenbildung.

In wichtigen Euroraumländern zieht der private Verbrauch wieder an

Gefallener Eurokurs stärkt Exporte

EZB betreibt Konjunkturpolitik



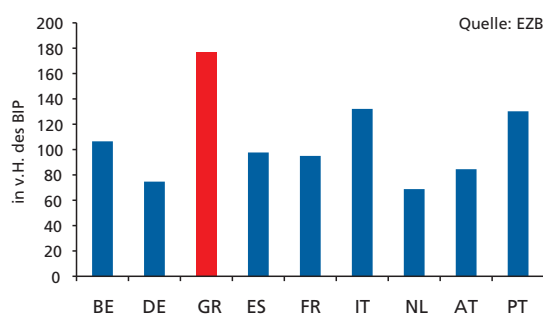
Positiv ist dabei jedoch, dass der Zinsrückgang nun auch auf die reale Wirtschaft durchzuschlagen beginnt. Dies wiederum ist durchaus im Interesse deutscher Unternehmen, die vor allem indirekt von der konjunkturellen Belebung im Euroraum profitieren. Denn die niedrigen Renditen für Staatspapiere übertragen sich auf die Privatkredite. Dies hat vor allem in Spanien wieder zu einer kräftigen Belebung der Immobiliennachfrage geführt.

Anleihekaufprogramm der EZB

Kaufprogramm	Monatlich	Summe per 03.07.15
Staatsanleihen	51	205
Pfandbriefe	10	96
Verbriefungen	2	9
Total	63	310

Damit die Liquidität aber schließlich in der Wirtschaft ankommt, müssen die Banken auch wieder in der Lage sein, verstärkt Kredite zu vergeben. Hier zeigen sich derzeit noch beträchtliche Unterschiede zwischen Ländern wie Deutschland und Italien. Während in Deutschland die vom ifo Institut ermittelte Kreditürde aktuell auf einem historischen Tief liegt, stehen viele Banken in Italien derzeit noch auf der „Kreditbremse“. Grund hierfür ist der mit 16 Prozent hohe Anteil an Kreditausfällen. Dies erfordert hohe Wertberichtigungen und hemmt damit die Ausgabe von Neukrediten. Deshalb hat die Regierung nun die gesetzliche Grundlage für Bankenfusionen verbessert.

Schuldenstand öffentlicher Haushalte im Euroraum: Ausreißer Griechenland



Sie hofft, mit einer dadurch möglichen Strukturbereinigung auch die Kreditvergabe anregen zu können.

Auch in der Fiskalpolitik zeichnet sich gerade im Gefolge der Griechenlandkrise eine stärkere europäische Ausrichtung ab. Vordergründig ist durch die Krise die bisher erreichte Integration des Euroraums infrage zu stellen. Denn mit ihrer Strategie des Verhandlungspokers hat sich die griechische Regierung über europäische Vereinbarungen hinweggesetzt und letztlich den Zusammenhalt der Gläubiger getestet.

Mit dem Referendum am 5. Juli hat die Regierung zu ihrem letzten Mittel gegriffen und die Bevölkerung für ihre Position mobilisiert. Mit dem Nein-Votum wurden die Gläubiger-Vorschläge klar abgelehnt. Dennoch ist es zum Berichtszeitpunkt eher unwahrscheinlich, dass die Gläubiger auf die ökonomisch nicht haltbare Position der griechischen Regierung eingehen werden. Plausibler erscheint dagegen folgendes Szenario: Die Entscheidung, ob Griechenland in der Währungsunion verbleibt oder den Euro verlässt, wird weiter hinausgeschoben. Die Kapitalverkehrskontrollen werden beibehalten und die Rückzahlungen ausgesetzt. Auf diese Weise bleibt Griechenland bis zur endgültigen Entscheidung über seine künftige wirtschaftliche Ausrichtung vom Euroraum abgekoppelt. Das Referendum ändert aber nichts an der Tatsache, dass Griechenland wohl oder übel die Wirtschaftsprinzipien der Eurozone akzeptieren muss, wenn es Teil dieser Gemeinschaft bleiben will.

Diesen europäischen Prinzipien in der Wirtschafts- und Fiskalpolitik mehr Gewicht zu geben, dient ein Dokument, das die Spitzen der EU am 20. Juni veröffentlicht haben. Der Plan der fünf Vertreter von EU-Institutionen, darunter Draghi von der EZB und Juncker von der EU-Kommission, sieht u. a. vor, dass das EU-Parlament künftig eine

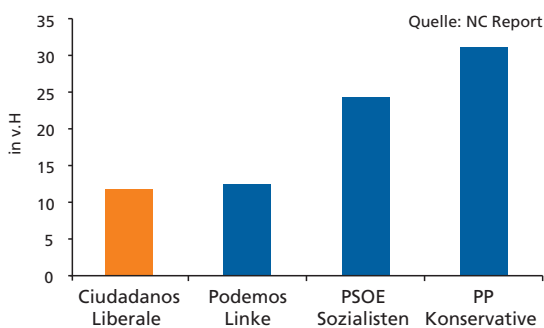
Noch immer sehr unterschiedliche Kreditvergabe in den Euroländern

Griechland testet die Euromitglieder

Mitsprache bei der Aufstellung nationaler Haushalte erhalten soll. Auch sollen sich nationale Regierungen verbindlicher als bisher auf wirtschaftspolitische Reformen festlegen. Die Griechenlandkrise hat diesen Bestrebungen offenbar neuen Schub verliehen.

Die dritte grundlegende Änderung im Euroraum betrifft die strukturellen Reformen in den einzelnen Euroländern. Bisher war es vor allem die Angst vor fehlender politischer Akzeptanz, besonders in Frankreich und Italien, die die Regierungen von Wirtschaftsreformen und dem damit verbundenen Eingriff in Einzelinteressen abgehalten hat. Allein in Spanien wurden mutigere Arbeitsmarktreformen angepackt. Der wirtschaftliche Erfolg könnte sich nun auch politisch auszahlen, wie die zunehmende Popularität der vor zehn Jahren gegründeten Partei Ciudadanos („Staatsbürger“) zeigt. Die Partei, die freie Marktwirtschaft und Selbstverantwortung der Bürger propagiert, verzeichnet derzeit einen großen Zulauf und wird nach Umfragen bei den kommenden Wahlen mit über zehn Prozent als viertstärkste Partei ins Parlament einziehen.

Wahlumfrage in Spanien - Konservative vorn, Liberale unter "großen Vier"



Positiv ist auch die Entwicklung in Italien zu beurteilen. Dem dortigen Premier Matteo Renzi gelang ein gewisser Bruch mit der politischen Vergangenheit Italiens. Angesichts der Schwäche der Opposition konnte Renzi grundlegende Reformen letztlich zur

Festigung seiner Macht nutzen. So wurden Gesetze verabschiedet, die vor wenigen Jahren noch undenkbar schienen. Trotz Massendemonstrationen wurde bereits zur Jahreswende der Kündigungsschutz für mittlere und große Betriebe entscheidend gelockert. Außerdem wurde inzwischen eine Verfassungsreform verabschiedet, durch die eine Blockade der beiden Kammern des Parlaments künftig ausgeschlossen wird. Auch für das Finanzsystem wurden mittlerweile grundlegende Reformen auf den Weg gebracht (s. Seite 26).

