

Halbjahresbericht 2016



HELLERICH
VERMÖGENSMANAGEMENT



HELLERICH
VERMÖGENSMANAGEMENT

Halbjahresbericht 2016

Schlagzeilen des 1. Halbjahres 2016

Januar

ONLINE
FOCUS 05.01.2016

Dax startet so schlecht wie seit 25 Jahren nicht mehr

11.01.2016 dpa ●●●

Rohöl in Indien nun billiger als Mineralwasser

19.01.2016

Wachstum in China fällt auf niedrigsten Stand seit 1990

Februar

Sorge um Deutsche Bank

09.02.2016

n-tv

Ein Übernahmeziel, das keins sein darf

13.02.2016 DIE WELT

Das sind die bitteren Wahrheiten des Zins-Desasters
Die Sparzinsen liegen fast bei null. Bei Staatsanleihen muss man de facto
Gebühren zahlen.

März

04.03.2016

Süddeutsche Zeitung

Goldpreis weiter im Höhenflug

03.04.2016 Panama Papers

Süddeutsche Zeitung

Geheimgeschäfte von Hunderten Politikern
und Prominenten in Steueroase enthüllt

April

Mai

15.05.2016 DEUTSCHE WIRTSCHAFTS NACHRICHTEN

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

Bild.de

27.05.2016

Obama warnt die Welt vor Trump

tagesschau.de

25.06.2016

Stimmung nach dem Brexit

„Was zur Hölle passiert jetzt?“

Juni

27.06.2016

stern

Dax steht weiter unter Brexit-Schock

Inhalt

Rückblick auf die Märkte

6

Rückblick auf unsere Anlagestrategien

9

Konjunkturentwicklung

20

Journal- und Gastbeiträge

Brasilianische Baustellen

30

Niedrigzinsumfeld
Krisenbewältigung auf Kosten der Zukunft

33

Der Inflations-Phönix in der Asche

37

Interview – VTG AG
Vom Staatsbetrieb zum Marktführer!

40

Rückblick auf die Märkte

Ein beispielloser Jahres(fehl)start und das BREXIT-Referendum

**30 Prozent
Kursverlust in
DAX und Euro
Stoxx 50 seit
April 2015**

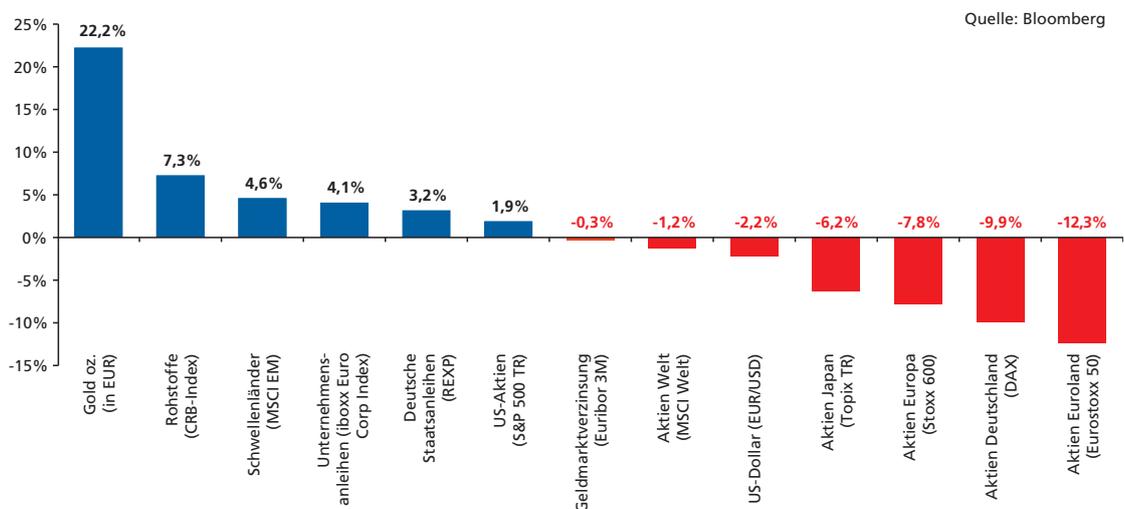
Beinahe 20 Prozent Kursverlust waren bereits in den ersten sechs Wochen zu verzeichnen und das, obwohl die Kurse bereits seit April des Vorjahres am Fallen waren. Vom Jahreshoch 2015 bis Ende Februar sank der deutsche Aktienindex DAX somit um beinahe 30 Prozent. Dem Euro Stoxx 50 erging es nicht besser. Die Eurozone stand einmal mehr in der Ungunst der internationalen Anleger. Allerdings wundert den Beobachter, dass die doch relativ hoch bewerteten US-Börsen deutlich besser abschnitten, was sich auch im MSCI World Index niederschlug. Wie so oft in der Vergangenheit verkauften die Angelsachsen zuerst Auslandstitel, als sie Risiken aufziehen sahen. Einer der Risikofaktoren war dabei das sich immer weiter verlangsamende Wachstum in den USA und die damit einhergehende Gewinnrezession. Hieran hatte nicht zuletzt der fallende Ölpreis einen gewichtigen Anteil. So sind die Gewinne eines großen Teils der Ölindustrie

beleben. Doch auch der starke US-Dollar, der im vergangenen Jahr beinahe die Parität zum Euro erreicht hatte, trug seinen Teil zu den Gewinnrückgängen bei.

Aber auch China sorgte wie schon im letzten Jahr in den ersten Monaten des laufenden Jahres für Verunsicherung. Bereits am ersten Handelstag des Jahres brach die chinesische Börse um sieben Prozent ein. Daneben wertete der chinesische Yuan in der ersten Januarhälfte weiter ab. Die Veröffentlichung von sehr schwachen Wirtschaftsdaten verunsicherte die Anleger weiter und die Angst vor einer China-Krise erwachte erneut.

Staatsanleihen als Gegengewicht konnten in dieser Phase nicht für den nötigen Ausgleich sorgen. So verharrten die Kurse trotz der Flucht aus den Risikoanlagen lange Zeit auf ihren Levels. Bei den Schwellenländer- und den Hochzinsanleihen kam es jedoch

Wertveränderung verschiedener Anlageklassen im ersten Halbjahr 2016 in EUR (Stichtag 30.06.2016)



komplett weggebrochen. Mehr als tausend Bohrlöcher in den USA mussten geschlossen werden. Vor diesem Hintergrund konnte sich auch die Investitionstätigkeit nicht

analog zu den Aktienmärkten zu größeren Korrekturen, die die Zinsspreads deutlich ansteigen ließen. Große Verluste mussten hier insbesondere die Energie- und Berg-

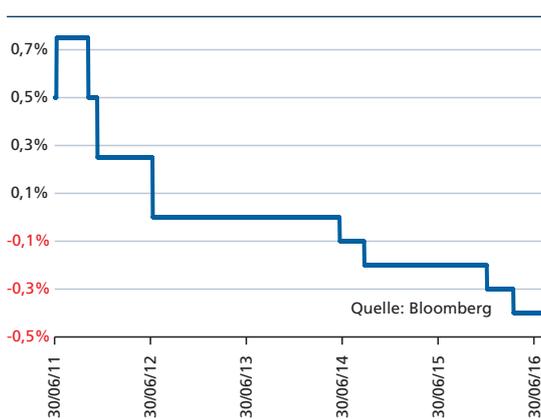


bautitel hinnehmen, die sich aufgrund der fallenden Rohstoffpreise in einer immer schwierigeren Situation befanden.

Gold und andere Edelmetalle waren in dieser unsicheren Marktphase aber wieder gefragt und konnten deutlich zulegen. Der Ölpreis erreichte bereits Mitte Januar seinen bisherigen Tiefpunkt und konnte sich seither nahezu verdoppeln (Brent-Öl).

Die bisherigen Jahrestiefststände wurden an verschiedenen Aktienmärkten zumeist Mitte Februar erreicht. Als im März klar wurde, dass die US-Notenbank zunächst keine weitere Zinserhöhung durchführen und die EZB das Anleihekaufprogramm ausweiten sowie den Einlagenzins noch deutlicher ins Negative führen wird, stabilisierten sich die Aktienmärkte wieder und konnten bis weit in den April hinein höhere Kurse verbuchen. Der deutsche Aktienindex DAX arbeitete sich dabei wieder bis auf 2,5 Prozent an seine Jahresanfangskurse heran.

Einlagenzinssatz der EZB in Prozent (für Banken)



Die Entscheidungen der Notenbanken führten einerseits wieder zu steigenden Anleihekursen, andererseits beendete der US-Dollar seine Aufwärtsbewegung gegenüber dem Euro, der von Anfang März bis Mitte Mai nahezu sieben Prozent zulegen konnte. Davon profitierten auch die Schwellenländer – sowohl auf der Aktien-

als auch auf der Rentenseite. Insbesondere die zuvor stark abgestraften Branchen und Länder konnten meist überproportional aufholen.

Das näher rückende Referendum der Briten über den Ausstieg (BREXIT) aus der Europäischen Union verunsicherte die Märkte ab Mai jedoch wieder zunehmend. Die Flucht in Sicherheit gipfelte Mitte Juni in einem Rückgang der Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen in negatives Terrain. Auch der Goldpreis wurde weiter nach oben getragen und überschritt wieder die 1.300-US-Dollar-Marke. Seit Jahreswechsel hat der Goldpreis somit nahezu ein Viertel an Wert zugelegt.

Euro Stoxx 50 vor und nach dem Referendum



Ein paar Tage vor der Abstimmung gewannen jedoch wieder die Marktoptimisten die Oberhand, sodass beispielsweise der DAX vom 16. bis zum 23. Juni 850 Punkte bzw. fast neun Prozent zulegen konnte. Das böse Erwachen folgte jedoch am Tag danach, als klar wurde, dass die Briten entgegen der Erwartungen mehrheitlich die Eurozone verlassen wollen. Quer über die europäischen Aktienmärkte brachen die Kurse im Tagesverlauf um zehn oder mehr Prozent ein. Am stärksten litten jedoch die bereits seit Langem gebeutelten Bankaktien. Verluste von über 30 Prozent waren dabei insbesondere bei bilanz- und ertragschwachen Banken – nicht nur in

Flucht in Sicherheit drückte den Zins der 10-jährigen Bundesanleihen ins Minus

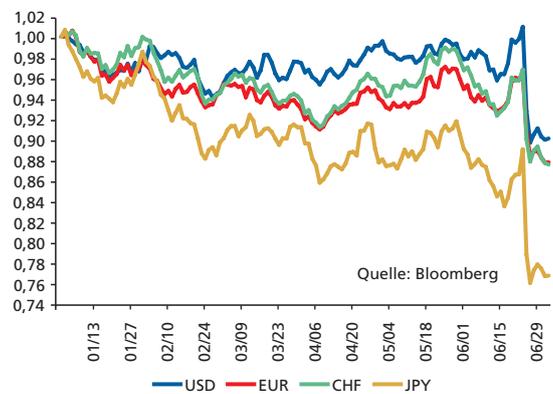


Großbritannien – zu verzeichnen.

Doch fast allen europäischen Indizes gelang es, in den wenigen Tagen bis Monatsende bereits die Hälfte der Verluste wieder aufzuholen. Die britische Börse (gemessen am FTSE 100 Index) konnte in Landeswährung nicht nur die Verluste komplett ausgleichen, sondern sogar noch ein Plus erzielen.

Für Fremdwährungsanleger sieht die Lage jedoch ganz anders aus, denn das britische Pfund hat nach dem Referendum fast zehn Prozent gegenüber dem Euro und zwölf Prozent gegenüber dem US-Dollar verloren. Nutznießer dieser Unsicherheitsphase waren dagegen Edelmetalle und die als sicher geltenden Währungen wie Schweizer Franken, US-Dollar und japanischer Yen. Entsprechend profitierten an den Rentenmärkten die auf diese Währungen lau-

Britisches Pfund (GBP) im Vergleich zu wichtigen Handelswährungen (indiziert)



tenden Staatsanleihen, wobei die Zinsen vielerorts auf neue Tiefstwerte sanken. Unsere Portfolios konnten sich trotz dieser sehr turbulenten Phasen im ersten Halbjahr relativ gut behaupten. Mehr Informationen dazu finden Sie in den folgenden Abschnitten. ●

Rückblick auf unsere Anlagestrategien

Die Einordnung der Vermögensverwaltungsstrategien erfolgt auf der Basis der Risikotragfähigkeit: Ausgewogen (bis zu 60 Prozent Aktien) und dynamisch (bis zu 100 Prozent Aktien). Ein Großteil der bestehenden Mandate wird mit einer ausgewogenen Strategie verwaltet, die im nachfolgenden Bericht beschrieben wird.

A. Vermögensverwaltung Ausgewogen / Einzeltitel

Im ersten Halbjahr 2016 konnte in den ausgewogenen Mandaten ein positives Ergebnis erzielt werden. Damit hat sich die Strategie in dieser von starken Schwankungen geprägten Marktphase gut behauptet. Die Gewichtung der einzelnen Anlageklassen im Berichtszeitraum stellt sich beispielhaft wie folgt dar: 41 Prozent Einzelaktien, sechs Prozent Aktienfonds, zehn Prozent Einzelanleihen, fünf Prozent Mischfonds. In der Summe ergeben sich eine Aktienquote von etwa 50 Prozent und ein Fremdwährungsanteil von rund 33 Prozent.

Ergebnisanalyse

Nur wenige Positionen des ausgewogenen Mandats verzeichneten im ersten Halbjahr eine negative Entwicklung, obwohl die meisten Aktienindizes deutlich im Minus abschlossen. Zu den Einzelwerten mit dem höchsten Wertrückgang zählte die Münchener Rückversicherung. Das aktuelle Niedrigzinsumfeld führt vor allem im Bereich der Lebensversicherung (ERGO) zu sinkenden Margen. Dieser Bereich wird derzeit umstrukturiert und das Unternehmen ist im Vergleich zu anderen gut kapitalisiert. Zu den europäischen Werten, die im ersten Halbjahr sogar zulegen konnten, zählten beispielsweise der finnische

Aufzughersteller Kone Oyj, der Konsumgüterkonzern Reckitt Benckiser oder das französische Mineralölunternehmen Total. Auch einige US-Titel wie beispielsweise UnitedHealth zeigten eine gute Wertentwicklung. UnitedHealth ist der dominante Player in der US-Krankenversicherung. Über ein gutes Kostenmanagement soll die Basis für zweistellige Gewinnwachstumsraten gelegt werden. Im Anleihebereich legte die Nachranganleihe der IKB nach einer Schwächephase erneut zu, während eine US-Dollar-Anleihe von T-Mobile USA mit einem leichten Verlust verkauft wurde.

Aktuelle Positionierung

Im Anleihebereich halten wir an den bestehenden Positionen fest. In Ergänzung zur möglichst sicheren Anlage wird weiterhin ein Anteil in Liquidität gehalten. Die aktuelle Aktienquote entspricht mit rund 50 Prozent einer neutralen Positionierung. Die Ausrichtung liegt auf tendenziell defensiven Werten, denen wir in der aktuellen Gesamtlage am meisten Stabilität zurechnen. Die Emerging Markets werden mit dem Prince Street Emerging Markets Flexible EUR gut abgebildet und die Position stellt eine gute Diversifikation zum krisengebeutelten Europa dar. ●

Trotz Marktschwäche positive Ergebnisse

B. Rückblick Fonds-Vermögensverwaltung

Ein Jahr, in dem deutsche Aktien bereits in den ersten Wochen 20 Prozent Verlust zu erleiden hatten, war bisher glücklicherweise sehr selten, um nicht zu sagen beispiellos. Dieser Fehlstart wurde durch die Angst der Marktteilnehmer vor einer Wachstumsverlangsamung in den USA und einer neuen China-Krise verursacht. Die Angst erwies sich aber in beiden Fällen als unbegründet. Zwischenzeitlich konnten sich die Aktienmärkte wieder deutlich erholen. Das britische Referendum trug jedoch abermals zu einer abrupten und heftigen Abwärtsbewegung bei Aktien und einer Flucht in sichere Staatsanleihen und Gold bei.

Dank der Zusammensetzung unserer Portfolios konnten wir die hochvolatile Phase mit einer deutlich geringeren Schwankungsbreite durchstehen. Während der Euro Stoxx 50 und der DAX Index zwischenzeitlich nahezu 20 Prozent einbüßten, machten wir mit unseren ausgewogenen Strategien die Bewegung nach unten nur zu einem Drittel mit. Zum Berichtszeitpunkt können die Portfolios beinahe wieder eine positive Performance ausweisen.

