

2017

Halbjahresbericht



HELLERICH



HELLERICH

Halbjahresbericht 2017

Auszeichnungen:

WirtschaftsWoche: **BESTE VERMÖGENSVERWALTER 2017**
Euro Advisor Services GmbH: **€uro FONDS NOTE 1** für den HELLERICH Sachwertaktien



Schlagzeilen des 1. Halbjahres 2017

Januar



07.01.2017

Beeinflussung der US-Wahl

Es war Putin - sagen die US-Geheimdienste

12.01.2017

DEUTSCHE WIRTSCHAFTS NACHRICHTEN

China ermittelt gegen Bitcoin, Kurs bricht ein

Februar

02.02.2017 / SPD IM HÖHENFLUG



Schulz schlägt Merkel bei Kanzlerfrage haushoch

23.02.2017 / Steuerreform in den USA

ZEITUNG ONLINE

Brillant und hochgefährlich

März

30.03.2017 Börse

Süddeutsche Zeitung

Mehrfach-Rekord bei Dividenden

04.04.2017 / ANLEIHEKAUFPROGRAMM

| Handelsblatt

April

Europäische Zentralbank drosselt Staatsanleihenkäufe.

04.04.2017 / EUROPA-PARLAMENT

| Handelsblatt

EU rechnet mit baldigem Diesel-Aus.

RP ONLINE

16.04.2017 / Referendum in der Türkei

Türkische Wahlkommission erklärt „Ja“-Lager zum Sieger

9.5.2017 US-Aktienmarkt

Neue Zürcher Zeitung

Mai

Dritthöchste Überbewertung der letzten 130 Jahre

Juni

2.6.2017 / NEIN ZU PARIS



Trump stoppt das Klimaabkommen - die Welt reagiert empört



18.06.2017 Parlamentswahl in Frankreich

Macron-Lager holt absolute Mehrheit



Inhalt

Rückblick auf die Märkte

6

Rückblick auf unsere Anlagestrategien

9

Konjunkturentwicklung

20

Journal- und Gastbeiträge

Die Finanzmarktregulierung schreitet voran
2018 kommt MiFID II

30

Ist die Zinswende wirklich vollzogen?

35

Das neue Investmentsteuergesetz 2018

39

Russland – eine antizyklische Chance?

44

Rückblick auf die Märkte

„The trend is your friend“ war der Leitsatz der Aktienmanager im ersten Halbjahr 2017

Die nun seit Jahren laufende Hausse setzte sich in den ersten sechs Monaten dieses Jahres fort. Und das ohne große Unterbrechungen! Der Sieg Donald Trumps bei den US-Präsidentenwahlen verlieh den Aktienmärkten dabei weiteren Schwung. Für US-Aktien waren die Monate Januar und insbesondere der Februar sehr positiv. Der deutsche Aktienmarkt entwickelte sich (bis auf die letzten Tage) stetig nach oben. Selbst die dritte US-Leitzinserhöhung Mitte März belastete beide Märkte nicht.

Wahlen sorgen für Erleichterung

Zu den kursbeeinflussenden Ereignissen gehörte zweifellos die französische Präsidentschaftswahl. Der deutliche Sieg des Pro-Europäers Emmanuel Macron sorgte für große Erleichterung in den europäischen Parlamenten und an den Börsen. So sprang der französische CAC 40 Index nach Bekanntwerden des Sieges um fast fünf Prozent nach oben.

Frankreich CAC Index



Deutsche Anleihen verloren an Wert

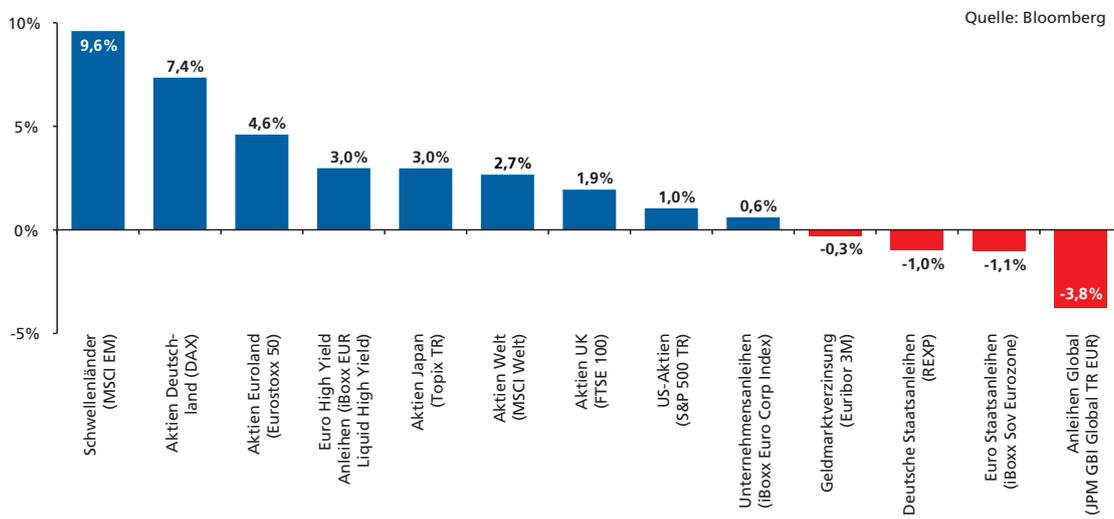
An den europäischen Rentenmärkten wirkte sich der Wahlerfolg Macrons unterschiedlich aus. Deutsche zehnjährige Bundesanleihen verloren an Wert, verbunden mit einem Zinsanstieg von 0,15 auf 0,40 Prozent. Im Gegensatz dazu konnten französische Staatsanleihen deutlich zulegen, wobei die Rendite im Vergleich zu den deutschen Pendanten von 0,92 auf 0,66 Prozent fiel. Französische Anleihen waren

wieder gefragt. Deutsche Anleihen wurden hingegen in die anderer Länder getauscht.