Selbst im reformunwilligen Frankreich wurden gegen Widerstände im Parlament Reformen verabschiedet, die die Geschäftstätigkeit mittelständischer Unternehmen erleichtern. Sie werden vom Präsidenten offenbar als eine Chance gesehen, aus der politischen Defensive herauszukommen.

Auch wenn die bisherigen Verbesserungen noch nicht das erreichen, was beispielsweise der Internationale Währungsfonds (IWF) für notwendig hält, dürften sie die Bedingungen für die Wirtschaft grundlegend ändern. Dies wäre auch für die deutsche Wirtschaft von großer Bedeutung.

Mit der Einleitung der Reformen erhält nun auch die wachstumsfördernde Politik der EZB ihre eigentliche Bestimmung. Denn mit dem Wachstum dürfte auch die Akzeptanz für Reformen in der Bevölkerung zunehmen. Die „Agenda 2010“, die vor gut zwölf Jahren in Deutschland angegangen wurde, war ein gutes Beispiel dafür.

Asien – Reformen 2.0

Die Themen Wirtschaftsreformen und Liberalisierung stehen auch in den führenden asiatischen Schwellenländern ganz oben auf der politischen Agenda.

In China verschleiert das aktuell rückläufige Wachstum von voraussichtlich unter

In Italien konnte Renzi Reformen zur Konsolidierung seiner Macht nutzen

Reformen führen in einigen Ländern zu deutlich verbesserter Wettbewerbsfähigkeit

China mit tief greifender Neuausrichtung der Wirtschaft



Politischer Umbruch in Indien gestaltet sich positiv

sieben Prozent in diesem Jahr eine tiefgreifende Neuausrichtung der Wirtschaft. Die bereits seit über einem Jahr laufende Anti-Korruptionskampagne gegen frühere Regierungskader richtet sich in Wirklichkeit vor allem gegen die bisherigen Strukturen und Praktiken unproduktiver Staatsbetriebe und Regionalregierungen. Dies ist allerdings nur ein Symptom des Wandels, der mit der Öffnung der Zins-, Aktien- und Währungsmärkte eingeleitet wurde. Die geldpolitische Lockerung dient vor allem dazu, die kurzfristig negativen Wachstumseffekte dieser Politik abzufedern. In die gleiche Richtung zielt der Abschied vom alten Modell des exportgetriebenen Wachstums zu mehr Konsum und Dienstleistungen (siehe dazu auch den Beitrag von Lilian

Co in dieser Ausgabe sowie den Jahresrückblick 2014).

Ein ähnlicher politischer Umbruch gilt für Indien, wo die Regierung mit der Liberalisierung der Benzinpreise und der Neuregulierung des Arbeitsmarktes politisch sensibles Gebiet betreten hat. Das gilt besonders für die Vereinheitlichung von Arbeitsmarktgesetzen, aber auch für die Reform öffentlicher Finanzen, mit der die Aufteilung von Steuern zwischen Staaten und Zentralregierung neu geregelt wird. Das Wirtschaftswachstum zieht bei rückläufiger Inflation und Leitzinsen wieder an und dürfte in diesem Jahr laut IWF 7,5 Prozent betragen. Indien wird damit heuer zu den wachstumsstärksten Ländern gehören. ●

Journal- und Gastbeiträge



Befindet sich China noch auf dem richtigen Pfad?
Ein Interview mit Lilian Co

30



Wahlen eröffnen neue Chance für Argentinien

36



Sachwertaktie: Was ist das eigentlich?

38



Fondsanalyse bei DR. HELLERICH & CO
Einblicke in die quantitative Fondsanalyse

40

Befindet sich China noch auf dem richtigen Pfad?

Ein Interview mit Lilian Co

Frau Lilian Co ist Fondsmanagerin des China Strategic Panda Fund und zählt zu den erfolgreichsten und renommiertesten Fondsmanagern für China. Sie betreute lange Zeit Barings Hong Kong China Fund, bevor sie sich mit ihrer eigenen Firma LBN selbstständig machte.



Sehr geehrte Frau Co,

China befindet sich in einer der größten Umbruchphasen der letzten Jahrzehnte. Seit dem Regierungswechsel beunruhigen zudem deutlich abfallende Wachstumszahlen. Schlagzeilen über Fehlplanungen im Städtebau mit nachhaltigen Konsequenzen für einzelne Entwicklungsgesellschaften beherrschten lange Zeit die Fachpresse. Befindet sich China noch auf dem richtigen Pfad?

Lilian Co: Zunächst einmal gilt es festzuhalten, dass der chinesische Staatspräsident Xi seine Macht in den letzten zwei Jahren stark ausbauen konnte. In der Partei und auf Regierungsebene wurde massiv Führungspersonal ausgetauscht. Unliebsame Parteibonzen wurden oftmals auch über die Aufdeckung von Korruption und Bestechlichkeit von der Bildfläche entfernt. Die Anti-Korruptionskampagne, die sich sehr negativ in den Umsätzen bestimmter Branchen niedergeschlagen hat, läuft im-

mer noch. Ihre Intensität hat jedoch nachgelassen.

Wo lassen sich Fortschritte hinsichtlich der Anti-Korruptionskampagne feststellen?

Lilian Co: In China war es üblich, zu Besprechungen und Abschlussverhandlungen Geschenke mitzubringen. Hierzu zählten vor allem westliche Luxusartikel aus den obersten Preissegmenten. Aber auch Gutscheine für verdiente Mitarbeiter wurden gerne weitergereicht. Für Parteifunktionäre und Geschäftspartner gab es aber auch schon mal Exklusivaufenthalte in den Spielkasinos von Macao. Hier konnte in VIP-Bereichen unter Ausschluss der Öffentlichkeit dem „sehr chinesischen“ Spieltrieb nachgegangen werden. Die Verfolgung dieser Exzesse hat den Kasinos übrigens deutliche Umsatzeinbrüche beschert. Ein prominentes Opfer der Anti-Korruptionskampagne ist gegenwärtig sogar der Ex-Polizeichef und früheres Mitglied des innersten Machtzirkels der chinesischen Führung – ihm droht im Prozess die Todesstrafe.



Chinas Führung geht massiv gegen Korruption vor



China wird immer wieder für mangelnden Umweltschutz kritisiert. Gibt es hier positive Signale?

Lilian Co: Umweltschutz wird inzwischen tatkräftig in die Praxis umgesetzt. Auch in China wurde erkannt, dass Wachstum um jeden Preis die Zukunft zerstört. Wirtschaftssektoren, die sich an die neuen Umweltschutzbestimmungen halten, kommen in den vollen Genuss staatlicher Unterstützung: Sie werden bevorzugt behandelt und erhalten Subventionen und Zuschüsse unterschiedlicher Art.