Positionen und Performancebeiträge

Den positivsten Beitrag lieferten im ersten Halbjahr unsere Rentenfonds. So konnten der StarCap Argos über sechs Prozent und der CGS Global Evolution Frontier Markets sechs Prozent an Wert gewinnen. Der Blue Bay Investmentgrade Bond Fund erzielte eine Rendite von knapp vier Prozent. Zwischenzeitlich haben wir diesen Fonds verkauft und die Gewinne mitgenommen. Hervorzuheben ist der HELLERICH WM Sachwertaktien, der mit einem Plus von über vier Prozent den Weltaktienindex deutlich schlagen konnte. Unser Zukauf im WERTGRUND WohnSelect D trug mit einer ordentlichen Performance von zwei Prozent zum Ergebnis bei. Und last but not

least konnte der im letzten Jahr schwächer gelaufene Prince Street Emerging Markets Flexible EUR auch wieder einen Zuwachs von knapp zwei Prozent erzielen.

Zu den Investments mit negativem Beitrag gehören an erster Stelle Aktienfonds wie der Indexfonds iShares DAX UCITS ETF, der die Entwicklung des deutschen Aktienindex DAX widerspiegelt. Dies bedeutet ein Minus von 9,7 Prozent. Die Position soll uns bei einer einsetzenden Aufwärtsbewegung an der dynamischen Entwicklung des DAX teilhaben lassen. Mit unserer Europa-Position Metzler European Growth liegen wir seit Jahreswechsel über sieben Prozent im Verlust, was in etwa der Marktentwicklung entspricht. Daneben mussten unsere Mischfonds-Positionen und die Wandelanleihefonds Abschlüge verzeichnen.

Aktuelle Positionierung

Die Kursrückschläge nach dem Referendum der Briten haben wir zum Ausbau unserer Aktienquoten genutzt. Nach dem Kauf des Indexfonds iShares EURO STOXX 50 ETF sind wir nun in der **Strategie Ausgewogen** zu 58,5 Prozent in Aktien (inkl. der halben Mischfonds-Positionen und der anteiligen Wandelanleihefonds-Positionen), zu etwa 26 Prozent in Rentenfonds und zu acht Prozent in Immobilienfonds investiert. Die Kassenposition liegt bei rund fünf Prozent und bietet die Möglichkeit, interessante Investments zu tätigen.

In der **Strategie Ertragsorientiert** sind wir aktuell zu 35 Prozent in Aktien (inkl. der halben Mischfonds-Positionen und der anteiligen Wandelanleihefonds-Positionen), zu etwa 29 Prozent in Rentenfonds und zu 15 Prozent in Immobilienfonds investiert. Mit der Kassenposition von elf Prozent haben wir Manövriermasse für neue Investments.

**Aktienquoten
wurden ausgebaut**

In der **Strategie Dynamisch** haben wir die Kurseinbrüche nach dem Referendum der Briten ebenfalls zum Ausbau unserer Aktienquoten genutzt. Nach der Aufstockung des Indexfonds iShares EURO STOXX 50 ETF sind wir zu 72 Prozent in Aktien (inkl. der halben Mischfonds-Positionen und der anteiligen Wandelanleihefonds-Positionen) und zu etwa zwölf Prozent in Rentenfonds investiert. Mit der Kassenposition von sieben Prozent können wir weitere interessante Investments umsetzen.

Ausblick

So unerfreulich das Referendum der Bri-

ten für Europa auch sein mag, so hat es doch eine gute Gelegenheit zur Erhöhung der Aktienquoten geboten. Wir hielten bereits seit Längerem höhere Kassenquoten für einen günstigen Einstiegszeitpunkt bereit (siehe Jahresbericht 2015/16). Gemäß dem Motto „Nichts wird so heiß gegessen, wie es gekocht wird“ glauben wir, dass sich die Märkte bald wieder normalisieren werden. Investoren werden erkennen, dass hochwertige Aktieninvestments aus Bewertungssicht relativ günstig sind und Performancepotenzial mit sich bringen. Für den weiteren Jahresverlauf sind wir daher zuversichtlich.

BREXIT-Votum ermöglichte günstige Kaufkurse

| Transaktionen: | | Quelle: eigene Aufstellung |
|----------------|----------------------------|---|
| 24.03.2016 | Ankauf | WERTGRUND WohnSelect D |
| 25.04.2016 | Verkauf | ACATIS-GANE VALUE EVENT F. UI B (teilweise) |
| 26.04.2016 | Verkauf | BlueBay Fds-Inv.Grade Bond Fd R-EUR |
| 24.06.2016 | Verkauf/Tausch wg. Währung | AXA US Short Duration High Yield USD |
| 24.06.2016 | Ankauf/Tausch wg. Währung | AXA US Short Duration High Yield EUR (H) |
| 29.06.2016 | Ankauf/Aufstockung | iShares EuroStoxx 50 ETF |

Fondsvorstellung: Fidecum SICAV Contrarian Value Euroland

Ein Paradebeispiel für aktives Fondsmanagement

Der Fidecum SICAV Contrarian Value Euroland ist ein Paradebeispiel für aktives Fondsmanagement. Während viele Investmentfonds nicht nennenswert von ihrem Vergleichsindex abweichen, drückt Hans-Peter Schupp dem Fonds seinen Stempel auf – und das seit vielen Jahren sehr erfolgreich. Es gibt jedoch Besonderheiten, die Investoren beachten müssen.

Schupps Investmentphilosophie erscheint zunächst recht einfach. Der Manager sucht nach Unternehmen, die mit einem hohen Abschlag zu dem von ihm errechneten fairen Wert an den Börsen gehandelt werden. Im Fonds sind deshalb nicht die hoch bewerteten Top-Performer der letzten Jahre à

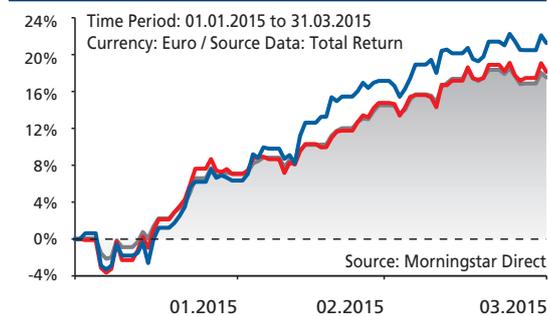
la Nestlé zu finden. Vielmehr wecken Aktien das Interesse des Managers, die in letzter Zeit unter die Räder gekommen sind bzw. am Markt aktuell wenig Beachtung finden (= contrarian). Beispiele sind Renault, ENI oder Klöckner & Co. Für Anleger mit Fokus auf qualitativ hochwertigen Unternehmen kommen solche Werte nicht infrage. Für Schupp stellen sie eine aussichtsreiche Gelegenheit dar.

In der Praxis führt dieses Vorgehen dazu, dass der Fonds in Zeiten steigender Börsen (z. B. erstes Quartal 2015) meist deutlich vor seiner Vergleichsgruppe und dem Index liegt (Grafik nächste Seite).

Im Fokus stehen Aktien, die in letzter Zeit unter die Räder gekommen sind

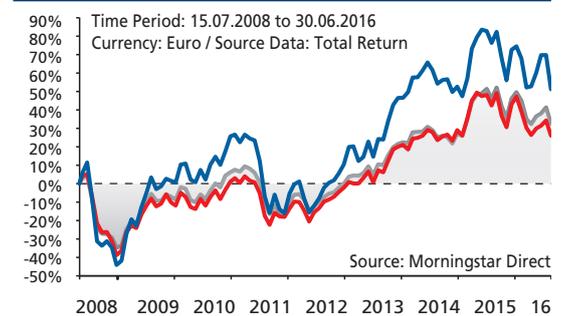


Aufschwungphase – Entwicklung Q1 2015



— Fidecum SICAV Contrarian Val Euroland C / **21,7%**
— EURO STOXX NR EUR / **18,5%**
— EAA OE Eurozone Flex-Cap Equity / **17,9%**

Wertentwicklung seit Auflage

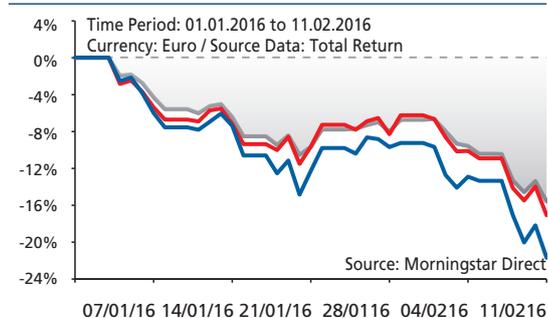


— Fidecum SICAV Contrarian Val Euroland C / **51,1%**
— EURO STOXX NR EUR / **26,0%**
— EAA OE Eurozone Flex-Cap Equity / **32,3%**

Lange Haltedauer der Investments

In diesen Börsenphasen legen die zuvor stark gefallen Unternehmen in der Regel deutlicher zu als etablierte Qualitätstitel. Herrscht dagegen Unsicherheit an den Märkten, wie es in den ersten sechs Wochen dieses Jahres der Fall war, muss der Fonds größere Verluste als die Konkurrenz hinnehmen (nachfolgende Grafik).

Abschwungphase – Entwicklung seit 01.01.2016



— Fidecum SICAV Contrarian Val Euroland C / **22,0%**
— EURO STOXX NR EUR / **17,3%**
— EAA OE Eurozone Flex-Cap Equity / **15,8%**

Langjährige Erfahrung des Managers als großes Plus

Dann greifen die Marktteilnehmer auf die defensiven Investments zurück und der Fonds gerät ins Hintertreffen. Langfristig zahlt sich Schupps Strategie – wie im folgenden Chart zu sehen ist – jedoch aus.

Der Fondsmanager investiert in Unternehmen der Eurozone. Dabei konzentriert er

sich auf 30 bis 40 Titel und gewichtet einzelne schon mal mit bis zu zehn Prozent. Das Portfolio wird nach dem Bottom-up-Ansatz zusammengestellt, d. h. Schupp muss vom jeweiligen Unternehmen überzeugt sein. Eine Verteilung der Fondsgelder aufgrund volkswirtschaftlicher Überlegungen (top down) gibt es nicht. Die Aktienpositionen werden stets in mehreren Schritten sukzessive aufgebaut, um das Timing-Problem beim Einstieg zu reduzieren. Die Haltedauer der Investments ist mit mehreren Jahren im Konkurrenzvergleich recht lang, was den Portfolioumschlag und die Transaktionskosten niedrig hält.

Wir haben den Fidecum SICAV Contrarian Value Euroland im September 2015 auf unsere Fondsempfehlungsliste gesetzt, da wir die langjährige Erfahrung des Managers und den klar strukturierten Investmentprozess sehr schätzen. Schupp hat nach vielen Jahren als Fondsmanager bei Julius Bär und Mainfirst im Jahr 2008 den Schritt in die Selbstständigkeit gewagt und kann sich seither mit seiner Investmentboutique Fidecum voll auf seine Stärken konzentrieren. Wir können uns eine Aufnahme des Fonds in die Strategien der Fondsvermögensverwaltung als Beimischung zu qualitativ hochwertigen Unternehmen gut vorstellen. ●

C. Investmentfonds – Rückblick

HELLERICH Global Flexibel

Der HELLERICH Global Flexibel wies im ersten Halbjahr 2016 mit -0,2 Prozent (Anteilsklasse B) eine nahezu unveränderte Wertentwicklung auf. Angesichts eines turbulenten Halbjahres, in dem die meisten Aktienmärkte Verluste erlitten und sichere Staatsanleihen negativ rentierten, war es ein zufriedenstellendes Ergebnis. Nicht viele Multi-Asset-Fonds konnten diesen Zeitraum positiv abschließen, was aus der Morningstar-Vergleichsgruppe für ausgewogene Mischfonds (Mischfonds EUR ausgewogen - Global) abzulesen ist. Diese büßten im Durchschnitt 1,1 Prozent ein.

Ergebnisanalyse

Trotz der Abwärtsbewegung am Aktienmarkt konnten viele der Aktienpositionen positive Performancebeiträge liefern. Dabei stach der HELLERICH WM Sachwertaktien mit einer Wertentwicklung von 4,7 Prozent besonders hervor. Auch das Investment im brasilianischen Aktienmarkt mittels eines Indexfonds zahlte sich aus. Zu den Positionen mit negativem Beitrag zählten der zu Beginn des Jahres veräußerte OP MEDICAL BioHealth Trends sowie die Anfang des Jahres unter Druck geratene ING Group.

Im Anleihebereich konnten ebenfalls deutliche Zuwächse verzeichnet werden. Neben der russischen Gaz Capital legte auch die 6,87% US-Dollar-Anleihe von DP World, einem der weltweit führenden Hafenbe-

treiber, kräftig zu. Zu den Verlustpositionen gehörte dagegen eine in Pfund notierende britische Staatsanleihe. Insgesamt werden aktive Anleihepositionen in Höhe von rund 24 Prozent gehalten.

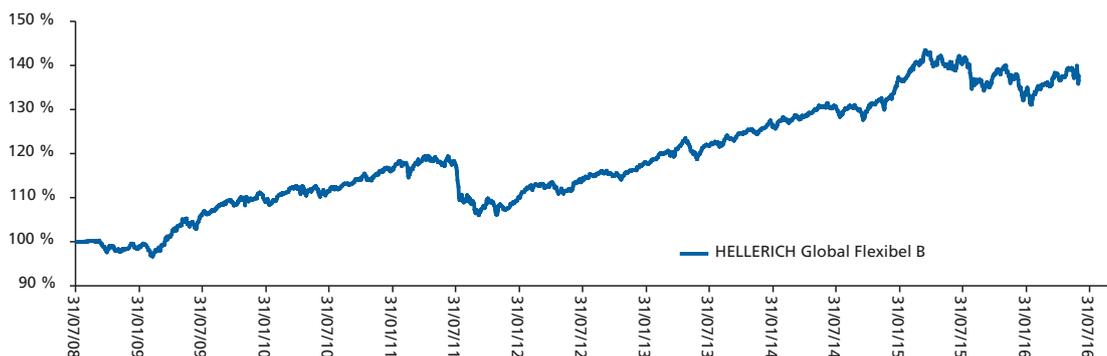
Fremdwährungen entwickelten sich mit wenigen Ausnahmen recht stabil. Das britische Pfund geriet bereits vor dem Referendum unter Druck und verbilligte sich nach der Entscheidung weiter. Der japanische Yen stieg hingegen deutlich an. In beiden Währungen war der Fonds über Einzelwerte und indirekt über Fonds investiert. Aufgrund der breiten Diversifikation glichen sich diese Einflussfaktoren aus.

Im ersten Halbjahr wurden die Aktienmarktschwankungen zwischenzeitlich mit Index-

Der Fonds liegt über der Peer-group

HELLERICH Global Flexibel B

Wertentwicklung in % per 30.06.2016 (gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



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



Absicherungen schützten das Vermögen

futures auf den Euro Stoxx 50 abgesichert. Auch der US-Dollar wurde im Rahmen des Overlaymanagements mit Devisentermingeschäften teilweise neutralisiert.

Aktuelle Positionierung

Die Aktienquote lag per Stichtag bei brutto 56,5 Prozent und unter Berücksichtigung der Absicherung bei netto 51,9 Prozent. Damit gehen wir mit neutraler Gewich-

tung in das zweite Halbjahr, bleiben aber aufgrund der hohen Schwankungen weiterhin vorsichtig. Zu den Basisinvestments gehören des Weiteren ein wertstabiler Immobilienfonds, höher rentierende Unternehmenanleihen sowie auch deutsche Staatsanleihen, die als Kasse-Ersatz dienen. Der Liquiditätsanteil des Fonds betrug 15 Prozent.

HELLERICH Global Flexibel B – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen

| Intervall per 30.06.2016 | 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 Rumpfsjahr (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% | | | | | | | | | |
| 30.06.2015 - 30.06.2016 | -1,5% | | | | | | | | | |
| Wertentwicklung in Kalenderjahren | | | | | | | | | | |
| seit Aufl. | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | *2008 | |
| | 37,7% | -0,2% | 4,0% | 5,5% | 8,1% | 8,2% | -7,4% | 5,7% | 11,5% | -1,4% |
| * Auflegedatum von HELLERICH Global Flexibel B: 01.08.2008. | | | | | | | | | | |
| Volatilität (Schwankungsbreite) | | | | | | | | | 4,2% | |
| Maximaler Verlust | | | | | | | | | -11,3% | |

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 Service S.A. und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Perfomancedaten.

HELLERICH Global Flexibel B – Wertentwicklung in % per 30.06.2016

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

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

*Auflagetag: 01.08.2008

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

HELLERICH WM Sachwertaktien

Der HELLERICH WM Sachwertaktien erzielte im ersten Halbjahr 2016 einen Wertzuwachs von 4,72 Prozent (Anteilsklasse B). Dies ist im aktuellen Umfeld ein sehr erfreuliches Ergebnis, da die meisten globalen Aktienindizes in diesem Zeitraum Verluste aufwiesen. Mit einer vergleichsweise stabilen Wertentwicklung über die vergangenen sechs Monate zeigte sich der Fonds robust, besonders in den Abschwungphasen zu Beginn und zum Ende des Halbjahres.

Mit dem schlechtesten Jahresstart seit mehr als zwanzig Jahren zeigten sich die Aktienmärkte in einer krisenartigen Verfassung. Mehrere Auslöser führten zu Beginn des Jahres zu dramatischen Kurseinbrüchen. Hintergründe waren vor allem Konjunktursorgen um China und ein schwacher Ölpreis. Die Flucht in Goldinvestments bestätigte die vorherrschende Nervosität. Bis Mitte April konnten sich die Aktienmärkte mit überraschender Geschwindigkeit erholen, wobei das Halbjahr mit dem Votum für einen Austritt Großbritanniens aus der EU mit weiteren Kursrückschlägen schloss. Die europäischen Aktienmärkte beendeten somit das erste Halbjahr mit einem Verlust von rund acht Prozent. Die USA konnten sich dem weitestgehend entziehen, sodass der S&P 500 nahezu unverändert blieb. Positiv entwickelte sich vor allem der kanadische Aktienindex aufgrund der darin enthaltenen Goldminenaktien. Überraschungen bot auch die Währungsseite.

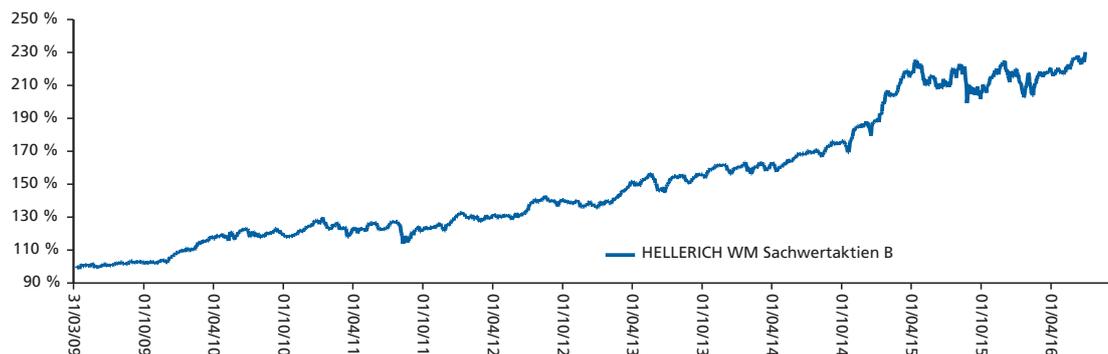
Während das britische Pfund aufgrund des Votums mit einem Minus von rund zwölf Prozent deutliche Verluste aufwies, konnte der japanische Yen zweistellig zulegen. Der US-Dollar notierte gegenüber dem Euro rund zwei Prozent niedriger.

Die positive Wertentwicklung des HELLERICH WM Sachwertaktien war durch gleich mehrere Faktoren bedingt. Einen wesentlichen Beitrag leistete in diesem Halbjahr die Branchenausrichtung. Gerade in den Bereichen Nahrungsmittel, Telekommunikation oder Versorgung zeigten sich die Aktien zum Teil deutlich stabiler als die Indexschergewichte. Auch die globale Diversifikation trug maßgeblich zu dem weniger volatilen und zugleich höheren Gesamtergebnis des Fonds bei. Auf Einzeltitelebene sind insbesondere die japanischen Meiji Holdings positiv hervorzuheben, ebenso wie das kanadische Telekommunikationsunternehmen Manitoba Telecom, das ein

Trotz Marktschwäche 4,7 Prozent Wertzuwachs

HELLERICH WM Sachwertaktien B

Wertentwicklung in % per 30.06.2016 (gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



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



Der Fonds ist nicht nur in den großen Kapitalmärkten und Unternehmen engagiert

Übernahmeangebot erhielt. Negativ entwickelten sich hingegen Unternehmen aus Großbritannien, was vor allem an der Abschwächung der britischen Währung in diesem Zeitraum lag.

Qualitätsaktien sind gefragt wie nie. Angesichts der sehr hohen Schwankungen an den Aktien- und Währungsmärkten sollen sie für mehr Stabilität sorgen. Aber wenn es darum geht, Schwankungen auszuglei-

chen, zählen nicht nur Einzeltitel, sondern die gesamte Portfoliostruktur. Der HELLERICH WM Sachwertaktien ist aus diesem Grund eben nicht nur in den großen Kapitalmärkten und Unternehmen engagiert, sondern weltweit und mitunter auch in kleineren Werten, die weitgehend unbekannt sind. Dazu gehören auch Unternehmen aus den Emerging Markets, die wir im Rahmen unserer sorgfältigen und systematischen Analyse als Sachwertaktien identifizieren.

HELLERICH WM Sachwertaktien B – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen

| Intervall per 30.06.2016 | Wert |
|---|--------|
| Am Tag der Anlage bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,0%) / Kaufspesen (ca. 0,2%) ggf. bis zu | -5,20% |
| 07.04.2009 - 30.06.2009 Rumpffjahr (Fondsaufgabe) | 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% |
| 30.06.2015 - 30.06.2016 | 9,9% |

Wertentwicklung in Kalenderjahren

| seit Aufl. | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | *2009 | |
|---|------|-------|-------|-------|------|------|-------|---------------------------------|--------|
| 131,1% | 4,7% | 16,4% | 18,4% | 17,7% | 3,3% | 2,8% | 17,7% | 9,0% | |
| *Auflagedatum von HELLERICH WM Sachwertaktien B: 07.04.2009 | | | | | | | | Volatilität (Schwankungsbreite) | 9,9% |
| | | | | | | | | Maximaler Verlust | -12,3% |

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

HELLERICH WM Sachwertaktien B – Wertentwicklung in % per 30.06.2016

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

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

*Auflagetag: 07.04.2009

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

Prince Street Emerging Market Flexible EUR

Auch im ersten Halbjahr blieben die Märkte sehr volatil. Während der Goldpreis und die Kurse der Staatsanleihen kontinuierlich anzogen, entwickelten sich globale Aktien weitaus uneinheitlicher. Der Ölpreis, der aufgrund des Überangebots seit Anfang 2015 erheblich unter Druck gestanden hatte, konnte in diesem Jahr eine beeindruckende Rally hinlegen. Trotzdem liegt er immer noch rund 65 Prozent unter seinem Höchststand des Jahres 2008.

Da noch zu Jahresbeginn eine Leitzinserhöhung in den USA unvermeidlich erschien, legte der US-Dollar weiter zu. Die Märkte verunsicherte dies aber. Die folgenden Konjunkturdaten der größten Volkswirtschaft der Welt deuteten aber erstmals darauf hin, dass die Erholung womöglich nicht stark genug ist, um eine rasche Normalisierung der Geldpolitik zu rechtfertigen. Daraufhin begann der US-Dollar wieder abzubröckeln – bis zum überraschenden Ausgang des britischen Referendums. Das Votum trug den US-Dollar dann erneut nach oben. US-Anleihen und in geringerem Maße US-Aktien profitierten ebenfalls von

der Flucht der Anleger in sichere Häfen. Mit Blick auf das zweite Halbjahr erwarten wir jedoch, dass Investoren aufgrund der Risiken im Zusammenhang mit den US-Präsidentschaftswahlen nach Alternativen suchen werden.

Die Aktienmärkte der Schwellenländer haben das erste Halbjahr im Schnitt leicht im Plus beendet. Der MSCI Emerging Markets Index stieg in Euro um 3,1 Prozent an. Märkte mit einem hohen Rohstoff-Exposure (Brasilien und Russland) schnitten dabei besser ab als beispielsweise China und Indien. Die einzelnen Frontier Markets

Hohe Volatilität bestimmte die Märkte

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR

Wertentwicklung in % per 30.06.2016 (gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



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



entwickelten sich noch unterschiedlicher. So legte Pakistan im Zuge der lang ersehnten Heraufstufung durch MSCI auf Emerging-Market-Status um 13,1 Prozent in Euro zu, während Nigeria Kursrückschläge von 28,5 Prozent in Euro hinnehmen musste, als die Anbindung der nigerianischen Naira an den US-Dollar aufgehoben wurde.

Unser Fokus in Asien liegt weiter auf dem Technologiesektor

In Asien liegt unser Fokus weiterhin auf dem Technologiesektor. Hier leisteten Themen wie virtuelle Realität und autonome Fahrzeuge erneut den größten Performancebeitrag. Der E-Commerce-Bereich, der in China und Indien zunehmend als gesättigt gilt, bietet zwar langfristig weitere Chancen, doch kurz- bis mittelfristig besteht wenig Hoffnung auf Gewinne oder Dividenden. Auch andere Sektoren wie Hardwarekomponenten, DRAM-Speicherchips und Konsolen scheinen ihre Gewinnmargen nur in Nischen verteidigen zu können. Die Bewertung der Sektoren liegt damit nicht weit vom Buchwert asiatischer Aktienmärkte entfernt.

Die letzten Wahlen zeigten, dass die Sparpolitik ausgedient hat

Derzeit stellen wir uns die Frage, wie sich die (zunehmend weltweiten) Anti-Establishment-Wahlen mittelfristig auf die Märkte auswirken werden. Zwar sind diese Protestbewegungen von Athen bis Brasilien und von Sunderland bis South Carolina von einer recht unterschiedlichen Ideologie geprägt, doch eine gemeinsame Schlussfolgerung lässt sich wohl ziehen: Die Sparpolitik der Jahre 2010 bis 2015 hat zum Großteil ausgedient. Sollte sich dieser politische Wandel in einer Änderung des wirtschaftspolitischen Kurses niederschlagen, dann dürften wir es mit einer deutlich anderen Dynamik – insbesondere im Hinblick auf

Konjunkturstimuli – zu tun haben. Vor diesem Hintergrund müssen wir unsere Skepsis gegenüber der Rally der Rohstoffpreise etwas zurückfahren. Schließlich wollen wir uns die positiven Auswirkungen, die ein deutlicher Anstieg der Bauinvestitionen in den USA infolge des BREXIT auf die Rohstoffaktien haben würde, nicht entgehen lassen. „Wer weiß – vielleicht lässt Trump ja noch seine Mauer an der Grenze zu Mexiko hochziehen.“

Mit Blick auf das zweite Halbjahr bereiten uns die Verfassung des Bankensystems der EU und die Stabilität des Euros nach wie vor Sorgen. Deshalb haben wir unsere verbleibende Euro-/Dollar-Absicherung im Fonds geschlossen und unsere Position in Gold und Goldminenbetreibern wieder auf rund 20 Prozent des Fondskapitals erhöht. Wir sind weiterhin zuversichtlich für spezifische Nischenthemen an den Anleihe- und Aktienmärkten der Schwellenländer. Außerdem bleiben wir in mehreren unserer langfristigen Favoriten der Frontier Markets investiert. Wir schließen auch nicht die Möglichkeit aus, dass das BREXIT-Drama und die vergleichsweise schwache Wirtschaftsleistung der USA in den jüngsten Monaten ausreichen werden, um die Fed und die US-Regierung zu einem aggressiveren Konjunkturprogramm zu bewegen. Sollte ein solches Programm den Kongress passieren, könnte dies den nötigen Impuls liefern, um der fünfjährigen Baisse an den Aktienmärkten der Schwellenländer endlich ein Ende zu setzen. Unser Fonds bleibt ausreichend liquide und flexibel, sodass wir in einem solchen Fall die Aktienquote wieder umgehend erhöhen können.

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen

| Intervall per 30.06.2016 | Wert |
|--|--------|
| Am Tag der Anlage (bis einschließlich 07.01.2013) bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,00%) / Kaufspesen (ca. 0,20%) ggf. bis zu Am Tag der Anlage (ab 08.01.2013) bei Zahlung von Bankspesen „negative Wertentwicklung“ in Höhe der Bankspesen | -5,20% |
| 17.07.2009 - 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% |
| 30.06.2015 - 30.06.2016 | -12,6% |

Wertentwicklung per 31.12.2015

| seit Aufl. | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | *2009 | |
|------------|-------|------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 39,9% | 1,9% | -11,0% | 6,8% | 8,2% | 9,9% | -8,2% | 19,3% | 10,9% |

* Auflagedatum von Prince Street Emerging Markets Flexible EUR: 17.07.2009

Volatilität (Schwankungsbreite) 9,0%

Maximaler Verlust -23,5%

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

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

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

Datenquelle für Fondspreise ist die Union Investment Financial Services S.A. und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Perfomancedaten.

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR – Wertentwicklung in % per 30.06.2016

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

| Jahr | Jan | Feb | Mär | Apr | Mai | Jun | Jul | Aug | Sep | Okt | Nov | Dez | YTD |
|--------------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| *2009 | | | | | | | 1,35% | 3,31% | 3,05% | 1,42% | 1,22% | 0,16% | 10,93% |
| 2010 | -1,06% | -0,90% | 6,62% | 1,36% | -4,85% | 4,96% | 0,01% | -0,48% | 4,96% | 3,88% | 2,37% | 1,70% | 19,28% |
| 2011 | -1,12% | 0,08% | 0,19% | 1,95% | -3,34% | -1,63% | 2,44% | -1,88% | -4,06% | 2,41% | -3,75% | 0,48% | -8,20% |
| 2012 | 4,78% | 1,07% | -0,57% | 0,49% | -1,18% | -1,32% | 3,30% | -0,02% | 2,56% | 0,35% | 0,18% | 0,05% | 9,92% |
| 2013 | 2,93% | 1,95% | 2,57% | 1,21% | -0,10% | -4,15% | 2,04% | -2,69% | 2,48% | 1,43% | 0,21% | 0,26% | 8,16% |
| 2014 | -1,36% | 2,33% | 0,54% | 0,29% | 3,65% | 0,44% | 2,08% | -0,12% | -1,35% | -1,56% | 2,61% | -0,79% | 6,81% |
| 2015 | 3,63% | 1,21% | 0,02% | 2,84% | -0,83% | -3,03% | -3,57% | -8,69% | -3,18% | 3,34% | 0,44% | -3,02% | -10,99% |
| 2016 | -3,31% | 1,78% | 2,07% | 0,92% | -0,56% | 1,11% | | | | | | | 1,91% |

*Auflagetag: 17.07.2009

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

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

Datenquelle für Fondspreise ist die Union Investment Financial Service S.A. und Bloomberg.

Konjunkturentwicklung

Geldpolitik bremst zyklischen Abschwung – BREXIT verunsichert

„Eine Ursache für das unerwartete Votum der Briten waren die andauernden Veränderungen und Herausforderungen der Globalisierung“, so US-Präsident Obama bei einer Rede an der University of Stanford.

Die Entscheidung der britischen Wähler, die EU zu verlassen, kommt zu einem Zeitpunkt, wo die globale Wirtschaft nur noch moderat wächst und der weitere Verlauf mit hoher Unsicherheit behaftet ist. Die Rezessionsängste, die noch zu Jahresbeginn in den USA und China aufgekeimt waren, sind zuletzt aber wieder abgeebbt. So ist nach aktuellem Stand für die zweite Jahreshälfte mit einem mäßigen, aber stabilen Wirtschaftswachstum zu rechnen. Regionale Unterschiede, wie in China und Japan oder Europa und den USA, dürften sich ausgleichen. Ab Jahresende ist dann, auch aufgrund der Erholung der Rohstoffpreise, ein leichter Anstieg der Inflationsraten von ihrem niedrigen Niveau aus zu erwarten.

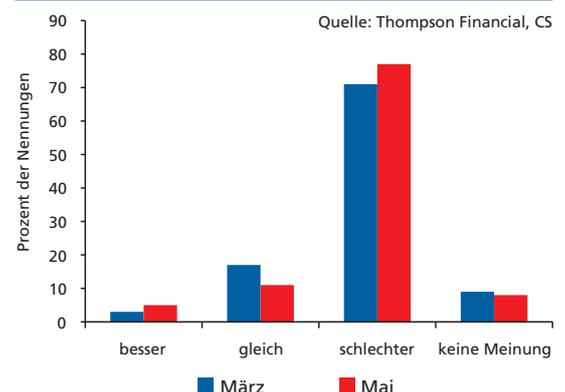
Nur einige Tage ist das Votum der Briten für einen Ausstieg aus der EU nun her, aber bereits jetzt lässt sich feststellen, dass es für die Kapitalmärkte das wichtigste Ereignis des ganzen ersten Halbjahres war. Eine alte Börsenweisheit sagt dazu: „Politische Börsen haben kurze Beine.“ Ob dies für den EU-Austritt der zweitwichtigsten Volkswirtschaft auch so gesehen werden kann, muss aber vorerst bezweifelt werden. „Der Schock war kurz, aber die Auswirkungen sind lang“, könnte man wohl eher dazu formulieren.