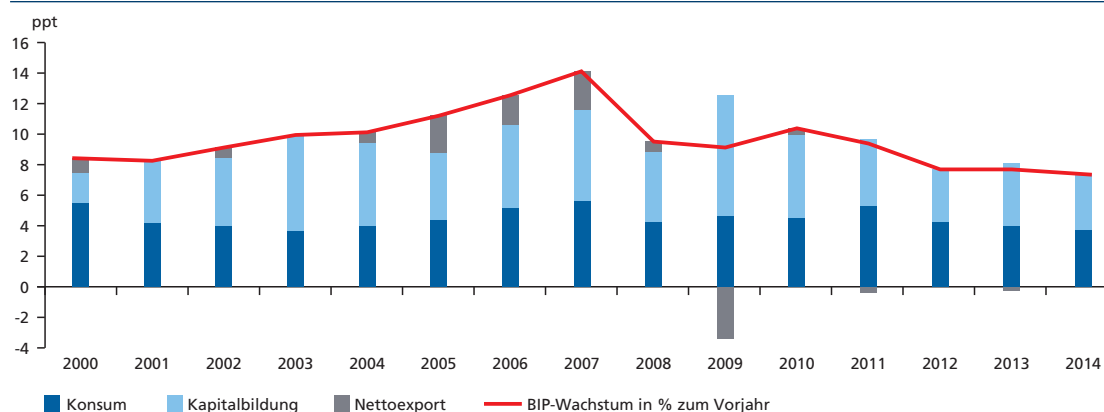
Kommen wir zurück zum aktuellen wirtschaftlichen Umbruch in China. Das Land hat sich auf die Fahne ge-

schrieben, seine Wirtschaft von Export hin zu mehr Binnenkonsum zu führen. Sind hier bereits Erfolge zu sehen?

Lilian Co: Wie Sie bereits erwähnt haben, Herr Haugg, durchläuft China gerade einen strukturellen Wandel. Dafür nimmt die Regierung ein schwächeres Makroumfeld und ein geringeres Wachstum in Kauf. China hat seine Abhängigkeit von der externen Nachfrage bereits verringert. Die Neuausrichtung auf ein konsumorientiertes Wachstumsmodell wird jedoch noch einige Zeit in Anspruch nehmen. Hier werden bislang nur ganz allmählich Fortschritte erzielt. Doch leistet der Konsum mittlerweile einen größeren Beitrag zum BIP-Wachstum.

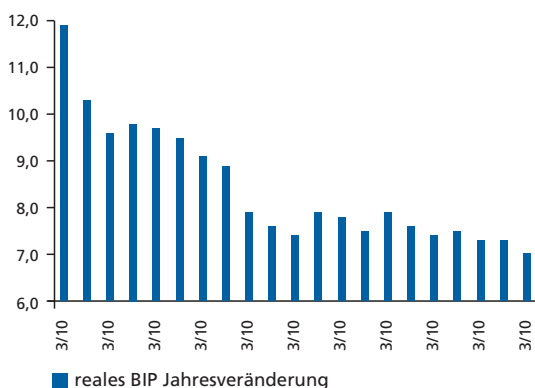
Die Umstrukturierung der chinesischen Wirtschaft verursacht Reibungsverluste

Beitrag zum BIP-Wachstum



**BIP-Wachstum
hat sich deutlich
abgeschwächt**

China Bruttoinlandsprodukt



Die aktuellen Wachstumszahlen Chinas sind so niedrig wie seit 24 Jahren nicht mehr. Nimmt China das bewusst in Kauf oder muss die Führung hier nicht stärker gegensteuern?

rief natürlich die Politik auf den Plan, die seit einiger Zeit im großen Stil Lockerungsmaßnahmen ergreift. So wurden kürzlich der Mindestreservesatz und die Leitzinsen gesenkt, die Staatsausgaben erhöht, die Regulierung für den Immobilienmarkt gelockert und der Markt für A-Aktien geöffnet. Mit diesem Rückenwind erkennen wir nun erste Anzeichen für eine konjunkturelle Erholung. Die positiven Auswirkungen der geldpolitischen Lockerung werden wohl auch im zweiten Halbjahr 2015 für einen Anstieg der Unternehmensergebnisse sorgen. Die Inflation ist weiterhin niedrig, während sich der deflationäre Druck stabilisiert hat. Dies dürfte Raum für Strukturformen schaffen und sich mittel- bis langfristig positiv auf das chinesische Wachstum auswirken. Im Gegensatz zu den Industrie-



**China hat seine
Stimulierungs-
instrumente noch
lange nicht aus-
geschöpft**

Lilian Co: Die große Umstrukturierung der chinesischen Wirtschaft kann nicht ohne Reibungsverluste laufen. China nimmt die Wachstumsverlangsamung bewusst in Kauf, um zu einem nachhaltigeren und global unabhängigeren Wachstum zu gelangen. Die Verlangsamung der letzten Jahre

nationen, die ihre Stimulierungsinstrumente bereits ausgespielt haben, stehen China alle diese Instrumente noch zur Verfügung. Mit über 3,7 Billionen US-Dollar Devisenreserven ist das Land für jegliche Schocks interner als auch externer Natur sehr gut gerüstet.

China braucht jährlich über zehn Millionen neue Arbeitsplätze, um Wanderarbeiter zu beschäftigen sowie Hochschulabsolventen und den Zuzug in die Städte zu kompensieren. Ist das mit dem verringerten Wachstum überhaupt machbar?

Lilian Co: Der Arbeitsmarkt ist weiterhin stabil. Die Regierung liegt mit ihrem Ziel, zehn Millionen neue Jobs schaffen zu wollen, voll im Plan. So entstanden im ersten Quartal 2015 3,24 Millionen neue Arbeitsstellen. Hierin spiegelt sich das rapide Wachstum in arbeitsintensiven Branchen (wie z. B. im Dienstleistungssektor) wider, die am stärksten zur Schaffung neuer Arbeitsplätze beitragen. Die Regierung achtet darauf, dass sich das Wachstum nur allmählich verlangsamt. Sie versucht, eine zu abrupte Abschwächung zu vermeiden, da diese zu einem Zusammenbruch des Arbeitsmarktes führen könnte. Angesichts des aktuellen Lockerungszyklus dürfte die Schaffung neuer Arbeitsplätze auch weiterhin möglich sein. Ein starker Anstieg der Arbeitslosenrate ist zudem unwahrscheinlich.

Seit einigen Jahren werden Analysten und Kommentatoren nicht müde, auf die gravierenden Fehlentwicklungen am chinesischen Immobilienmarkt hinzuweisen. Gibt es Anzeichen, die auf ein mögliches Platzen einer Immobilienblase hinweisen?