Zwar haben die Notenbanken bereits signalisiert, den Kurseinbruch an den Märkten durch eine reichliche Liquiditätsausstattung der Banken aufzufangen. Entscheidender für Anleger werden aber die längerfristigen wirtschaftlichen und politischen Auswirkungen sein. Von diesem Exit sind nicht nur Unternehmen und Banken betroffen, die ihre auf Europäisierung und Globalisierung ausgerichteten Geschäftsstrategien überdenken müssen. Auch die europäische Politik könnte das Ergebnis zu einer Abkehr von der bisher verfolgten Integration, Liberalisierung und Globalisierung veranlassen. Unser Beitrag zum BREXIT-Votum wird dies näher beleuchten (S. 24).

Das Weltwirtschaftswachstum blieb mit hochgerechnet gut drei Prozent im ersten Halbjahr hinter den Erwartungen zurück. Auffällig waren dabei die Wachstumschwäche in den USA und China sowie die relativ robuste Konjunktur im Euroraum. Dies spiegelte sich auch in den Zinserwartungen wider, die für die USA weiter zurückgenommen wurden. Der US-Dollar hat sich daraufhin erneut abgeschwächt. Die günstigere Währung und fallende Zinsen trieben die US-Aktienmärkte wieder auf ihre alten Hochs zurück. Demgegenüber „verpufften“ zunächst die Zinssignale der EZB und der japanischen Notenbank.

Das Ergebnis könnte Politiker zu einer Abkehr von Liberalisierung und Globalisierung veranlassen

Wirtschaftsstandort GB nach Unternehmens-einschätzung im Falle des Brexit





Die aktuellen Daten und Unternehmensbefragungen deuten für die USA auf eine leichte Wachstumsbelebung im zweiten Halbjahr hin. In Europa ist mit einer stabilen Konjunktur zu rechnen, da die Sparmaßnahmen der Regierungen nachlassen und die stimulierende Geldpolitik ihre Wirkung weiter entfalten wird. Lediglich in China ist im Jahresverlauf mit einer leichten Verlangsamung des Wachstums zu rechnen, da die Konjunkturprogramme zurückgefahren werden und sich die Unternehmen auf die Liberalisierung der Märkte einstellen. Dies dürfte auf die asiatischen Volkswirtschaften ausstrahlen, sodass das globale Wirtschaftswachstum in den kommenden sechs bis zwölf Monaten mit etwa 3,2 Prozent ähnlich moderat wachsen sollte wie im Jahr 2015.

Angesichts dieses Zuwachses bleibt auch die globale Preisentwicklung gedämpft. So ist lediglich in den USA eine leichte Aufwärtstendenz zu erkennen. Im Euroraum sollte sich die Inflationsrate erst gegen Jahresende von der Nulllinie entfernen.

Die moderate Preisentwicklung erlaubt es den internationalen Notenbanken, ihre expansive Geldpolitik fortzusetzen. Selbst die US-Notenbank Fed wird voraussichtlich – wenn überhaupt – nur noch eine Zinserhöhung in der zweiten Jahreshälfte vornehmen. Die Fed steht zudem vor der

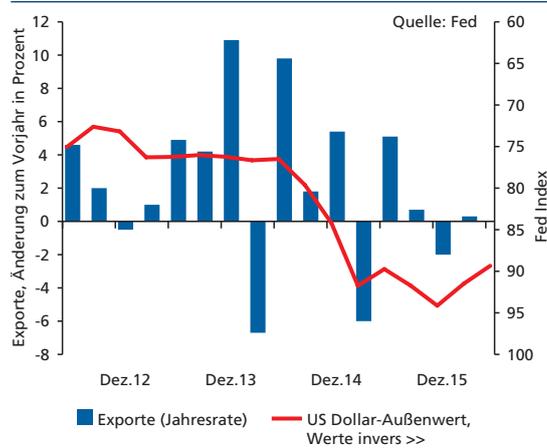
USA: fallende Renditen treiben Aktienmarkt



besonderen Herausforderung, dass sie die Zinsen in einem Moment anheben muss, wo die globalen Konjunkturrisiken zunehmen. Dadurch ist ihr Spielraum für Zinserhöhungen ebenso begrenzt wie durch den zuletzt wieder stärkeren US-Dollar, der den Exporteuren zu schaffen macht.

Die Fed muss die Zinsen in einem Moment anheben, im dem die globalen Konjunkturrisiken zunehmen

Hoher Dollar-Außenwert bremst US-Exporte



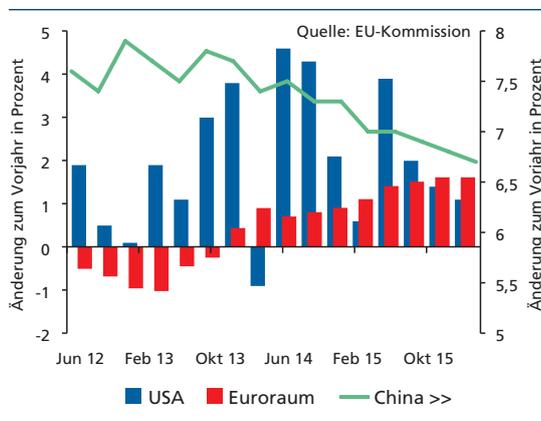
Die Fiskalpolitik der großen Länder wirkt nach mehreren Jahren der Haushaltskonsolidierung nun wieder leicht expansiv. Das zeigt sich im Euroraum und in den USA, noch deutlicher aber in China. Dort ist die Regierung bestrebt, den Anpassungsdruck, der aufgrund der Liberalisierung der Märkte auf den Staatsunternehmen lastet, durch erhöhte Staatsausgaben und Investitionen aufzufangen. Der Internationale Währungsfonds IWF mahnt daher zu Umschichtungen in den Haushalten. Mit Investitionsförderung statt politisch motiviertem Staatskonsum sollte die Schwäche angegangen werden.

Auch im laufenden Wahlkampf für die US-Präsidentschaftswahlen spielt die Haushaltspolitik eine wichtige Rolle. Der Kandidat der Republikaner Donald Trump plädiert jedoch vor allem für Steuererleichterungen.

Alles in allem bleibt das globale Umfeld durch versetzte Wachstumszyklen gekennzeichnet. Die USA und Großbritannien befinden sich dabei eher in einer Abküh-

lungsphase, Kontinentaleuropa und Japan dagegen noch im Aufschwung und die Schwellenländer wie Brasilien und Russland erst in einer konjunkturellen „Bodenbildung“. Wenn man von den konjunkturellen Bewegungen der kommenden ein bis zwei Jahre absieht, befindet sich das globale Wirtschaftswachstum in einer langfristigen Beruhigungsphase.

BIP-Wachstum pro Quartal in drei großen Regionen: abflauende Dynamik



„Die Erholung ist langsam, zu zerbrechlich und die Risiken wachsen“

„Die Erholung ist langsam, zu zerbrechlich und die Risiken wachsen“, so IWF-Chefin Christine Lagarde bei der Vorstellung ihrer aktuellen Konjunkturprognose. Neben den bereits in unserem letzten Bericht aufgezeigten strukturellen Faktoren spielen hierbei vor allem die anhaltende Konsolidierung des Finanzsystems, die Abwesenheit neuer Basisinnovationen (wie vor einigen Jahren das Internet) und die Umorientierung der Schwellenländer eine Rolle.

Diese Faktoren bestimmen im Wesentlichen die Einschätzung der Kapitalmarktperspektiven im Hinblick auf Anlageklassen und Regionen (s. u.).

USA: nach der Fracking-Flaute

Nach drei Quartalen rückläufigen Wirtschaftswachstums hat sich im zweiten Quartal offenbar wieder eine Belebung eingestellt. Dies belegen die monatlichen Industriedaten wie Produktion, Aufträge

USA - Zahl der Ölbohrstellen



und auch das Geschäftsklima. Ein wesentlicher Faktor hierbei war, dass der Abbau der Förderkapazitäten im Bereich der Horizontalbohrungen (Fracking) vorläufig zum Ende kam.

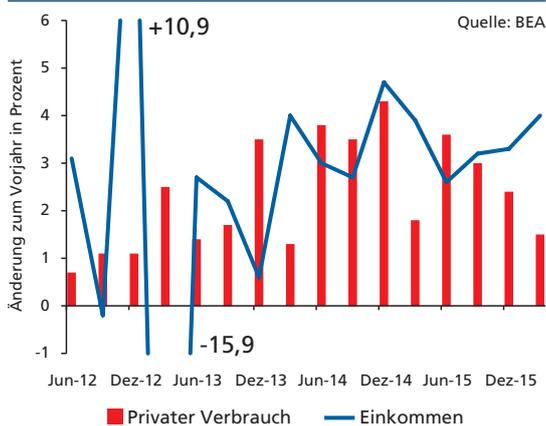
Dadurch kommt die positive Wachstumstendenz in den übrigen Wirtschaftszweigen wie Konsum und Immobilien wieder stärker zum Tragen. Insofern erwarten die US-Notenbank sowie internationale Analysehäuser für das laufende Jahr mit etwas über zwei Prozent ein ähnliches Wachstum wie im letzten Jahr. Diese Rate dürfte sich ins kommende Jahr hinein fortsetzen.

Vor allem der private Verbrauch profitiert von der günstigen Entwicklung der Beschäftigung. Zwar hat die Dynamik auf dem Arbeitsmarkt in den letzten Monaten nachgelassen - es wurden seit Februar nur noch etwa 120.000 neue Stellen im Monat geschaffen - doch sollte dies nicht unbedingt als Schwäche, sondern eher als Beruhigung nach der Einstellungswelle im letzten Jahr gesehen werden. Mit 4,7 Prozent ist die Arbeitslosenquote so niedrig wie seit dem letzten Beschäftigungshoch von 2007 nicht mehr. Absolut gesehen liegt die Beschäftigung heute sogar um fünf Millionen höher. Allerdings hatten sich in den letzten Jahren viele Bürger vom Arbeitsmarkt zurückgezogen, wie die niedrige Beschäftigungsquote von derzeit 63 Prozent gegenüber 66 Pro-



zent im Jahr 2007 zeigt. Eine Integration vor allem Langzeitarbeitsloser stellt somit eine Herausforderung für die Politik dar.

USA: privater Verbrauch und Einkommen



Wie der Zuwachs der Erwerbsbevölkerung hat sich auch der Anstieg der Einkommen inzwischen beschleunigt und liegt derzeit bei fast vier Prozent pro Jahr.

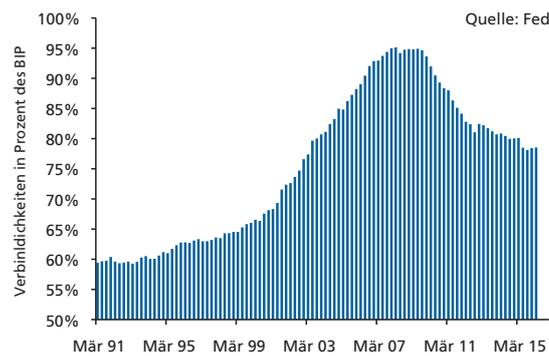
Damit bleiben die Verbraucher die Haupttriebfeder für die US-Konjunktur. Mit etwa drei Prozent Wachstum gegenüber Vorjahr (im ersten Quartal und geschätzt für 2016) nimmt der private Konsum deutlich stärker zu als das Bruttoinlandsprodukt (BIP). Besonders dauerhafte Konsumgüter wie PC, Haushaltswaren und Autos sind wieder gefragt.

Dabei zeigt sich allerdings gleichzeitig eine Schattenseite des Konsums, die auch der Fed Kopfzerbrechen bereiten dürfte: das Nachlassen der Spartätigkeit. Nach sieben Jahren zurückhaltender Kreditaufnahme haben die privaten Haushalte im letzten Jahr wieder damit begonnen, ihre Verschuldung stärker auszuweiten als ihr Einkommen. Damit stieg die Schuldenquote seit 2007, als sie mit 95 Prozent des BIP einen historischen Höchststand erreicht hatte, wieder leicht an. Die damalige Überschuldung der Privathaushalte war einer der Auslöser der Immobilienkrise und damit

der großen Finanz- und Wirtschaftskrise. Zwar liegt der Schuldenstand mit 78,5 Prozent des BIP deutlich unter dem genannten Höchststand, aber noch ebenso weit entfernt vom Niveau Anfang der 1990er-Jahre (60 Prozent), der Zeit vor Internet- und Finanzblasen.

Insofern könnte der Anstieg der Wohnungsbauinvestitionen um über elf Prozent im ersten Quartal bereits wieder als frühes Zeichen für das Heraufziehen einer erneuten Immobilienblase zu sehen sein.

USA: Verschuldung privater Haushalte bleibt auf hohem Niveau



Präsidentchaftswahl: Trump gegen den Rest der Welt?

In der Präsidentschaftswahl am 8. November werden Hillary Clinton für die Demokraten und Donald Trump für die Republikaner gegeneinander antreten. Auch wenn Clinton nach derzeitigen Umfragen führt, scheint der Wahlausgang angesichts der demagogischen Stärke und der populistischen Versprechen von Trump eher offen. Während Clinton politische Kontinuität verspricht, will Trump die bisherige Politik der USA „umkrepeln“, ähnlich radikal wie Ronald Reagan 1981 mit seiner konservativen Marktrevolution.

Für die Anleger besonders bedeutend sind die Unterschiede bei Steuern, Energiepolitik, Gesundheit und Außenpolitik:

Steuerpolitik: Clinton wirbt für einnah-

Die Schattenseite der Konsumstärke ist das Nachlassen der Sparbarkeit



menneutrale Steueränderungen mit einer Anhebung des Spitzensteuersatzes und einer Entlastung niedriger Einkommen. Trump verspricht eine generelle Senkung der Steuersätze. Der Spitzensteuersatz soll von 37 Prozent auf 25 Prozent gesenkt, der Grundfreibetrag auf 25.000 US-Dollar erhöht werden.

Handelspolitik/TTIP: Clinton will das Handelsabkommen TTIP und damit den Austausch mit Europa fördern. Trump lehnt Handelsabkommen grundsätzlich ab, da sie die Souveränität der USA beschneiden.

Energiapolitik: Clinton möchte die fossilen Energien zugunsten von erneuerbarer Energie zurückdrängen, Trump die Nutzung fossiler Energien fördern.

Gesundheit: Clinton möchte die gesetzliche Absicherung für Alte und Geringverdiener ausbauen, Trump möchte sie abschaffen.

Sicherheitspolitik: Clinton verfolgt eine Kooperation mit Westeuropa, Trump will Rüstungspolitik vorrangig für US-Interessen einsetzen.

Allerdings geht es nicht nur um die Positionen als solche, sondern auch um den Rückhalt der Kandidaten in der politischen Elite. Der politische Quereinsteiger Trump dürfte es zwar leichter bei der Bevölkerung, dafür aber schwerer im Kongress haben, für seine Politik die notwendige Unterstützung zu gewinnen. Denn er hätte nicht nur die Demokraten als Opposition gegen sich, sondern auch das Zentrum der eigenen republikanischen Partei. Insofern dürfte der Spielraum für politische Änderungen, vor allem für eine Abkehr von der Politik des Schuldenabbaus geringer sein, als es die Wahlprogramme anzeigen. Ob Trump nach einem Wahlsieg seine Versprechen wirklich umsetzen kann, scheint somit fraglich.

Europa nach dem BREXIT-Votum

Mit ihrem Mehrheitsvotum von 52 Prozent für einen Austritt ihres Landes aus der EU haben die Briten die Politik, die Wirtschaft

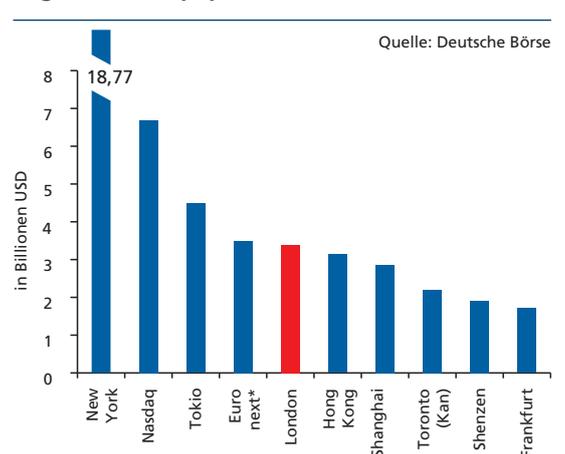
und die Kapitalmärkte in einen Schock versetzt.