Lilian Co: Am Immobilienmarkt besteht ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage, aber eine Blase hat sich noch nicht gebildet. In der Tat ist der chinesische Immobilienmarkt sehr dynamisch. Es gibt hier Städte unterschiedlicher Klassifizierungen und somit unterschiedlicher Größe, die alle über ganz unterschiedliche Eigenschaften verfügen. In Tier-1- und Tier-2-Städten wie Peking und Schanghai dürften genauso viele – wenn nicht gar



Es besteht ein Ungleichgewicht, aber keine Immobilienblase

mehr – Wohnimmobilien nachgefragt als angeboten werden. Das Ungleichgewicht besteht eher in kleineren Städten. Durch die Lockerung der Regulierung des Immobilienmarktes und die stabile Nachfrage einer wachsenden Mittelschicht dürfte sich das Ungleichgewicht letztlich wieder zu einem Gleichgewicht entwickeln. Auch das Risiko einer Immobilienblase dürfte dadurch weiter nachlassen.

Die Kreditbedingungen für den privaten Hauskauf sind seit einiger Zeit sehr restriktiv. Dies hat zu einer gewissen Abkühlung der Bautätigkeit geführt. Gibt es hier im Rahmen der Stimulierungsmaßnahmen ebenfalls Anzeichen einer Lockerung?

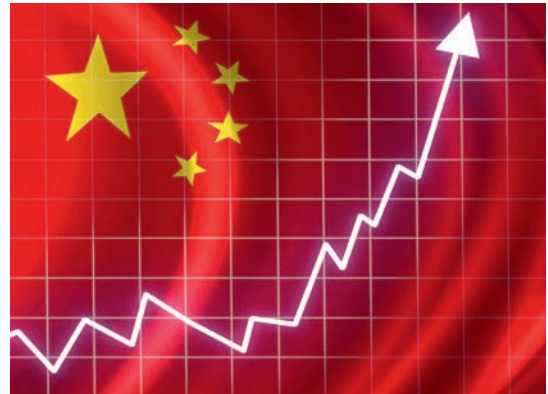
Lilian Co: Die Kreditbedingungen für private Hauskäufe verbessern sich wieder. So wurden die Eigenkapitalanforderungen verringert und die Leitzinsen seit November 2014 dreimal gesenkt. Für den Kauf von Zweitimmobilien hat die chinesische Zentralbank (PBOC) die notwendige Eigenleistung für Käufer, die ihre Hypothek für die Erstimmobilie noch nicht abbezahlt haben, von 70 auf 40 Prozent verringert. Für Käufer, die ihre erste Immobilie bereits abbezahlt haben, wurde sie sogar auf 30 Prozent reduziert. Auch wurde der zulässige Abschlag gegenüber dem Benchmarkzinssatz der Notenbank mittlerweile auf 30 Prozent ausgeweitet, der 2009 noch bei nur fünf bis acht Prozent gelegen hatte.

Bleibt das Problem mit den hoch verschuldeten Immobilienentwicklern und Provinzregierungen. Hat sich ihre Situation verbessert?

Lilian Co: Die Finanzierungsbedingungen für Immobilienentwickler haben sich dank der Zinssenkungen und geldpolitischen Lockerung verbessert. Die Zinslast der Provinzregierungen dürfte sich durch die anhaltenden Umschuldungsmaßnahmen, bei denen hoch verzinste Schulden der Lokalverwaltungen in niedriger verzinste Schulden umgetauscht werden, etwas verringern. Die Verschuldung der Immobiliengesellschaften und Provinzen hält sich jedoch insgesamt im Rahmen. Das Schlimmste ist definitiv überstanden. Aus den letzten Daten geht hervor, dass der Verschuldungsgrad der börsennotierten Immobilienentwickler (Gesamtverbindlichkeiten zur Bilanzsumme) zwar immer noch auf einem recht hohen Niveau liegt, aber vom Höchstwert im dritten Quartal 2014 gesunken ist. Eine Erholung der Immobilienverkäufe dürfte zukünftig zu einer Verbesserung des Cash-flow und der Bilanz beitragen, wodurch sich die Abwärtsrisiken noch weiter verringern. Wir sind in diesem Bereich investiert. Aber wir bevorzugen große, bilanzstarke Immobilienentwickler, die sich in staatlicher Hand befinden, gegenüber privaten, überschuldeten Immobilienentwicklern.

Wie schätzen Sie den Bedeutungszuwachs der chinesischen Währung ein? Kann der Renminbi dem US-Dollar den Rang ablaufen?

Lilian Co: China hat sich der Kapitalbilanzkonvertibilität verpflichtet, bei der ein Währungstausch für den Kapitalverkehr erlaubt ist. Das Land lockert seine Wechselkurskontrollen weiter, um die Kapitalbilanz offen zu halten und geldpolitisch autonom zu bleiben. Eine offene Kapitalbilanz ist unbedingte Voraussetzung, um die Ressourcenverteilung zu optimieren, für eine



höhere Markttiefe an den Finanzmärkten zu sorgen und die Vermögensportfolios des privaten Sektors zu diversifizieren. Dadurch gewinnt die chinesische Währung weltweit einen höheren Status. Angaben der PBOC zufolge ist der Renminbi mittlerweile die siebtgrößte Position in den offiziellen Devisenreserven der Zentralbanken. Die chinesischen Währungshüter zeigten sich etwas besorgt über die Asymmetrie im internationalen Finanzsystem, die durch den Dollar-Standard bewirkt wurde. Wir glauben jedoch nicht, dass China die Absicht haben könnte, den US-Dollar durch eine Internationalisierung des Renminbis von seinem Thron zu stoßen. Es wird Jahre – wenn nicht gar Jahrzehnte – dauern, bis der Renminbi zu einer führenden Währung in den internationalen Devisenreserven, der Handelsabwicklung und den Devisenmarkttransaktionen avanciert.

Die US-Währung ist aus europäischer Perspektive seit etwa einem Jahr im Steigen begriffen. Der Euroraum profitiert davon. Welchen Einfluss hat die Entwicklung auf die chinesische Wirtschaft?

Lilian Co: Am Kassamarkt liegt der USD/CNY-Wechselkurs bei rund 6,20 weitgehend stabil. Wenn der US-Dollar gegenüber anderen Währungen (z. B. dem Euro und dem Yen) aufwertet, steigt auch der reale Wechselkurs des Renminbis. Dies dürfte einen starken Gegenwind für den chinesischen Export darstellen. So musste

Die Verschuldung der Immobiliengesellschaften und der Provinzen hält sich noch im Rahmen

Der Renminbi nimmt mittlerweile die siebtgrößte Position bei den Devisenreserven der Zentralbanken ein

in den ersten vier Monaten aufgrund der schleppenden Nachfrage aus dem Ausland ein negatives Wachstum verzeichnet werden (April: -6,4 Prozent gegenüber Vorjahr). Wechselkursschwankungen wirken sich weniger stark als erwartet auf das Exportwachstum in China aus.

Ist der chinesische Renminbi zu stark?

Lilian Co: Ein starker Renminbi könnte das chinesische Exportwachstum beeinträchtigen. Die Daten zeigen jedoch, dass China seine Wettbewerbsfähigkeit verteidigen kann und dass sich sein Anteil am Weltmarkt weiter erhöht. Wie bereits gesagt wird das Exportwachstum stärker von der aktuellen Nachfrage als von Währungsschwankungen beeinflusst.