Auf politischer Ebene nimmt mit dem Rücktritt von Premierminister David Cameron und dem Richtungsstreit in der Regierungspartei die Unsicherheit in Großbritannien zu. Nicht zuletzt deshalb stufte die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) die Kreditwürdigkeit des Landes herab. Offenbar möchten die politischen Entscheider die Austrittsverhandlungen erst Anfang 2017 beginnen – mit dem Austrittsziel Anfang 2019. Über Großbritannien hinaus hat der Volksentscheid Wirkung gezeigt: In Spanien erhielt der EU-freundliche Regierungschef Mariano Rajoy Zulauf, während das Ergebnis der Linkspopulisten Podemos eher enttäuschte. Für die EU selbst deutet sich eine grundlegende Änderung in der Organisation an, und zwar Konzentration auf Außen- und Sicherheitspolitik sowie auf Grundsatzfragen statt auf Details. Außerdem sollen die Nationalstaaten Initiativrechte zurückerhalten.

Auf wirtschaftlicher Ebene wird die bedeutendste Änderung den Finanzstandort London betreffen. Mit dem Votum scheint die Funktion der „City“ als Finanzmetropole der EU nicht mehr haltbar. Besonders das Geldmarktgeschäft und der Währungshandel dürften sich nach Frankfurt oder in ein Netzwerk von Finanzhauptstädten (z. B.

Möglicherweise wird der Wahlausgang in den USA in seiner Bedeutung überschätzt

Tägliches Wertpapier-Handelsvolumen (2013)

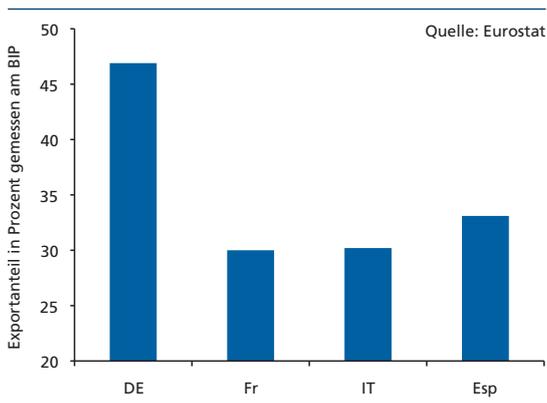




Paris, Amsterdam, Luxemburg) verlagern. Auch die vorgesehene Börsenfusion Frankfurt - London wird sich wohl kaum mehr mit Hauptsitz London realisieren lassen. Im Hinblick auf die Regulierung der Finanzmärkte könnte der Austritt von Großbritannien jedoch paradoxerweise sogar zu weniger Einschränkungen führen, da eine neue britische Regierung mit lockeren Regeln außerhalb des „EU-Korsetts“ versuchen könnte, Geschäft in London zu halten oder neu anzusiedeln.

Besonders negativ bewertet wird das Votum von der deutschen Industrie. Die britische Regierung hat in den 1980er-Jahren zusammen mit Deutschland entscheidend zu einer Öffnung der Märkte innerhalb der EU, zu einer Kultur von Deregulierung und Privatisierung beigetragen. Ausgerechnet mit dem Ausscheiden der Briten könnten nationale Gesetze und Beschränkungen wieder mehr Bedeutung erlangen.

Offenheit der EU-Länder



Im Handel wird sich daneben wahrscheinlich eher die protektionistische Position der Südeuropäer in der EU durchsetzen.

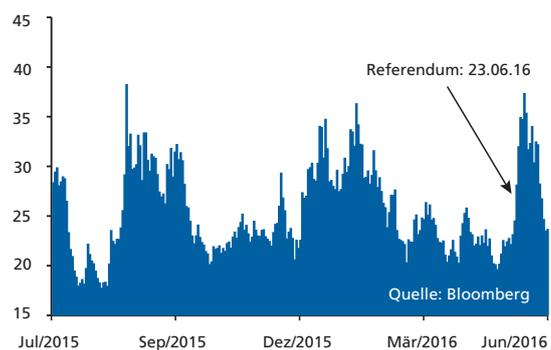
Gesamtwirtschaftlich sind mit Blick auf Wachstum, Inflation und Arbeitsmarkt ebenfalls eher negative Wirkungen zu erwarten, in erster Linie aber für die Briten selbst. Für die zweite Jahreshälfte wird nun sogar mit einer Rezession gerechnet, da

viele Unternehmen ihre Investitionsprojekte suspendiert haben. So rechnet das deutsche IfW in Kiel mit Wachstumseinbußen von jährlich 0,3 Prozent für die britische Wirtschaft, andere Prognosen sind deutlich negativer. Auch im Euroraum dürfte das Wachstum in den kommenden Jahren um 0,1 Prozent niedriger als im Basisszenario ausfallen, was einer Wachstumslücke von über zehn Milliarden Euro entspricht. Doch die wirklichen Folgen werden entscheidend vom Ergebnis der Austrittsverhandlungen abhängen.

Die Kapitalmärkte haben bisher am deutlichsten reagiert: Das Votum der Briten hat für die Märkte viele Unsicherheiten aufgeworfen, die über die EU hinausgehen und allgemein die Akzeptanz der Globalisierung betreffen. Der deutsche Aktienindex DAX, der britische Aktienindex FTSE 100 und das britische Pfund verloren in den ersten beiden Tagen jeweils neun Prozent. Der Euro büßte gegenüber dem US-Dollar drei Prozent seines Kurswertes ein. Nutznießer waren dagegen die Rentenmärkte und Gold: Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen fiel zum ersten Mal in der Geschichte in den negativen Bereich und der Goldpreis gewann fünf Prozent. Die EZB hat bereits angekündigt, im Falle weiterer Volatilität mit Stützungsmaßnahmen einzugreifen.

Dies dürfte die Märkte stabilisieren und damit zu neuen Anlagechancen führen. Fun-

Börsenunsicherheit: VDAX steigt nur kurzfristig nach dem Brexit-Referendum



Mit dem Ausscheiden der Briten könnten nationale Gesetze und Beschränkungen wieder mehr Bedeutung erlangen

Bedeutende Änderungen sind erst mit dem Ergebnis der Austrittsverhandlungen absehbar



Der drohende BREXIT könnte den Reformdruck für Politiker erhöhen

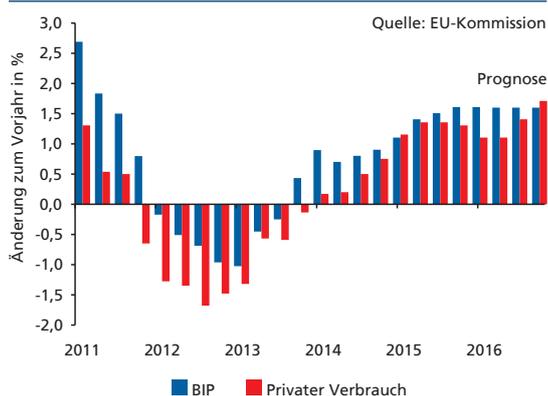
damentale Änderungen lassen sich letztlich erst voraussehen, wenn das Ergebnis der Austrittsverhandlungen absehbar ist – falls der „BREXIT“ tatsächlich umgesetzt wird. Denn von britischer wie auch von EU-Seite sind bereits Signale ausgegangen, die auf eine Reform der EU und ein zweites Referendum über den Verbleib deuten könnten.

Euroraum: Deutschland nur noch Mittelfeld

Die Rahmenbedingungen haben sich im Euroraum weiter verbessert. Zum einen zeigt sich die monetäre Expansion mittlerweile auch in steigender Kreditaufnahme seitens der Privaten, nachdem sie zwei Jahre lang stagniert hatte. Zum anderen lockern die Regierungen wieder ihre Sparpolitik. In diesem Umfeld erreichte das Wirtschaftswachstum im Euroraum mit 0,5 (Q 1) Prozent den höchsten Wert seit Anfang 2015. Wie schon im Vorjahr erkennbar, ist nun eine weitergehende Synchronisierung des Wachstums festzustellen. Denn zum ersten Mal seit der Finanzkrise konnte der Euroraum wieder Anschluss an Deutschland gewinnen. Für den Rest dieses Jahres dürfte das Wachstum nach EU-Schätzungen mit 1,6 Prozent auf Vorjahresniveau liegen. Im kommenden Jahr wird vermutlich mit 1,8 Prozent der Wachstumsgipfel im aktuellen Wirtschaftszyklus erreicht werden. Deutschland könnte dabei sogar wieder unter dem Euroraum-Durchschnitt liegen.

Euroländer schließen zu Deutschland auf

Euroraum: privater Verbrauch bleibt Wachstumsmotor



Hierbei kommen drei Faktoren zum Tragen: Zum einen sorgt die Erholung der Arbeitsmärkte in anderen Euroländern zusammen mit der sehr niedrigen Inflation (0,2 Prozent) für einen Anstieg der Realeinkommen. Dies erhöht die Konsumfreude, da die Mehreinnahmen neue Ausgabemöglichkeiten schaffen.

Insofern wird der private Verbrauch in diesem Jahr mit einer Zunahme von 1,6 Prozent zu etwa zwei Drittel zum Gesamtwachstum beitragen und gleichzeitig auch den Wachstumsrhythmus vorgeben.

Zum anderen schlagen sich die niedrigen Zinsen mittlerweile nicht nur bei den Verbrauchern, sondern auch bei den Unternehmen in steigender Ausgabebereitschaft nieder. Sowohl in Deutschland als auch in anderen Ländern ist seitens der Unternehmen eine steigende Kreditaufnahme für Investitionen zu erkennen. Zwar ist die Investitionstätigkeit für einen Aufschwung derzeit noch nicht stark genug, doch die EU-Kommission erwartet, dass eine steigende Kapazitätsauslastung und zunehmende Gewinne zu einer Belebung in den kommenden Quartalen führen werden. In Deutschland hingegen bleibt das Bild für die Exporte, der traditionellen Stärke der deutschen Wirtschaft, getrübt. Sie werden nach 5,4 Prozent im letzten Jahr in diesem Jahr nur um etwa zwei Prozent zunehmen. Anders als in den Vorjahren hat der Euro wieder aufgewertet. Dadurch ist die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen wieder zurückgegangen. Die Unternehmen bekommen damit die schwächere Konjunktur wichtiger Handelspartner außerhalb des Euroraums zu spüren. Angesichts der engen Handelsbeziehungen wird die deutsche Wirtschaft besonders von den Folgen des BREXIT-Votums betroffen sein.

Somit ergibt sich folgendes Bild: Aktuell ist die Konjunktur des Euroraums vor allem dank der expansiven Geldpolitik in einer



guten Verfassung. Jedoch ist bereits jetzt erkennbar, dass im Rahmen der anhaltenden Niedrigzinsphase die Wirksamkeit der Geldpolitik nachlässt. So haben Volkswirte der Fed ausgerechnet, dass die Schwelle, bei der niedrige Zinsen die Wirtschaft stimulieren, in den letzten Jahren deutlich gesunken ist. Nach diesen Berechnungen hätten vor acht Jahren Zinsen unter zwei Prozent im Euroraum noch stimulierend auf die Wirtschaft gewirkt. Heute liegt diese Schwelle bereits etwa bei null Prozent. Mit anderen Worten: Nur durch ihr Anleihekaufprogramm schafft es die EZB, die Konjunktur anzuregen.

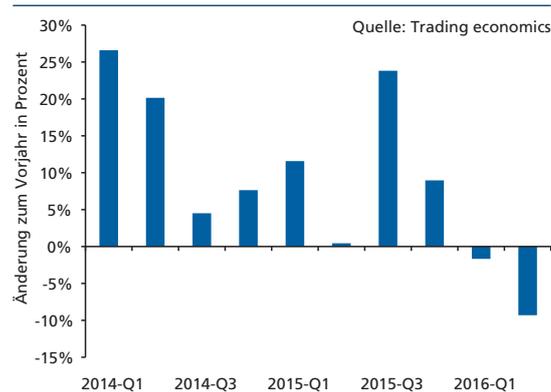
Vor diesem Hintergrund hat die EZB inzwischen bei den Regierungen verstärkte Anstrengungen um Strukturreformen angemahnt. Genannt werden hierbei die Senkung der Steuerlast, Rentenreformen und eine Verbesserung der Rahmenbedingungen für Innovation und Ausbildung. Dazu kommt eine weitere Deregulierung von Arbeits- und Kapitalmärkten, um den Wettbewerb und damit mehr Effizienz zu fördern. Zwar sind diese wirtschaftlichen Herausforderungen schon länger bekannt, doch die aktuellen Schocks, nicht zuletzt der jetzt drohende „BREXIT“, könnten den Handlungsdruck für die Politik erhöhen, sich also letztlich als heilsam erweisen.

Asien: Japan, China, Schwellenländer

In Japan ist das Wirtschaftswachstum im letzten Jahr wie auch Anfang 2016 hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Für 2016 erwarten Konjunkturbeobachter im Mittel nur noch einen Zuwachs um 0,6 Prozent, für 2017 um 0,4 Prozent. Offenbar kommen die Strukturreformen, die zur Stimulierung der Investitionstätigkeit benötigt werden, nicht voran. Deshalb hat Premierminister Abe eine Verschiebung der für April 2017 geplanten Mehrwertsteuererhöhung verfügt. Gleichzeitig sind vor dem Hintergrund des wieder stärkeren Yens die Exporte rückläufig, was nicht zuletzt den

Rückgang der Gewinne um neun Prozent im ersten Quartal bewirkt hat. Angesichts dessen wird erwartet, dass sich Abe mit vorgezogenen Neuwahlen noch in diesem Jahr das politische Mandat für weitere Reformen geben lässt.

Japan: Unternehmensgewinne sacken ab



China, die größte Wirtschaft in Asien, befindet sich gerade in einer Phase konjunktureller Stabilisierung bei gleichzeitig langfristiger Abschwächung des Wirtschaftswachstums. Vor diesem Hintergrund verfolgt die Regierung eine expansive Geld- und Fiskalpolitik. Das Wachstum der Geldmenge hat sich auf über 17 Prozent beschleunigt und zeigt sich insbesondere in einer steigenden Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen. Die Realzinsen betragen derzeit nur wenig über zwei Prozent. Gleichzeitig wertet die Währung Renminbi seit April wieder allmählich ab, was zusätzlich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure verbessert.

Daneben betreibt die Regierung eine expansive Fiskalpolitik, um Unternehmen bei ihren Sanierungs- und Umstrukturierungsbemühungen zu unterstützen. Allerdings soll die damit verbundene Kreditaufnahme von 3,2 Prozent des BIP im Jahresverlauf wieder reduziert werden.

Wichtigstes Ziel für die Regierung bleibt es, den Übergang zu niedrigeren Wachs-

Japanischer Premier verschiebt Mehrwertsteuer Erhöhung

Die Wachstumsverlangsamung in China ist typisch für den Übergang zum Industrieland



tumsraten abzufedern. So dürfte sich das diesjährige Wirtschaftswachstum auf 6,7 Prozent und das für 2017 auf 6,2 Prozent abschwächen. Eine solche Verlangsamung ist typisch für den Übergang zum Industrieland. Dabei gewinnt der private Verbrauch an Bedeutung; er macht derzeit bereits über zwei Drittel des Wirtschaftswachstums aus. Demgegenüber haben die Investitionstätigkeit der Unternehmen sowie die Exporte in den letzten Jahren an Gewicht eingebüßt. Interessanterweise nahmen die Importe Chinas aus den asiatischen Schwellenländern in den letzten Jahren zu. So nimmt China mittlerweile 15 Prozent der Exporte der asiatischen Schwellenländer auf. Daraus erklärt sich auch eine zunehmende Synchronisierung der Konjunktur- und Zinszyklen in Asien.

Wie die Regierung erkannt hat, erfordert der Übergang eine Stärkung der Marktkräfte, um den Bedürfnissen einer breiteren Konsumentenschicht Rechnung zu tragen und Innovationen zu fördern.

Vor allem geht es um eine weitere Liberalisierung der Kapitalmärkte und die Freigabe der Währung. Insofern wird die Regierung eine weitere „kontrollierte Abwertung“ etwa im Ausmaß der letzten drei Monate zulassen, um damit auch der Kapitalflucht entgegenzuwirken. Mit dem Erreichen eines stabilen Wechselkurses sinkt wiederum das Risiko negativer Rückwirkungen von

Währungsbewegungen auf die inländischen Geld- und Anleihemärkte, wie es zu Jahresbeginn zu beobachten war.

Insgesamt dürften die Volkswirtschaften und Kapitalmärkte Asiens sich auf dem Weg zu einem mäßigeren, aber nachhaltigeren Wachstum befinden.

Fazit für die Anlagepolitik

Trotz anhaltender politischer Risiken, wie gerade das BREXIT-Votum gezeigt hat, bleibt das Kapitalmarktumfeld positiv für realwirtschaftliche Anlagen wie Aktien, Rohstoffe und Immobilien. Die Konjunktur bleibt auf dem Wachstumspfad, gleichzeitig unterstützen niedrige Zinsen weiterhin die Finanzmärkte.

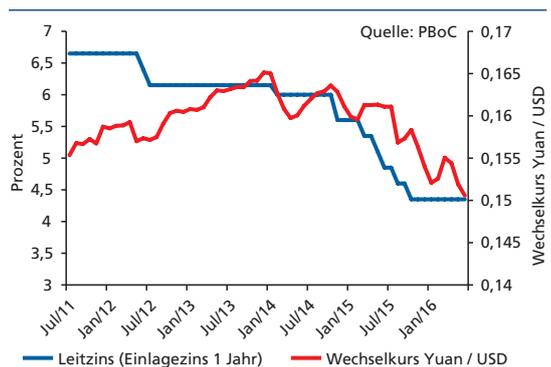
Für Unternehmen verheißen die niedrigen Zinsen bei stabilen Konjunkturaussichten zum einen eine Kostenentlastung. Zum anderen führen anhaltend tiefe Zinsen zu einem erhöhten Unternehmenswert auf „Fair-Value-Basis“. Dies schlägt sich insbesondere in der Aktienbewertung über eine geringere Abzinsung der zukünftigen Erträge in einem höheren Gegenwartswert nieder. In den Börsenkursen spiegelt sich dies jedoch noch nicht wider.

Europäische Aktien erschienen damit aufgrund der günstigen Bewertung besonders attraktiv. Asiatische Papiere dürften dagegen von überdurchschnittlichem Wachstum profitieren.

Auch bei Immobilien ist die positive Wirkung der anhaltend niedrigen Zinsen sowohl für Kapitalanleger als auch für Bauherren spürbar. Der Bedarf an Rohstoffen, vor allem Metallen, wird durch die stabile Konjunktur gefördert. Wegen des Produktionsüberhangs sollte sich dies allerdings vorerst nicht in bedeutenden Preisanstiegen niederschlagen.

Europäische Aktien erschienen aufgrund der günstigen Bewertung besonders attraktiv

China - Leitzinssenkung schwächt Yuan-Wechselkurs



Journal- und Gastbeiträge



Brasilianische Baustellen

30



Niedrigzinsumfeld
Krisenbewältigung auf Kosten der Zukunft

33



Der Inflations-Phönix in der Asche

37



Interview – VTG AG
Vom Staatsbetrieb zum Marktführer!

40

Brasilianische Baustellen

Übergangspräsident will eine Brücke in die Zukunft bauen



Bildnachweis: REUTERS/Sergio Moraes



Dr. Stefan Klotz,
VIF-KlotzConsulting

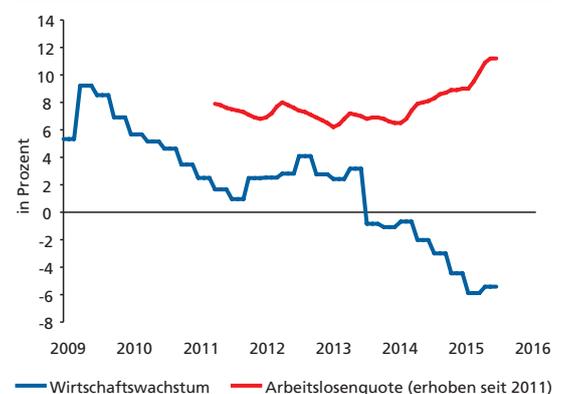
Brasilien scheint auf dem Weg zum Absteiger des Jahrzehnts

Brasilien ... mit wenigen Ländern verbindet der Mitteleuropäer so viel Lebensfreude. Karneval in Rio, Sonne, Strand und Meer an der Copacabana, und unter dem Zuckerhut die Zuckerpässe begnadeter Fußballer. Doch halt – war da nicht etwas? Vor zwei Jahren, bei der als großes Fest geplanten Weltmeisterschaft im eigenen Land, blamierte sich die „Seleção“ mit dem 1:7 gegen Deutschland bis auf die Knochen.

Als besonders schmerzhaft wurde die Niederlage empfunden, weil das Land ahnte: Dieses sportliche Desaster weist über sich selbst hinaus. Es steht symptomatisch für die Probleme, die sich im Land auftürmen, und die Ursachen sind auch vergleichbar. Denn nicht nur im Fußball, sondern auch ökonomisch ist das fünftgrößte Land der Welt abgestiegen. Vor einem Jahrzehnt galt es unter den aussichtsreichen BRIC-Ländern noch als Musterschüler, der gegenüber Russland, Indien und China am

besten positioniert sei. Davon kann längst keine Rede mehr sein. Brasiliens Wachstum, das zu Beginn dieses Jahrzehnts noch bei über sieben Prozent lag, verringerte sich zunächst immer mehr.

Das Wachstum kollabiert, die Arbeitslosenquote steigt



Ausgerechnet seit der Fußball-WM schrumpft die Wirtschaftsleistung um in-

zwischen acht Prozent in zwei Jahren.

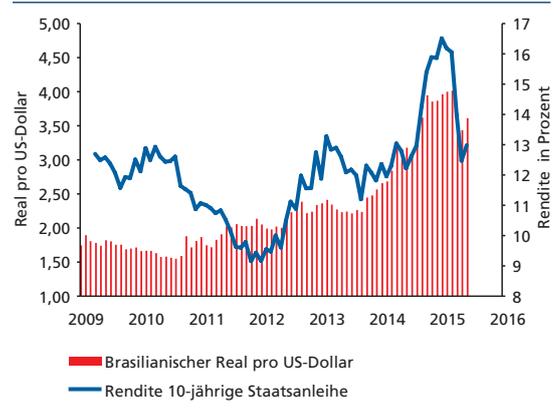
Als einer der größten Erdölexporteure weltweit leidet Brasilien naturgemäß besonders unter dem Kollaps der Ölpreise. Auch die Preise für andere wichtige Rohstoffe wie Eisenerz und Agrargüter sind weit von ihren vor Jahren erreichten Höchstständen entfernt. Doch handelt es sich dabei nur um Auslöser, nicht um Ursachen. Wie im Fußball waren auch in Brasiliens Ökonomie vor dem Debakel die bereits offenkundigen Schwächen nur mit viel Glück übertüncht worden.

Die größte Schwäche Brasiliens liegt zweifelsohne in der strukturell etablierten Korruption. Im Fußball gilt es als offenes Geheimnis, dass bereits die Förderung von Jugendlichen nur über Schmiergeld funktioniert. Noch schlimmer ist es in der Politik, denn Wahlkämpfe können die nur lose organisierten Parteien nicht finanzieren. Wer gewählt wird, will daher auf seine Kosten kommen. Kein Problem – in dem zersplitterten und von Gruppierungen ohne weltanschauliches Fundament besetzten Parlament bieten sich dem Skrupellosen ergiebige Geldquellen. Der Fisch stinkt vom Kopf her, daher stuft Transparency International Brasilien in seinem internationalen Korruptionsindex hinter Ländern wie Griechenland oder Sambia auf Platz 76 ein – mit starker Tendenz zum Schlechteren.

Inzwischen wird gegen mehr als die Hälfte der Parlamentarier ermittelt und die Korruptionsskandale haben sich längst zu mehr als einer Regierungskrise ausgeweitet. Die Staatsanwaltschaft hat beim wichtigsten Unternehmen des Landes, dem halbstaatlichen Ölkonzern Petrobras, ein besonders übel wucherndes Korruptionsgeflecht aufgedeckt. Besonders pikant: Die erst im Jahr 2015 mit knapper Mehrheit wiedergewählte Staatspräsidentin Dilma Rousseff war lange Jahre Aufsichtsratsvorsitzende bei Petrobras. Dies führte, natürlich auch

vor dem Hintergrund der katastrophalen wirtschaftlichen Entwicklung, zu stetig anwachsenden Massenprotesten. Auch die Finanzmärkte ließen an ihrem Misstrauen keinen Zweifel aufkommen: Die Rendite der Staatsanleihen schoss auf über 16 Prozent nach oben; der Außenwert der Landeswährung Real hat sich in fünf Jahren halbiert. Schließlich wurde Rousseff ihres Amtes enthoben – für zunächst 180 Tage und nur wegen angeblicher Manipulationen am Staatshaushalt.

Währungs- und Zinsentwicklung: Skeptische Anleger verlangten immer mehr



Die neue Übergangsregierung unter Michel Temer, dem bisherigen Vizepräsidenten, startete wegen der dubiosen Umstände des Machtwechsels unter skeptischer Beobachtung. Temer steckte zudem viel Kritik ein, weil er für sein Kabinett weder Frauen noch Afrobrasilianer nominierte. Von diesen „reichen weißen Männern“ mussten drei Minister bereits nach wenigen Wochen zurücktreten, weil auch sie Korruptionsvorwürfe nicht entkräften konnten. Und doch avancierte die neue Regierung plötzlich zum Hoffnungsträger. Temer, der sich nach eigener Aussage nicht zur nächsten Wahl stellen möchte, scheint entschlossen, ohne Rücksicht auf seine Popularität die links-interventionistische Wirtschaftspolitik beenden und den jahrzehntealten Reformstau auflösen zu wollen. Seine Ziele hat er im vergangenen Herbst in einer Denkschrift

Das Land wehrt sich gegen den Würgegriff der Korruption

Die schwach gestartete Übergangsregierung lässt plötzlich neue Zuversicht keimen

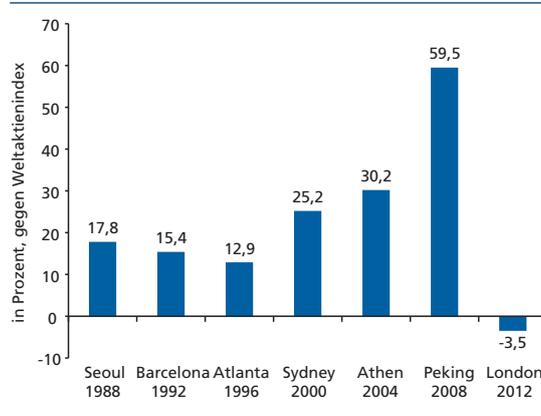
Mit den Olympischen Spielen verbinden sich viele Hoffnungen

skizziert: „Eine Brücke in die Zukunft“ beschreibt seinen umfassenden Reformplan. Eine Vereinfachung des komplizierten Steuersystems will er ebenso erreichen wie eine Modernisierung des antiquierten brasilianischen Arbeitsrechts. Im Zentrum der Anstrengungen stehen aber die ausgeufernten Staatsausgaben, die in den vergangenen zwei Jahrzehnten viel stärker gewachsen sind als die Wirtschaftsleistung. Temer plant, die Ausgaben nur noch mit der Inflationsrate ansteigen zu lassen, also real einzufrieren. Um dieses politische Kunststück gelingen zu lassen, hat Temer wohl bei der Bildung seines Kabinetts darauf geachtet, die etablierten Interessengruppen und Regionalvertreter einzubinden.

Als gäbe es nicht schon genügend Herausforderungen, hat Mitte Juni der Gouverneur des Bundesstaates Rio de Janeiro den finanziellen Notstand ausgerufen. Trotz harter Sparprogramme war es nicht gelungen, die Einnahmehausfälle auszugleichen. Nun muss Temers Bundesregierung einspringen, um die völlige Zahlungsunfähigkeit des Teilstaats zu verhindern und eine internationale Blamage abzuwenden. Denn im August ist sprichwörtlich die Welt zu Gast in Rio, das die XXXI. Olympischen Sommerspiele austragen wird. Derzeit kann sich niemand heitere Spiele vorstellen.

Doch eigentlich könnten die Olympischen Spiele ein gutes Omen für den brasilianischen Aktienmarkt sein. Denn wer in den letzten Jahrzehnten am Tag der Eröffnungsfeier Aktien des Gastgeberlandes kaufte, hat im darauf folgenden Jahr den Weltaktienmarkt geschlagen.

Relative Performance des Gastgeberlandes im Jahr nach der Eröffnungsfeier



In jedem Fall setzen zahlreiche Investoren große Hoffnungen auf eine Lösung der politischen und ökonomischen Krise Brasiliens, wie sich nach dem Markttief Ende Januar zeigte: Plötzlich schossen die Kurse nach oben. In nur drei Monaten war für Euro-Anleger ein Plus von bis zu 60 Prozent möglich. Ihre Überlegung: Brasilien liegt derart am Boden, dass es nur noch aufwärts gehen kann. Doch wer auf den Wiederaufstieg Brasiliens setzen möchte, wird starke Nerven und Geduld benötigen.

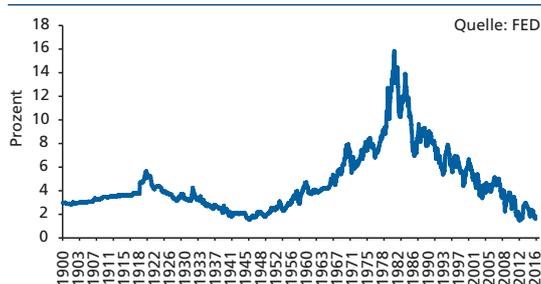
Auf Besserung hoffen weiter auch die Fußballer, denn bei der Amerika-Meisterschaft schied die Nationalmannschaft im Juni wieder vorzeitig aus. Auf den von den Fans mitgebrachten Flaggen prangte dabei wie immer der brasilianische Wahlspruch „Ordem e progresso“. Ordnung und Fortschritt braucht Lateinamerikas größtes Land tatsächlich so nötig wie noch nie. Vielleicht erweisen sich die Spiele in Rio als der ersehnte Wendepunkt und das Land betritt endlich die Brücke in Richtung Zukunft. ●

Niedrigzinsumfeld – Krisenbewältigung auf Kosten der Zukunft

„Das Billig-Geld-Spiel ist endlich. Geht es weiter wie bisher, sind weitere schwere Finanzkrisen unausweichlich.“ (Prof. Hendrick Müller, TU Dortmund, in SPIEGEL ONLINE, 15.06.16)

Seit dem Zusammenbruch der US-Bank Lehman Brothers im Herbst 2008 und der darauf folgenden weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise befinden sich die Leitzinsen in allen großen Industrieländern nahe der Null-Prozent-Marke. Vorübergehende Versuche einer Erhöhung des Zinsniveaus (EZB 2011) wurden angesichts der Eurokrise schnell wieder aufgegeben. Stattdessen fielen nicht nur die Leitzinsen, sondern auch die Renditen aller zinstragenden Anlagen weltweit auf historische Tiefs. Ein Ende der Niedrigzinsphase ist derzeit noch nicht abzusehen. Selbst die amerikanische Notenbank, die eine US-Zinswende postuliert hat, nimmt ihre Zinsprognosen bereits wieder zurück bzw. verschiebt die geplanten Erhöhungen nach hinten.

Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen

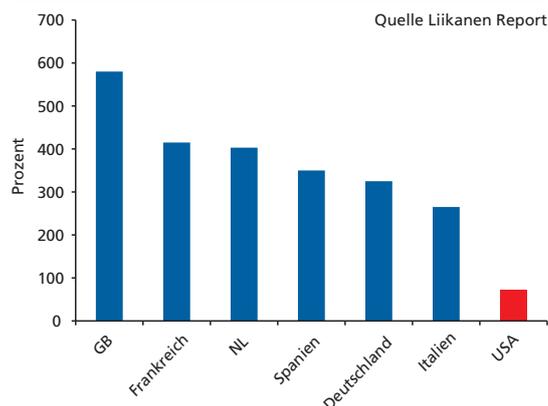


Inzwischen wird deutlich, dass die Notenbanken eher Getriebene als Verursacher der Zinsdepression sind. Gleichzeitig ist zu erkennen, dass die wirklichen Ursachen dieser Entwicklung nicht nur tiefer liegen, sondern sich wahrscheinlich mit zunehmender Dauer wechselseitig verstärken.

Wir machen dabei drei wichtige Einflussfaktoren aus:

- 1. Überdimensionierung des globalen Bankensystems:** In den USA beträgt die Bilanzsumme der Banken 80 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP), in Europa sogar 350 Prozent des BIP. Die notwendige Konsolidierung der Branche wird durch die günstigen Refinanzierungsbedingungen der Zentralbanken verschleppt.
- 2. Mangelnder Schuldenabbau:** Nur über deutlich verringerte Schuldenquoten kann das Vertrauen der Anleger wiederhergestellt werden. Das billige Geld bewirkt aber das Gegenteil – es gab noch nie so günstige Konditionen. Schulden „rentieren sich“!
- 3. Überkapazitäten:** Höhere Produktivität und internationale Arbeitsteilung führen zu niedrigeren Preisen und damit weiter fallenden Inflationsraten. Gleichzeitig fördern niedrige Zinsen weitere Investitionen und damit den Aufbau von Überkapazitäten.