Frau Co, lassen Sie uns abschließend noch einen Blick auf den Aktienmarkt werfen. Ist China gegenwärtig ein attraktives Investmentziel?

Lilian Co: Die bereits umgesetzten Lockerungen in der Fiskal- und Geldpolitik sowie die Verbesserung der Bedingungen für die Immobilienfinanzierung werden sich bereits im zweiten Halbjahr in einer Erholung der Unternehmensgewinne bemerkbar machen. Die Lockerung der Immobilienmarktregulierung wird sich dagegen erst nach

einer gewissen Zeit in den Verkaufs- und Bestandszahlen niederschlagen. Erst dann wird wieder verstärkt in diesen Bereich investiert werden. Der strukturelle Ausblick ist nach wie vor positiv. Insbesondere auch deshalb, weil in der allgemeinen Sicht der Immobilienmarkt, das Bankensystem und die Reformbemühungen zu negativ beurteilt werden. Die Internationalisierung des Renminbis und das Wachstum werden hingegen unterschätzt. Dies alles gibt Raum für eine weitergehende Neubewertung des Marktes. China befindet sich derzeit jedoch in einem umfassenden Lockerungszyklus. Trotz kurzfristiger Volatilität schätzen wir die Aussichten des Marktes weiterhin positiv ein. Wir haben wegen der stützenden staatlichen Maßnahmen keine allzu große Sorge vor einem Markteinbruch. Außerdem liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des MSCI China Index nur im niedrigen zweistelligen Bereich. Kurzfristige Korrekturen sehen wir als gesunde Marktbewegungen an. Sie bieten eine gute Kaufgelegenheit, um anschließend an einem stabileren Bullenmarkt in China partizipieren zu können. Wir halten China weiterhin für ein attraktives Anlageziel.

Frau Co, vielen Dank für das Interview.

Die Fragen stellte Franz Haugg,
DR. HELLERICH & CO GmbH

China kann seine Wettbewerbsfähigkeit verteidigen. Sein Anteil am Welthandel hat sich weiter erhöht

Marktkorrekturen sehen wir als Kaufgelegenheit

Wahlen eröffnen neue Chance für Argentinien

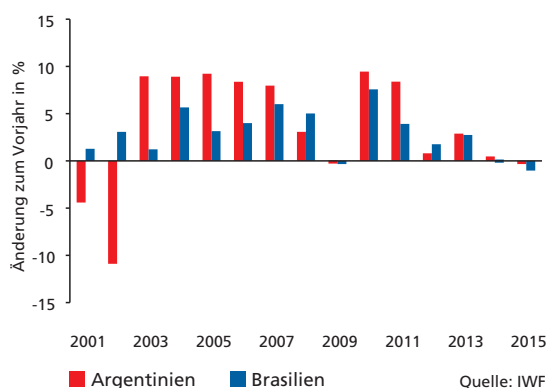
Argentinien: zurück an den Kapitalmarkt

Nach 12 Jahren Herrschaft der Kirchners steht eine grundlegende Wende bevor

Argentinien wird am 25. Oktober einen neuen Präsidenten wählen. Die Wahl könnte nicht nur für das Land selbst, sondern gerade auch für Anleger von großem Interesse sein. Nach zwölf Jahren Herrschaft des Präsidentenpaares Kirchner – bis 2007 Nestor und danach seine Gattin Christina – rechnen Beobachter mit einer grundlegenden politischen Wende.

Die Kirchners sahen sich vor allem als Konkursverwalter nach der Zahlungsunfähigkeit Argentiniens im Jahr 2001. Der damit verbundene Abschied vom Kapitalmarkt führte zu einer weitgehend auf staatliche Intervention gegründeten Wachstumspolitik. Gemäß offiziellen Zahlen lag das durchschnittliche Wirtschaftswachstum zwar in den letzten 15 Jahren mit rund vier Prozent über demjenigen von Brasilien (3,2 Prozent) oder Mexiko (2,1 Prozent), in den letzten Jahren hat sich die Situation jedoch dramatisch verschlechtert.

Wirtschaftswachstum Argentinien vs. Brasilien

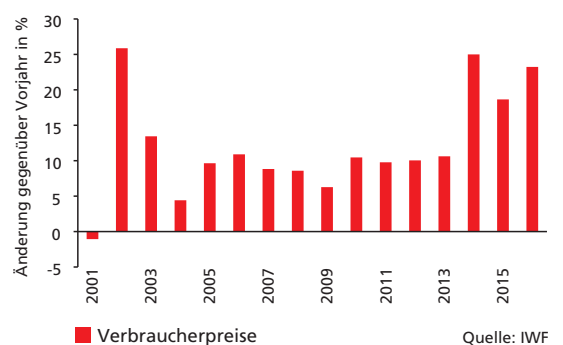


Argentinien befindet sich in einer Stagflation, bedingt durch widersprüchliche Politik

Seit Anfang 2014 befindet sich das Land sogar in einer Phase der Stagflation, d. h. stagnierendem Wirtschaftswachstum und hoher Inflation. Die Arbeitslosenquote liegt bei über 7,5 Prozent und damit höher als in

Brasilien und die Inflationsrate betrug Ende 2014 satte 25 Prozent.

Argentinien: „galoppierende Inflation“



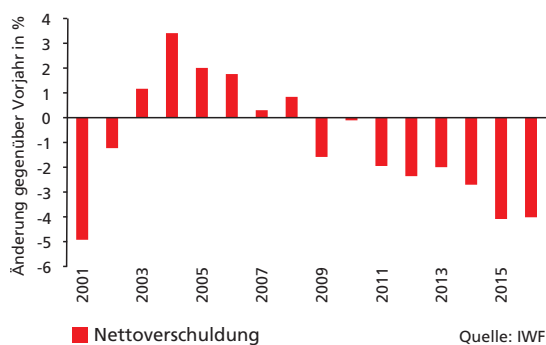
Grund ist eine in sich widersprüchliche Politik, die einerseits auf eine Anbindung an den US-Dollar setzt, andererseits durch aggressive geldpolitische Expansion die Inflation in die Höhe treibt. Dies ist nur möglich durch rigorose Kapitalverkehrskontrollen. Diese helfen jedoch lediglich kurzfristig, das Kapital im Lande zu halten und damit die Investitionen zu stützen.

Die im Oktober zur Wahl stehenden Kandidaten haben das Problem erkannt. Sowohl der regierungsnahen Kandidat und Favorit Scioli als auch sein liberaler Gegenspieler Macri haben sich zu einer Rückkehr an den Kapitalmarkt bekannt. Damit dürfte die Arbeit für die Politiker aber erst beginnen. Denn eine Stabilisierung der Wirtschaft bringt zusätzlichen Abwertungsbedarf mit sich.

Dies aber heißt zunächst die Inflation weiter an. Marktteilnehmer erwarten jedoch, dass die damit notwendigen Bremsmanöver eher über einen längeren Zeitraum gestreckt werden, um negative Rückwirkungen für die Wirtschaft in Grenzen zu halten.

So geht der IWF auch für die kommenden beiden Jahre von Inflationsraten von über 20 Prozent aus, die Investmentbank Goldman Sachs erwartet für 2016 sogar noch einen weiteren Anstieg, bevor die Raten wieder deutlich fallen sollen.

Neuverschuldung: Fiskalpolitik bleibt expansiv



Um Wachstum zu generieren, muss der neue Präsident dem Land den Zugang zum internationalen Kapitalmarkt wieder öffnen. In diesem Zusammenhang können Inhaber bestimmter Anleihen besonders profitieren.

Inhabern der „Altanleihen“ winken hohe Gewinne

Für die „Holdouts“, das sind die Anleger, die noch die alten, nicht umgeschuldeten Anleihen besitzen, bietet die beabsichtigte Rückkehr an den Kapitalmarkt die Chance, deutlich besser bedient zu werden als die Investoren, die das Umschuldungsangebot angenommen hatten: Für diese ist mit Jahreswechsel eine Frist verstrichen, nach der es keinen Anspruch mehr auf eine Nachbesserung oder Gleichstellung gibt.

Für den Restbestand an nach US-Recht begebenen Anleihen gilt nun aber eine veränderte Grundlage. Nach aktuellen Ge-

richtsurteilen und Bestätigung durch das höchste US-Gericht, dem Supreme Court, sind diese Anleihen nun vorrangig zu bedienen. Hedgefonds, die besagte Anleihen in ihren Portfolios halten, hatten diese Urteile erstritten. Neue Anleihen nach internationalem Recht können erst ausgegeben werden, wenn die Forderungen der Altgläubiger bedient wurden.

Werden die Holdouts nun bedient, sind alle bisher angefallenen Zinsen zusammen mit dem Nominalwert auszubezahlen, sodass sich die Kurse mehr als verdoppeln würden. Für den argentinischen Staat bedeutet dies eine Zusatzausgabe in möglicherweise zweistelliger Milliardenhöhe im Vergleich zu einem jährlichen BIP von umgerechnet ca. 540 Milliarden US-Dollar. Dies dürfte aber ein geringer Preis sein, falls es gelingt, damit eine Komplettlösung zu finden – anders als in den Umschuldungen 2005 und 2010, denen „nur“ 92 Prozent der Anleihegläubiger zugestimmt hatten.

Neben den Renditechancen für kurzfristig orientierte Anleger dürfte Argentinien auch vom wirtschaftlichen Potenzial her sehr interessant sein. Schließlich ist das Land, gemessen an der Wirtschaftsleistung, nach Brasilien und Mexiko die drittgrößte Volkswirtschaft Lateinamerikas. Das Pro-Kopf-Einkommen liegt sogar um zehn Prozent über dem Brasiliens und um 20 Prozent über dem Mexikos. Nach Kaufkraft ist der Abstand sogar noch größer. Hinzu kommt, dass im letzten Jahr große Rohölvorkommen im Süden des Landes entdeckt wurden. Mit einer Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik und neu entdeckten Energieressourcen könnte Argentinien in den kommenden Jahren durchaus für positive Überraschungen sorgen. ●

Die beabsichtigte Rückkehr an den Kapitalmarkt eröffnet für Anleger auch langfristige Renditechancen

Das Pro-Kopf-Einkommen liegt 20 % über dem von Mexiko

Sachwertaktie: Was ist das eigentlich?

Geldwert im Vergleich zum Sachwert



Sachwerte und ihr Beitrag zur Vermögenssicherung

Nach Definition des Wirtschaftslexikons¹ ist ein Sachwert im übertragenen Sinne ein „von Geldwertschwankungen unabhängiges (die Inflation im Wert kompensierendes) Gut“. Ein klassisches Beispiel für einen Sachwert ist die Immobilie. Anlagen in Immobilien dienen der langfristigen Vermögenssicherung, möglicherweise über Generationen hinweg. Dies ist das grundlegende Ziel einer Sachwertanlage. In Abgrenzung dazu steht der Geldwert. Ein Geldwert ist ein Versprechen auf Rückzahlung eines Nominalwertes, dessen Realwert jedoch aufgrund von Inflation gemindert wird.

In der Vermögensanlage unterscheidet man zusätzlich zwischen produktiven und unproduktiven Sachwertanlagen. Gold ist ein Beispiel für einen unproduktiven Sachwert, da es keine laufenden Erträge bietet. Produktive Sachwerte hingegen bieten laufende Erträge, wie beispielsweise Dividenden.

Sachwertanlage in Aktien

Eine Beteiligung an Unternehmen als produktive Sachwertanlage ist in Form einer Direktbeteiligung oder über den Erwerb einer Aktie möglich. Der Vorteil von Aktien gegenüber anderen Sachwertanlagen liegt in ihrer täglichen Bewertung und Handelbarkeit. Außerdem kann eine Anlage be-

reits mit geringen Beträgen erfolgen und das Risiko verteilt werden. Da Aktienanlagen Wertschwankungen aufweisen, ist es wichtig, eine Anlagestrategie einzusetzen, die diesem Umstand Rechnung trägt.

Die Anlagestrategie „Sachwertaktien“

Mit der Anlagestrategie „Sachwertaktien“ wollen wir Unternehmen finden, die über einen hohen Sachwertcharakter verfügen, ein möglichst konjunkturunabhängiges Geschäftsmodell verfolgen und somit vergleichsweise krisenresistent sind.

Krisenresistente Unternehmen zeichnen sich unter anderem dadurch aus, dass sie erfolgreiche Produkte oder Dienstleistungen anbieten, die in jedem ökonomischen Umfeld nachgefragt werden. Nicht umsonst reicht die Historie von Nestlé bis 1867 oder die von Johnson & Johnson bis 1886 zurück. Unternehmen, deren Produkte und Dienstleistungen für die Grundversorgung wichtig sind, können besser als andere während und nach einer Krisensituation Werte erhalten.



Zu den unverzichtbaren Branchen gehören definitionsgemäß Nahrungsmittel, Medikamente und medizinische Produkte, Wasser, Telekommunikation sowie Gas- oder Stromversorgung. Beispiele sind börsennotierte Agrarunternehmen, Getränkehersteller, Supermärkte, Bäckereien, Apothe-

Kaufkrafterhalt durch Sachwerte

ken, Pharmaunternehmen, Entwickler von medizinischen Geräten oder künstlichen Gelenken, Gasversorger und Telekommunikationsanbieter. Nicht dazu zählen beispielsweise Rohstoffe, Technologie, Konsum und Finanzwesen.

Risikoaspekte

Ein weiteres Kernelement der Strategie ist die Reduzierung von Risiken auf mehreren Ebenen. Neben den individuellen Risiken des Unternehmens spielen Länder- und Währungsrisiken bei der Auswahl und Portfoliozusammenstellung eine wesentliche Rolle.

Ein Qualitätsmerkmal von Sachwertaktien ist beispielsweise die weitgehende Unabhängigkeit von externen Einflussfaktoren. Je geringer die Abhängigkeit von wenigen Produkten, Zulieferern oder Kunden, desto kleiner ist das unternehmerische Risiko.