Europas Banken überdimensioniert: Bilanzsummen der Banken im Verhältnis zum BIP



Dr. Michael Clauss,
Dozent für Volkswirtschaftslehre und
Wirtschaftspolitik

Die Notenbanken sind eher Getriebene als Verursacher der Zinsdepression

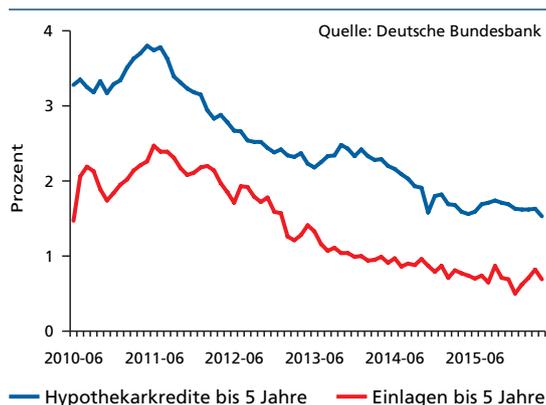


Die niedrigen Zinsen selbst tragen durch die Verzögerung des Schuldenabbaus und die Verhinderung notwendiger Strukturformen zu diesem Dilemma bei. Die Folgen können für Unternehmen und Privatpersonen gravierend sein und zeigen sich in den verschiedensten Bereichen:

1. Banken: Niedrigzinsen verstärken Wettbewerbsdruck und drängen Banken ins Risiko

Dass sich die niedrigen Zinsen mittlerweile vom Segen zum Fluch gewandelt haben, zeigt sich besonders deutlich bei den Banken. Anfangs halfen die durch die Finanzkrise induzierten Zinssenkungen den Banken sehr. Die Refinanzierungskosten konnten deutlich zurückgeführt werden. Diese Entlastung ist jetzt aber abgeschlossen. Trotz wachsenden Kreditgeschäfts nehmen die Erträge daraus stetig ab, denn die Margen werden durch die niedrigen Zinsen immer geringer. Für herausgegebene Kredite bekamen deutsche Banken in ersten Quartal dieses Jahres nur noch 1,5 Prozent Zinsen gegenüber 3,2 Prozent zu Beginn 2012. Für Kontoeinlagen und Termingelder liegen die Zinssätze im „Marginalbereich“. Großkunden werden sogar die negativen Einlagensätze der EZB weitergereicht. Hier werden bis zu 0,45 Prozent vom Kunden verlangt.

Banken in Deutschland: sinkende Zinsmargen (Zins auf Einlagen und Hypothekarkredite)



Sinkende Zinsen bedeuten sinkende Zinsmargen und damit eine abnehmende Attraktivität des Kreditgeschäfts. Dass das Geschäftsmodell vieler Banken und Sparkassen gerade in Deutschland unter Druck geraten ist, zeigt sich daran, dass trotz rückläufiger Zahl der Banken der Wettbewerbsdruck zugenommen hat. Die extrem niedrigen Zinsen haben zudem eine schnellere Konsolidierung der Bankenlandschaft letztlich verhindert, da Bilanzen entlastet wurden.

Eine weitere Folgeerscheinung ist eine verstärkte Hinwendung der Banken zum nur teilweise bilanzwirksamen, aber risikoreicheren Wertpapier- und Immobiliengeschäft. Das Niedrigzinsumfeld verstärkt den Ertragsdruck, der auf den Banken lastet. Wieder zunehmende Kreditausfallraten ebenso wie die Hinauszögerung einer Bankenkonsolidierung sind offensichtliche Folgen der Zinsflaute und bestätigen letztlich die Fehlallokation von Kapital.

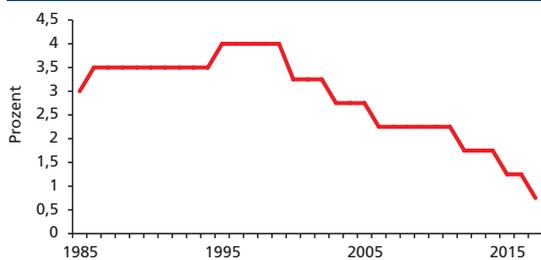
2. Versicherungen: negative Kapitalrenditen und Druck auf Alterssicherung

Noch problematischer sind die Auswirkungen der Zinsdepression auf das Versicherungs- und hier vor allem auf das Lebensversicherungsgeschäft. Denn durch gesetzliche Vorgaben hinsichtlich Sicherheit und Liquidität (Solvency-Richtlinie) sind die Versicherer in ihren Anlagen stark eingeschränkt. Dies trifft insbesondere Risikoanlagen wie Aktien. Doch auch ohne diese Regeln investieren Lebensversicherer (insbesondere deutsche) meist nur im niedrigen einstelligen Prozentbereich in Aktien. Die niedrigen Zinsen und die weiter steigende Lebenserwartung führen dazu, dass der sogenannte Garantiezins von Lebensversicherungen im nächsten Jahr auf ein historisches Tief von 0,75 Prozent reduziert wird.

Zunehmende Kreditausfallraten sind eine Folge der Zinsflaute



Garantiezins deutscher Lebensversicherer



Quelle: Gesamtverband der deutschen Versicherer GDV

Die Entlastung, die der Gesetzgeber mit der Absenkung der Zinsgarantien erreichen will, reicht aber nicht aus, um die demografisch absehbare Deckungslücke abzufedern. In vielen Altverträgen ist noch eine Garantieverzinsung von 4,5 Prozent festgeschrieben. Die dafür notwendigen Erträge können mit sicheren Anleihen nun aber nicht mehr erzielt werden. Damit stehen Versicherer vor einem Dilemma: Einerseits sind sie gezwungen, die Deckungslücke durch Veräußerung ihrer höher verzinsten Anleihen und der noch höher rentierlichen Immobilien aufzufüllen. Andererseits beschränkt gerade dies ihre Möglichkeit, weiterhin höhere Ausschüttungen und beispielsweise steigende Immobilienpreise zur Erwirtschaftung attraktiver Renditen zu nutzen.

Sollte es mittelfristig zudem zu einer Zinswende kommen, drohen den Versicherern besonders empfindliche Kapitalverluste. Damit verstärkt sich noch einmal der Druck, Realwertanlagen zu kaufen. Für Versicherer verschärft sich durch das Niedrigzinsumfeld der Drahtseilakt zwischen kurzfristiger Liquiditätssicherung und Erwirtschaftung langfristiger ausreichender Rendite enorm!

3. Industrie: schwache Währung und günstige Refinanzierung wirken positiv

Industrie, Handel und Bauwirtschaft profitieren dagegen von der aktuellen Niedrigzinsphase: Zunächst verringern sich mit

dem Zinsrückgang die direkten Finanzierungskosten. Damit werden nun auch Projekte finanzierbar, die entweder geringe Renditen oder hohe Anlaufkosten aufweisen wie beispielsweise forschungsintensive Produkte und Verfahren in der Pharmaindustrie oder im Zusammenhang mit dem aktuellen Technologiesprung (Industrie 4.0). Nähere Informationen zu diesem Thema finden Sie im Jahresbericht 2014/15. Nicht zuletzt profitiert auch der Wohnungsbau sehr stark von der Konstellation.

Die niedrigen Zinsen führen daneben auch zu einem erhöhten Unternehmenswert. Dies schlägt sich insbesondere in der Aktienbewertung nieder. Geringere Schuldzinsen und ein höherer Unternehmenswert verbessern aber auch die Kapitalstruktur, was wiederum die Refinanzierung der Unternehmen generell erleichtert.

Ein weiterer Vorteil für die Unternehmen ist die durch niedrige Zinsen eher schwach gehaltene Währung. Die zu exportierenden Güter erscheinen im Währungsausland günstiger und erzielen dadurch einen Wettbewerbsvorteil.

Jedoch gilt auch hier: Diese Therapie ist nicht ohne Nebenwirkungen. Es besteht nämlich zum einen die Gefahr übermäßiger Fremdfinanzierung und zum anderen die Gefahr einer Fehlallokation. Die günstige Finanzierung von Investitionen ermöglicht letztlich auch Projekte mit unzureichendem Rendite-Risiko-Profil.

4. Private: kurzfristiger Nutzen versus langfristiger Schaden

Auch die Privathaushalte können bei vordergründiger Betrachtung als Nutznießer der Niedrigzinsphase gelten. Denn zum einen müssen sie als Konsumenten weniger für Anschaffungskredite aufwenden, zum anderen profitieren sie als Arbeitnehmer von der positiven Wirkung der Zinsen auf

Für Versicherer verschärft sich der Drahtseilakt zwischen Liquiditätssicherung und Rendite

Niedrige Zinsen bergen die Gefahr von Fehlallokationen



die Beschäftigung und somit auch auf die Konjunktur.

Dem stehen allerdings die negativen Auswirkungen auf ihre Spartätigkeit gegenüber. Dies betrifft sowohl die klassischen Sparkonten als auch verschiedene Formen der Altersvorsorge – vor allem Lebensversicherungen. Der wichtige Zinseszinsseffekt geht bei einer Null-Verzinsung vollständig verloren.

Dazu ein kleines Rechenbeispiel: Anfangskapital 10.000 Euro, Sparrate 150 Euro pro Monat, Verzinsung fünf Prozent, Anspardauer 35 Jahre, **Ergebnis 222.139 Euro**. Im Vergleich dazu die aktuelle Situation: Verzinsung 0,10 Prozent unter sonst gleichen Bedingungen, **Ergebnis 74.473 Euro**.

Die gegenwärtige Rentnergeneration hatte durch den Zinseszinsseffekt beim Sparen die Möglichkeit, ein nicht unerhebliches Polster für die Zukunft aufzubauen. Das ist heute aber nur durch ungleich höhere Sparraten möglich. Um das gleiche Ergebnis zu erzielen, müsste die Sparrate auf nahezu 500 Euro pro Monat erhöht werden!

Durch alternative Sparformen wie aktienlastige Pensionsfonds oder Realanlagen, z. B. in Form von Immobilien, könnten sich Sparer der Zinsflaute entziehen. Dies würde

jedoch gerade bei den traditionell konservativen deutschen Sparern eine deutlich höhere Risikobereitschaft und eine teilweise deutlich längere Kapitalbindung voraussetzen.

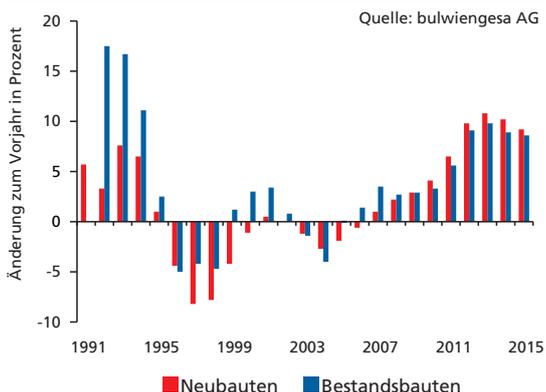
Zu beachten ist außerdem der Einfluss auf bereits angesparte Beträge. Bei Zinsen von nahe Null, aber Inflationsraten von etwa einem Prozent verliert das Kapital jedes Jahr rund ein Prozent an Wert. Fachleute sprechen hier von finanzieller Repression. Die Auswirkungen würden sich noch verstärken, wenn im Zuge der Niedrigzinspolitik die Inflation wieder anzöge. In den 1970er-Jahren verursachten die Rohstoffpreise ein solches Szenario. Neben dem Kaufkraftverlust im eigenen Währungsraum würde sich dies bei importierten Waren, aber auch bei Reisen ins Ausland stark bemerkbar machen.

5. Staat: größter Nutznießer der Niedrigzinsen

Von den aktuellen Niedrigstzinsen profitieren vor allem die Staaten, allen voran die europäischen Peripherieländer. Hierzu ein einfaches Rechenbeispiel: Wenn Länder wie z. B. Italien für ihre Schulden anstatt 2,5 Prozent Zinsen 5,5 Prozent zahlen müssten (während der Finanzkrise lagen die Renditen für zehnjährige italienische Anleihen sogar bei 7,5 Prozent), führte dies zu einer Mehrbelastung von 66 Milliarden Euro. Italiens Gesamtwirtschaftsleistung liegt bei 1,6 Billionen Euro. Somit würde dieser Zinsunterschied eine Mehrbelastung von über vier Prozent bezogen auf das BIP bewirken – das Vierfache des aktuellen Wirtschaftswachstums! Deutlich steigende Zinsen sind aus aktueller Warte für viele (schwächere) Länder kaum mehr finanzierbar. Die hoch verschuldeten Länder würden bei „normaler“ Zinslage sehr schnell in Bedrängnis kommen. Marktturbulenzen und erneute Rettungsaktionen oder sogar Staatspleiten wären die Folge. Das wollen

Deutlich steigende Zinsen wären für manche Länder kaum mehr finanzierbar

Deutschland: Kapitalrendite von Wohnimmobilien



weder die Zentralbanken noch die Staaten selbst. Aus dieser Sicht wird es interessant zu beobachten, was die Zentralbanken unternehmen, wenn die Inflationsraten wieder steigen sollten. Eine höhere Inflation bei weiter sehr niedrigen Zinsen führt bei den Staaten zu einer sukzessiven Entschuldung, da die Inflation die Schulden abwertet. Hierbei findet eine Vermögensumverteilung von Privatpersonen auf den Staat statt – Sparer verlieren, Schuldner (Staaten) gewinnen!

6. Fazit: Gesamtwirkungen des Niedrigzinsumfeldes

Der Zins als der Preis für die Verwendung von Kapital stellt nach der Geldwerttheorie ein entscheidendes Regulativ für Konjunktur und Wachstum dar. Die aktuelle Nullzinsphase begünstigt eindeutig die Verwendung von Kapital und damit Unternehmen, Konsumenten, Investoren und Staa-

ten. Dagegen werden die Kapitalbildung und letztendlich die Sparer benachteiligt. Niedrige Zinsen stimulieren zwar die wirtschaftliche Entwicklung, können aber langfristig zu strukturellen Fehlentwicklungen führen. Investitionen, die sich auch bei sehr niedrigen Finanzierungszinsen noch rentieren, werden bei höheren Kapitalkosten schnell zu Fehlentscheidungen. Ein Ausbau renditeschwacher Fertigung und eine Überproduktion sind die Folgen, die später die Gefahr von Gewinnrezession und Entlassungen mit sich bringen. Daneben verleiten die Niedrigstzinsen auch Investoren zu Fehlallokationen. Als solche könnte sich auch noch der anhaltende Immobilienboom erweisen. Durch Fehlallokationen von Kapital bilden sich in diesem Zusammenhang Blasen, die früher oder später platzen und schwere strukturelle Schäden hinterlassen. Anpassungsrezessionen sind oft unvermeidbar. ●

**Zu niedrige
Finanzierungs-
kosten führen
bei Investitionen
schnell zu Fehl-
entscheidungen**

Der Inflations-Phönix in der Asche

Die Preisstabilität wird nicht ewig andauern – mit Folgen für alle Investoren

Als würde jemand, der lange gegen eine Überschwemmung gekämpft hat, nun um Regen beten: Inflation war für Generationen von wirtschaftlich interessierten Menschen immer nur etwas, von dem es zu viel gab.

Auf einmal jedoch ist es genau anders herum: Die Inflationsraten sind auf der Nulllinie gelandet und viele Ökonomen haben Angst vor einer Deflation: Sie fürchten, in einem Umfeld fallender Preise würden viele Anschaffungen auf die lange Bank geschoben, mit schweren Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum. Aus diesem Grund lassen Zentralbanken wie die EZB nichts unversucht, um wieder Inflation herbeizuzwingen – bislang jedoch vergeblich.

Aus Anlegersicht bestimmt die Inflationsentwicklung zentrale Investitionsentscheidungen. Insbesondere hat sie maßgeblich dazu beigetragen, dass die Zinsen sicherer Anlagen unter jedes einst vorstellbare Maß gesunken sind. Sie ist damit entscheidend verantwortlich für die schwierige Situation, in die nicht nur Stiftungen und Lebensversicherungen wegen der geschrumpften Zinserträge geraten sind. Auch der Immobilienboom ist mitunter auf die fast beispiellos geringen Preissteigerungsraten zurückzuführen, denn diese drückten ihrerseits die Hypothekenzinsen auf ein Niedrigstniveau. So stellt sich die gewichtige Frage: Kann denn die Inflation wieder durchstarten?