Darüber hinaus stellt die Unabhängigkeit von externen Kapitalgebern, z. B. in Form einer hohen Eigenkapitalausstattung und einer geringen Finanzverschuldung, einen Vorteil dar. Doch am Ende ist kein Unternehmen ohne Risiko, sodass eine Verteilung der Risiken unentbehrlich ist. Aber nicht nur die bloße Streuung über möglichst viele Länder, Branchen und Währungen, sondern auch die individuelle Beurteilung von Unternehmens-, Länder- und Währungsrisiken ist bei der Auswahl und der Gewichtung der Sachwertaktien ausschlaggebend.

Dennoch können sich auch langfristig erfolgreiche Unternehmen den Schwankungen der Aktienmärkte nicht entziehen. Externe Einflüsse der Weltwirtschaft und der Politik sowie die Risikobereitschaft der Anleger spielen hierbei eine große Rolle. Ein sehr gutes Beispiel ist der starke Markteinbruch im August 2011. Viele Sachwertaktien sind in dieser Phase auch gefallen, konnten die Verluste jedoch bis zum Jahresende wieder aufholen.



FAZIT

Unsere „Sachwertaktien“ sind Unternehmen, die nicht nur für schwierige Zeiten, sondern auch ganz aktuell mit ihrem Geschäftsmodell und ihren Finanzen solide aufgestellt sind. Globale Großkonzerne und Marktführer gehören ebenso dazu wie kleinere, unbekannte Nischenwerte. Allen gemein ist, dass sie Produkte oder Dienstleistungen des täglichen Bedarfs anbieten. Im HELLERICH WM Sachwertaktien sind diese Unternehmen aus der ganzen Welt zusammengefasst und darüber hinaus breit über viele Länder, Branchen und Währungen gestreut. ●

**Global in krisen-
feste Unterneh-
men investieren**

¹ <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/sachwert.html>



Einblicke in die quantitative Fondsanalyse

Zahlen, Zahlen, nichts als Zahlen!

Für Buchhalter, Mathematiker, Steuerberater oder Analysten mag eine solche Materie ja noch interessant sein, aber beim „Otto Normalverbraucher“ fällt das Interesse hier meist sehr schnell ab. Kein Problem – wir nehmen uns dafür dieser Thematik gerne an.

In unserer kleinen Fortsetzungsreihe zur HELLERICH-Fondsanalyse möchten wir Ihnen daher den Bereich der quantitativen Fondsanalyse vorstellen. Wir werden Sie dabei aber nicht mit Formeln und Kennziffern plagen. Vielmehr wollen wir unser Vorgehen und die Hintergründe unseres Tuns beleuchten. Die quantitative Analyse ist in der Regel die Ausgangsbasis eines systematischen Vorgehens. Sie verschafft mit dem entsprechenden Handwerkszeug relativ schnell einen Überblick über die inzwischen kaum mehr überschaubare Palette an Fonds. Daneben lässt sich mit einer solchen Analyse die Leistung des Fondsmanagers unter verschiedenen Rahmenbedingungen beurteilen.

Auf der Suche nach langfristig erfolgreichen und stabilen Fonds

Historische Ergebnisse dienen als Orientierung. Eine umfassende Einschätzung benötigt mehr Informationen

In der Fondsvermögensverwaltung wollen wir langfristig erfolgreiche und in ihrer Entwicklung stabile Investmentfonds einsetzen. In aller Regel meiden wir sehr stark schwankende Fonds, da deren Entwicklung unnötige Ausschläge in den Portfolios verursachen kann. Wie gehen wir also vor, wenn wir neue Investmentmöglichkeiten in einzelnen Fondskategorien wie „Aktien Deutschland“ oder „Unternehmensanleihen Europa“ suchen?

Zu Beginn gilt es, sich einen Überblick in einem bestimmten Segment zu verschaffen. Das naheliegendste und am schnellsten zu prüfende Kriterium ist die Wertentwicklung in der Vergangenheit. Auch wenn uns dies keine Auskunft darüber gibt, ob die Ergebnisse in Zukunft wiederholbar sind, lässt sich hieraus eine gewisse Kontinuität der einzelnen Fondsergebnisse erkennen. Welche Fonds konnten über verschiedene Zeiträume ihre Konkurrenz und die Benchmark schlagen? Welche schließen wiederholt

schlecht ab? Gibt es große Unterschiede in den kurz- und langfristigen Ergebnissen oder zeichnet sich ein Gewinnerfeld ab, die beständig gute Ergebnisse vorweisen? Ob ein Fonds in einem einzelnen Kalenderjahr seine Benchmark schlägt oder nicht, ist uns dabei nicht so wichtig.

Für den ersten Eindruck reichen diese Zahlen – für mehr aber auch nicht. Wie bei allen Durchschnittswerten muss berücksichtigt werden, dass Ausreißer nicht sichtbar sind. So kann ein Fonds in den oben genannten Zeiträumen gut abschneiden, jedoch in einzelnen Monaten oder Quartalen sehr stark abfallen, ohne dass es im Gesamtzeitraum sichtbar wird. Deshalb ist es wichtig, sich die Entwicklung auch in verschiedenen Marktphasen anzusehen.

Um die Stabilität und Beständigkeit eines Fonds bzw. eines Fondsmanagers zu beurteilen, überprüfen wir viele Einzelzeiträume. Meist werden dabei rollierende Jah-

reszeiträume betrachtet. Wir suchen die Fonds, die in den einzelnen Jahren immer wieder im oberen Quartil der Vergleichsgruppe landen. Wie gesagt, die Spitzenplatzierungen sind dabei nicht so wichtig.

Noch gezielter gehen wir vor, um das Verhalten von Fonds in schwierigen Börsenphasen zu beurteilen. Hier betrachten wir beispielsweise die Kursverläufe im zweiten Halbjahr 2008, als die Lehman Bank pleite ging und es zu einer Weltfinanzkrise kam. In der näheren Vergangenheit wählen wir den Sommer 2011, in dem die Euro-Schuldenkrise zum ersten Mal die Börsen erschütterte.

Aber auch Phasen mit einer überdurchschnittlichen Börsenentwicklung wie 2009 oder 2013 sind zu berücksichtigen, um das Verhalten eines Fonds einschätzen zu können. Im Idealfall gewinnt ein Investmentfonds in starken Marktphasen mehr als die Konkurrenz und die Benchmark und verliert in schwachen weniger. Dies lässt sich z. B. am Bull- und Bear-Beta messen. Beispiel:

Fondsname / Benchmark	Bull-Ratio 3 Jahre per 31.05.2015	Bear-Ratio 3 Jahre per 31.05.2015
Schroder ISF Asian Total Ret C	1,04	0,55
MSCI AC Asia Pac Ex JPN NR	1,00	1,0

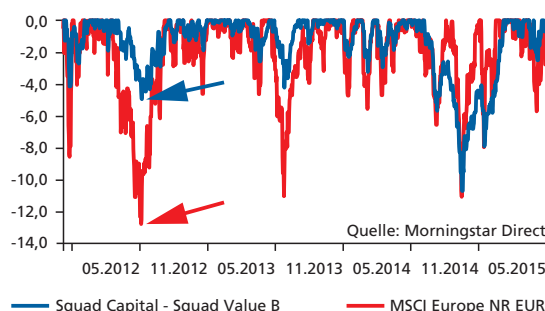
Die reine Betrachtung der Wertentwicklung greift jedoch zu kurz. Wir achten darauf, dass die vermeintlich guten Ergebnisse nicht mit einem zu hohen Risiko erkauft wurden. Dabei spielt neben der Schwankung des Fonds (Volatilität) auch der in einzelnen Marktphasen eingetretene zwischenzeitliche Verlust (Maximum Drawdown) eine wichtige Rolle. Uns ist ein stabilerer Fonds lieber als einer, der vorübergehend stärker steigt, um am Ende nur mit einem vergleichbaren Ergebnis abzuschließen (weil er eben auch oftmals stärker fällt). Logischerweise gehören Schwankungen zum Investieren und können nicht

vermieden werden. Wir sind jedoch daran interessiert, diese möglichst gering zu halten.

Dieser Fonds verlor seit Auflage weniger als die Benchmark.

Maximaler Verlust – Fondsaufgabe bis Ende Mai 2015

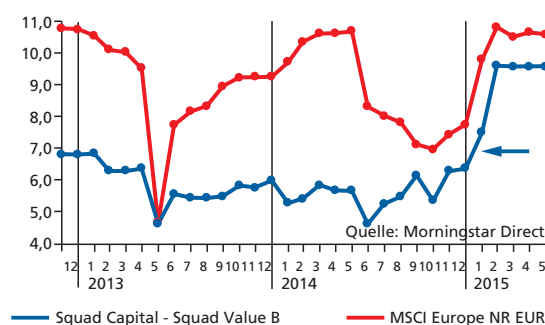
Time Period: 07.11.2011 to 31.05.2015
Currency: Euro



Dieser Fonds kann mit einer niedrigeren Volatilität punkten.

Volatilität – Fondsaufgabe bis Ende Mai 2015

Time Period: 01.12.2011 to 31.05.2015
Currency: Euro



Aber nicht nur das Schwankungsverhalten interessiert uns. Eine beachtenswerte Kennziffer, die insbesondere im Bereich der quantitativen Analyse von Hedgefonds eingesetzt wird, ist die Recovery Rate. Damit messen wir auch für herkömmliche Fonds, wie schnell sich der Preis nach einem Einbruch wieder erholt und sein vorheriges Niveau wieder erreicht. Ein guter Wert (schnelles Wiederaufholen) zeugt auch von einem konsistenten Anlagestil. Einige Manager stellen nach einem Einbruch aus

Fonds mit überlegenem Risiko-Ertrags-Profil: steigt stärker und fällt schwächer als der Index

Wir bevorzugen Fonds, die weniger stark schwanken

**Ein sehr stark
gestiegenes
Fondsvolumen
oder eine Ände-
rung der Strate-
gie stimmen uns
wachsam**

einer Verunsicherung heraus ihre Anlagestrategie um, sodass die Aufwärtsbewegung dann mit einem meist defensiveren Portfolio mitgemacht wird. Die Recovery Rate eines solchen Managers fällt dann schlechter aus.

Von Interesse sind für uns auch die Entwicklung und die absolute Höhe des Fondsvermögens der jeweiligen Fonds. Zu kleine Fonds leiden oft unter proportional höheren Kosten und können damit auch mit dem Risiko einer Fondsverschmelzung oder gar Schließung verbunden sein. Fonds, die gerade im Anlegerfokus stehen, können teilweise hohe Mittelzuflüsse generieren. Nicht wenige dieser „Starfonds“ schwächen sich dann im Verlauf ab, da solche „Tanker“ nur noch schwer zu manövrieren sind. Oft geht damit auch eine Veränderung der Anlagepolitik einher, da bei kleineren Titeln mit großen Ordnern die Kurse beeinflusst würden.

Es gibt aber auch Fälle, bei denen es sich durchaus lohnt, trotz einer aktuellen Schwächephase detailliertere Auswertungen vorzunehmen. Die entscheidende Frage lautet hier: Handelt es sich um eine strukturelle Schwäche des Fonds oder gibt es Anzeichen dafür, dass diese nur vorübergehend ist? Natürlich kann das aufgrund des sehr großen Angebots nicht bei allen Fonds geprüft werden. Hin und wieder stößt einen die quantitative Analyse aber auf interessante Strategien, die zwar im aktuellen Marktumfeld nicht funktionieren, in anderen Marktphasen aber durchaus attraktive Investments sein können.

Die eigentliche Kunst der Analyse besteht darin, genau die Fonds zu finden, die bei fallenden Börsen weniger verlieren als der zugrunde liegende Markt. Denn wie wir alle wissen, muss ein Preis, der um 50 Prozent gefallen ist, um 100 Prozent zulegen, um wieder auf dem vorherigen Niveau zu sein. Die Fonds bzw. die Manager, die das mit einer gewissen Regelmäßigkeit schaffen – mit deutlich weniger Verlusten als der Markt abzuschneiden – werden über verschiedene Börsenzyklen hinweg alle anderen hinter sich lassen. Sich dabei jedoch alleine auf Zahlen und Kennziffern zu verlassen, greift zu kurz. Dennoch ist es ein wichtiger Bestandteil unserer umfassenden Analysetätigkeit. Die ausgesuchten Fonds, die nach den vorgenannten Methoden auch unter Ertrags- und Risikogesichtspunkten in der Retrospektive gut abschneiden, werden daher anschließend in einer ausführlichen qualitativen Analyse genau unter die Lupe genommen.

Fassen wir zusammen: Die quantitative Analyse bietet viele Vorteile, die uns die tägliche Arbeit erleichtern und eine sehr gute Vorselektion von Fonds erlauben. Man sollte sich jedoch nicht alleine auf diese Ergebnisse verlassen, da die Historie nicht eins zu eins in die Zukunft fortgeschrieben werden kann. Zudem läuft man Gefahr, richtungsweisende Aspekte wie Fondsmanager- oder Strategiewechsel erst mit Zeitverzug wahrzunehmen. Wie wir in der weiterführenden qualitativen Beurteilung der Fonds vorgehen, stellen wir Ihnen in unserem nächsten Artikel zur Fondsanalyse bei HELLERICH vor. ●



HELLERICH

VERMÖGENSMANAGEMENT

DR. HELLERICH & CO GmbH

Königinstraße 29
80539 München

Tel. +49 89 28 72 38-0
www.hellerich.de

Wichtige Hinweise:

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 (insbesondere für Daten Dritter), 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 DR. HELLERICH & CO 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 DR. HELLERICH & CO GmbH, der Verwahrstelle, der Verwaltungsgesellschaft und bei der Zahlstelle in Deutschland kostenfrei 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.

Grundlage für die in der Präsentation enthaltenen Tabellen und Grafiken sind, soweit keine Quelle vermerkt ist, Daten aus Bloomberg.

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

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Marketingunterlage.



HELLERICH

VERMÖGENSMANAGEMENT