Die Antwort darauf erhofft man sich von

**Dr. Stefan Klotz,
VIF-KlotzConsulting**

**Früher gab es viel
Inflation, mittler-
weile ist sie zu
niedrig**

den Wirtschaftswissenschaften, die in der Tat jede Menge Theorien zum Thema zu bieten haben. So wird zwischen „Cost Push“- und „Demand Pull“-Inflationen unterschieden. Im ersten Fall sind es über die gesamte Volkswirtschaft wirkende Kostensteigerungen, die auf das allgemeine Preisniveau durchschlagen. Als exemplarisch dafür gilt der Ölpreisschock von 1973, der für hohe Inflationsraten bei stagnierender Wirtschaftsleistung sorgte. Im anderen Fall übersteigt die Nachfrage die vorhandene Produktion, was nur durch höhere Preise ausgeglichen werden kann. Beide Erläuterungen beschreiben theoretisch wichtige Mechanismen, vergleichen aber nur sehr statisch eine Situation mit der anderen. Den Anspruch, wirklichkeitsnah dynamische Entwicklungen zu erklären, hat insbesondere der Monetarismus. Seiner zentralen These zufolge ist Inflation immer und ausschließlich ein Phänomen, das durch eine zu hohe Geldmenge entsteht. Die Geldmenge wird als eine Art Regler für die Teuerung interpretiert. Doch leider lässt sich die monetaristische These empirisch nicht überzeugend bestätigen. Auch andere Theorien zur Inflation scheiterten bislang an der Realität. Eine umfassende Theorie, mit der das Phänomen „Inflation“ unter den verschiedensten Umständen vollumfänglich erklärbar und befriedigend prognostizierbar wäre, gibt es somit noch nicht.

Auch wenn Ökonomen heute nur einige Aspekte inflationärer Entwicklungen erklären können, stehen sie dem Inflationsphänomen nicht gänzlich hilflos gegenüber. Die unmittelbare Wirkung einer schockartigen Änderung wie bei der Ölkrise lässt sich sehr eindeutig abschätzen. Und auch langfristige Konsequenzen struktureller Verschiebungen können zumindest qualitativ gut erklärt werden. Schauen wir uns an, was mit diesem Handwerkszeug über die aktuelle Situation gesagt werden kann:

Macht man sich bewusst, welche polit-

ökonomischen Einflussfaktoren die vergangenen Jahrzehnte geprägt haben, wird schnell klar: Die üblichen Quellen, aus denen sich Inflation speist, waren verstopft. Der Wegfall des Eisernen Vorhangs und die Öffnung Chinas haben Hand in Hand mit der fortschreitenden Globalisierung dafür gesorgt, dass Hunderte Millionen produktiver Arbeitskräfte dem System der globalen Arbeitsteilung zugewachsen sind.

Die Inflation ist auf Null abgesunken



Diese Konstellation hat die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer weltweit entscheidend geschwächt und dafür gesorgt, dass die Arbeitseinkommen nicht so stark gestiegen sind wie die Wirtschaftsleistung. Die Lohn-Preis-Spirale, die sich in den 1970er-Jahren noch so fleißig drehte, rostet daher seit drei Jahrzehnten vor sich hin.

Derzeit wird die Spirale aber geputzt und geölt. Und wieder einmal ist die Ursache dafür in China zu finden. Denn die chinesischen Wanderarbeiter haben ihre Ansprüche heraufgesetzt, und auch der westliche Konsument legt allmählich Wert darauf, dass sein Smartphone unter halbwegs menschenwürdigen Bedingungen produziert wird. Der stetige Kostendruck, den China mit seinen Waren in die Welt exportierte, lässt daher allmählich nach, und so beginnt der entscheidende Faktor wegzufallen, der unsere Teuerung lange gegen Null drückte. Hinzu kommt: Seit der Finanzkrise nimmt die Verflechtung der Weltwirtschaft nicht

Die Entwicklung des Preisniveaus kann noch nicht umfänglich erklärt werden

Kurzfristige Bewegungen und langfristige Trends werden jedoch recht gut verstanden



mehr zu. Vielmehr erhalten rückwärts gerichtete Vorstöße Zulauf, wie zuletzt die „BREXIT“-Abstimmung gezeigt hat. Eine protektionistischere Welt wäre eine mit mehr lokalen Monopolen und damit eine mit einer preistreibenden Struktur.

Der Ölpreis hinterläßt Spuren bei der Inflation

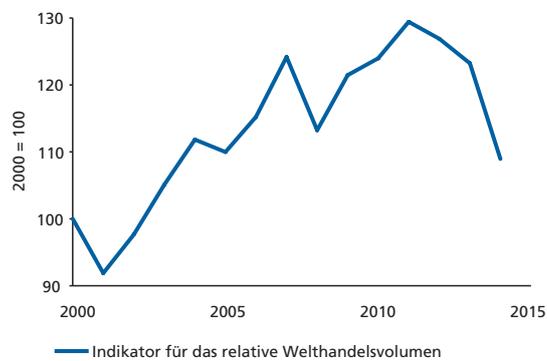


Während diese Effekte nur langfristig wirken, wird sich ein anderer schon bald bemerkbar machen. Die Rede ist vom Ölpreis, dessen Verfall seit zwei Jahren die Inflationsraten nach unten zieht. Für deren Berechnung ist jedoch immer die Veränderung gegenüber dem Vorjahr maßgeblich: Sollte sich der Ölpreis auf dem aktuellen Niveau stabilisieren, wird er bei der Berechnung der Preisentwicklung die Richtung wechseln und bereits im Herbst die Inflationsrate anschieben.

Die Erwartung, dass die Inflation nicht auf dem jetzigen Null-Niveau verharren, sondern wieder ansteigen wird, erscheint also durchaus begründet. Es gilt zu betonen, dass nicht die Geldpolitik dafür verantwortlich sein wird, sondern in absehbarer Zeit die Entwicklung des Ölpreises und langfristig-strukturell der Umstand, dass die seit einem Vierteljahrhundert gültigen Trends der Weltwirtschaft eine Umkehr signalisieren.

Ein Anstieg der Inflation auf ehemals gut bekannte und als harmlos erfahrene Niveaus mag auf den ersten Blick keine spektakuläre Nachricht zu sein. Doch die Anleger-

Die Globalisierung ist ein Trend von gestern



welt ist nicht mehr auf diese Niveaus eingerichtet. Denn steigende Inflationsraten werden steigende Zinsen nach sich ziehen, und steigende Zinsen bedeuten empfindliche Verluste für die Inhaber von Anleihen. Diesen Verlusten stehen wegen des aktuellen Zinsniveaus keine nennenswerten Zinserträge gegenüber. Besonders bitter wäre es, wenn die Realrenditen negativ blieben. Man stelle sich eine Bundesanleihenrendite von 1,5 Prozent bei einer Inflationsrate von 2,5 Prozent vor! Dies würde für Anleihehaber zweistellige Kursverluste bedeuten und gleichzeitig bei Neuinvestitionen in Anleihen noch immer keinen realen Ertrag versprechen.

Auch für einige Bereiche des Immobilienmarktes dürfte ein auch nur moderater Inflationsanstieg eine Herausforderung darstellen. Unterstellen wir ebenfalls eine Inflationsrate von 1,5 Prozent, würden neue Kreditverträge um mindestens die Hälfte teurer. Man darf bezweifeln, dass dies ohne gewisse Verwerfungen vonstatten gehen würde.

Das rechte Maß scheint es für Inflationsraten derzeit nicht zu geben. Investoren sollten sich in jedem Fall darauf einrichten, dass der Inflations-Phönix auch wieder aus der Asche emporsteigen kann. ●

Es gibt Anzeichen für moderat höhere Inflationsraten

Die Kapitalmärkte sind schlecht darauf vorbereitet

VTG AG - vom Staatsbetrieb zum Marktführer



Dr. Kai Kleeberg,
Vorstand Finanzen

Die VTG gehörte in den letzten zwei Jahren zu den Spitzenreitern im DAX Composite Index. Während der Index in dieser Zeit kaum von der Stelle kam, konnte die Aktie der VTG über 80 Prozent zulegen. HELLERICH & CO ist seit Längerem im Unternehmen investiert. Aus diesem Anlass sprechen wir mit dem Finanzvorstand Dr. Kai Kleeberg.

Herr Dr. Kleeberg, die VTG wurde in der Nachkriegszeit gegründet, was ist der Ursprung des Unternehmens?

Kai Kleeberg: Die VTG geht in ihrer heutigen Form auf den 1951 gegründeten Staatsbetrieb VTG Vereinigte Tanklager und Transportmittel GmbH zurück, der 1961 im Rahmen des Verkaufs an die Preussag (heute TUI-Gruppe) privatisiert wurde. Die Wurzeln einzelner Tochtergesellschaften reichen jedoch bis ins 19. Jahrhundert zurück.

Der Name VTG steht also für Vereinigte Tanklager und Transportmittel. Was sind die aktuellen Geschäftsschwerpunkte?

Kai Kleeberg: Die VTG ist heute der führende **Waggonvermieter** in Europa, zudem sind wir auch in Nordamerika und Russland aktiv. Über 80.000 Güterwaggons und etwa 1.000 unterschiedliche Wagentypen stehen uns zur Verfügung. Einen weiteren Schwerpunkt stellt die **Schiene-logistik** dar, mit der wir unter anderem Flüssigpro-

dukte, Industriegüter und Agrarrohstoffe transportieren. Der dritte Schwerpunkt ist die **Tankcontainerlogistik**. Mit rund 8.000 Tankcontainern können wir temperaturgeführte flüssige Produkte auf der Schiene, der Straße und dem Wasser von Tür zu Tür transportieren.

Wie muss man sich das vorstellen? Werden die Tanks dabei abmontiert?

Kai Kleeberg: Die Tanks müssen weder abmontiert, noch muss die Flüssigkeit beim Transport umgeladen werden. Der Kessel des Containers ist von einem stabilen Stahlrahmen umgeben. Wie beim Standardcontainer ist es somit möglich, den Tankcontainer problemlos auf Hochseeschiffe, Intermodalwaggons oder Lkw zu verladen.

Wer sich mit China und dessen Wirtschaft befasst, hört immer wieder von der neuen Seidenstraße. Werden Sie darauf auch „unterwegs“ sein?

Kai Kleeberg: Die Seidenstraße ist ein sehr



spannendes Projekt, um Asien und Europa noch besser zu verbinden. Gegenüber dem Seeweg verkürzt sich die Transportzeit von sechs Wochen auf 15-20 Tage. Die bereits laufenden regulären Containerzug-Verbindungen zwischen Deutschland und China sind sehr erfolgreich, was auch auf den Ausbau der Schieneninfrastruktur in Asien zurückzuführen ist. Das Breitspurnetz in den GUS-Staaten verhindert zurzeit noch eine durchgehende Fahrt, da Güter immer noch umgeladen werden müssen. Als einer der größten Vermieter von Intermodalwaggonen können wir hier bereits Lösungen anbieten. Über unsere Büros in Russland und Asien prüfen wir sehr genau, wo wir weitere Dienstleistungen auf der Seidenstraße anbieten können.

Die Deutsche Bahn hat kürzlich gemeldet, dass sie ca. 200 regionale Verladebahnhöfe schließen möchte. Sieht so die politische Unterstützung des Schienenverkehrs aus?

Kai Kleeberg: Dies ist ein schwieriges Thema. Die Politik hat immer deutlich gemacht, dass der Schienenverkehr wichtig ist, um die europäischen Klimaschutzziele zu erreichen und den drohenden Verkehrskollaps zu verhindern. Dennoch wurden mit der Senkung der Lkw-Maut im letzten Jahr und den immer höheren EEG-Abgaben für die Bahn Fakten geschaffen, die das Gegenteil bewirken. Zudem verzögern sich wichtige Schienen-Infrastrukturprojekte. Andere Länder sind in der Hinsicht wesentlich

weiter. So hat die Schweiz erst jüngst den Gotthard-Basistunnel eröffnet.

Die Deutsche Bahn verliert immer mehr Verkehr an private Unternehmen. Ist das gut oder schlecht für die Entwicklung der VTG?

Kai Kleeberg: Wir sind überzeugt, dass nur durch einen echten Wettbewerb unter den Bahngesellschaften der Verkehrsträger Schiene auch langfristig konkurrenzfähig zur Straße bleibt. Wer am Ende in Deutschland Marktanteile gewinnt oder verliert, ist für uns von untergeordneter Bedeutung, da wir als Waggonvermieter und Schienenlogistiker mit allen großen europäischen Bahngesellschaften zusammenarbeiten.

Wer in Gleisnähe wohnt oder arbeitet, ärgert sich insbesondere über die lauten Güterwaggons. Steht Lärmschutz bei Ihnen auch auf der Agenda?

Kai Kleeberg: Wer neben einer Autobahn wohnt, weiß, dass das Thema Lärm kein reines Bahnproblem ist. Dennoch nehmen wir das Thema sehr ernst. Wir haben uns zusammen mit den anderen privaten Waggonhaltern in Deutschland dazu entschlossen, die hiesige Flotte bis 2020 komplett auf leisere Bremssohlen umzustellen. Hierdurch halbiert sich das Lärmempfinden für das menschliche Gehör. Allerdings sind die neuen Bremssohlen mit höheren Wartungs- und Instandhaltungskosten verbunden, welche die Waggonhalter und am Ende auch die Kunden zu tragen haben.



Wie wird der Gütertransport in 20 Jahren aussehen?

Kai Kleeberg: Die Digitalisierung wird hier große Veränderungen mit sich bringen. Zukünftig lassen sich die technischen Zustände der Schienenfahrzeuge besser erfassen. Ausfälle können so deutlich reduziert werden. Daneben können u. a. Bewegungsdaten zur Optimierung der Logistikketten genutzt werden.

VTG ist in den letzten Jahren stark gewachsen. Wie sieht Ihre weitere Planung aus?

Kai Kleeberg: Wir haben seit dem 2007 erfolgten Börsengang für ein Old-Economy-Unternehmen ein rasantes Tempo hingelegt. Innerhalb von zehn Jahren haben wir unsere Flottengröße durch Wachstumsinvestitionen und Übernahmen verdoppelt und uns darüber hinaus mit dem Einstieg in den nordamerikanischen und russischen Markt auch geografisch diversifiziert. Nun sind wir dabei, das gesamte Unternehmen effizienter und agiler aufzustellen. Diese Entwicklungsstufe, die wir als VTG 4.0 bezeichnen, hat u. a. auch zum Ziel, bis 2018 den Gewinn je Aktie auf 2,50 Euro zu steigern.

Mit welcher Fristigkeit sind Sie im Kredit- und Anleihenbereich unterwegs und profitieren Sie von der Niedrigzinspolitik?

Kai Kleeberg: Wir haben im letzten Jahr 900 Millionen Euro unserer Verbindlichkei-

ten refinanziert. Hierdurch sind die Fälligkeiten unserer Finanzierungsinstrumente breit gestreut. Darüber hinaus haben wir neue Wachstumslinien von 300 Millionen Euro gesichert, um für die Zukunft genug finanziellen Spielraum zu haben. Durch die Refinanzierung zu deutlich verbesserten Konditionen sind wir in der Lage, rund zehn Millionen Euro jährlich an Zinskosten einzusparen. Dies macht sich natürlich in unserer Nettoprofitabilität bemerkbar.

Wie wird sich Ihr Unternehmen in den nächsten zwölf Monaten entwickeln?

Kai Kleeberg: Nach dem deutlichen Umsatz- und Ergebnisanstieg im Zuge der AAE-Übernahme wird die Waggonvermietung in diesem Jahr wieder moderate Verbesserungen beim Umsatz und EBITDA verzeichnen. Bei der Schienenlogistik erwarten wir ebenfalls eine Ergebnisverbesserung. In der Tankcontainerlogistik dürfte das EBITDA (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) bei einem leichten Umsatzanstieg etwa das Vorjahresniveau erreichen. Auf bereinigter Basis entspricht dies ebenfalls einem Anstieg, da der Vorjahreswert durch positive Einmaleffekte beeinflusst wurde.

Herr Dr. Kleeberg, vielen Dank für das Interview.

Die Fragen stellte Franz Haugg,
DR. HELLERICH & CO



HELLERICH

VERMÖGENSMANAGEMENT

DR. HELLERICH & CO GmbH

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

Wichtige Hinweise:

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

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

Es werden lediglich Meinungen dargestellt, die ohne Vorankündigung wieder geändert werden können. Daneben können die in unseren Publikationen vertretenen Meinungen auch von aktuell umgesetzten Anlagestrategien der 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 in deutscher Sprache erhältlich sind. Dem Anleger werden die Verkaufsunterlagen rechtzeitig vor Vertragsabschluss auf Verlangen auch in Papierform ausgehändigt. Hinweise zu Chancen und Risiken des Investmentfonds können dem ausführlichen Verkaufsprospekt entnommen werden. Anteile an dem Fonds dürfen nur in Ländern angeboten werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist und/oder eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde vorliegt. Insbesondere dürfen Anteile dieses Fonds weder innerhalb der USA noch an oder auf Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Dieses Informationsdokument und die in ihm enthaltenen Informationen richtet sich weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA, noch darf es in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes kann darüber hinaus auch in anderen Rechtsordnungen beschränkt sein. Grundlage für die in der Präsentation enthaltenen Tabellen und Grafiken sind, soweit keine Quelle vermerkt ist, eigene Daten der DR. HELLERICH & CO GmbH bzw. Bloomberg.

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

Bei der Unterlage handelt es sich um eine Marketingmitteilung.



HELLERICH

VERMÖGENSMANAGEMENT