Insgesamt war an den Anleihenmärkten bis in den Juni hinein eine gewisse Entspannung zu beobachten. Sowohl die amerikanische als auch die europäische Inflationsrate war zuletzt wieder rückläufig. Der sich seit Mitte letzten Jahres abzeichnende Preisanstieg auf beiden Seiten des Atlantiks hatte sich wieder deutlich abgeschwächt – nicht zuletzt wegen des Basiseffekts bei den Energie- und Rohstoffpreisen. Die Aussicht auf geringere Leitzinssteigerungen führte auch zu niedrigeren Kapitalmarktzinsen. Wichtige Anleihenmärkte konnten so ihre Jahresanfangsverluste wieder aufholen. Positiv entwickelten sich Anleihen der Emerging Markets und hochverzinsliche Anleihen in den jeweiligen Landeswährungen.

Die letzte Schwächephase des Euros, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, kehrte sich bereits zu Jahresbeginn um. Für einen weiteren Schub des Euros sorgte zunächst die Wahl in den Niederlanden. Der Rechtspopulist Geert Wilders gewann deutlich weniger Stimmen als befürchtet. Das Ergebnis der französischen Präsidentschaftswahl führte zu einer weiteren Stärkung des Euros. Ein möglicher Sieg Marine Le Pens oder auch nur ein gutes Ergebnis der Rechtspopulisten hatten zuvor die Devisen- und Aktienmärkte deutlich belastet. Das in

Wertveränderung verschiedener Anlageklassen 2017 in EUR (seit Jahresbeginn per 30.06.2017)



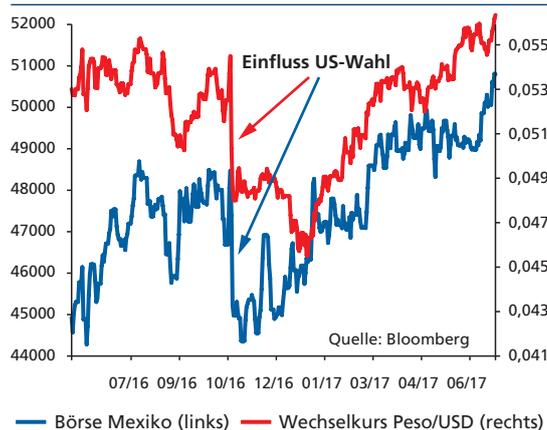
vielerlei Hinsicht erfreuliche Wahlergebnis rückte die volkswirtschaftlichen Daten wieder in den Vordergrund. So entwickelten sich Einkaufsmanagerindizes, Verbraucherstimmung und Arbeitslosenzahlen vielfach sehr erfreulich. Darauf werden wir in den folgenden Beiträgen näher eingehen.

Die vierte Leitzinserhöhung der amerikanischen Notenbank Fed am 14. Juni brachte nur kurz Bewegung in das Verhältnis zwischen Euro und US-Dollar. Aufgrund der Aussagen der Fed hatten sich die Kapitalmärkte beziehungsweise die Kapitalmarktteilnehmer bereits darauf eingestellt. Die Äußerungen Mario Draghis zu möglichen reflationären Kräften beeinflussten den Euro stärker. Dieser stieg daraufhin allein in den letzten Tagen des ersten Halbjahres um über zwei Prozent gegenüber dem US-Dollar.

Donald Trumps Ankündigungen, die Handelsungleichgewichte zu bekämpfen, die USA abzuschotten und Einfuhrzölle zu erheben, hatten die adressierten Länder zunächst verunsichert. Sie konnten ihre Sorgen schnell wieder abschütteln. Diesen Eindruck gewinnt man, wenn man die Entwicklung der Börsenkurse dieser Länder betrachtet. Die mexikanische Börse hat

bereits neue Höchststände erreicht. Nach der US-Wahl war sie um fast zehn Prozent eingebrochen, die Marktteilnehmer hatten nicht unbegründet Schlimmes befürchtet. Auch der mexikanische Peso – er verlor von November bis Januar 16 Prozent – hat bereits wieder das Ausgangsniveau vor der Trump-Wahl erreicht.

Mexiko: Börse und Währung



Besonders erfreulich war die Entwicklung der Technologieaktien. Eine positive Umsatz- und Gewinnentwicklung sowie die Zukunftsthemen „Autonomes Fahren“, Robotik und „Industrie 4.0“ setzen der Phantasie kaum Grenzen. Wer in Technologieunternehmen und die genannten Themen

Das US-Wahlergebnis erschütterte Mexikos Börsen

Technologieaktien entwickeln sich erfreulich

Rückschläge zum Quartalsende

investiert, sollte jedoch einen kühlen Kopf bewahren. Dies bestätigte sich Anfang Juni sehr deutlich. In der Anlegergunst weit vorne liegende und stark gestiegene Titel wie Alphabet (Google), Netflix und viele andere brachen am 9. Juni sehr überraschend teilweise um zehn Prozent ein. Auslöser sei eine Studie von Goldman Sachs zur Überbewertung einzelner Technologieaktien gewesen, hieß es hinterher. Letztlich waren Technologiewerte weltweit von fallenden Kursen betroffen. Der Bloomberg Global Semiconductors Index verlor in zwei Tagen über sechs Prozent an Wert.

Öl- und Rohstoffaktien waren die Verlierer

Branchen wie Banken und Rohstoffe hatten seit dem Frühjahr mit Gewinnmitnahmen zu kämpfen. Sie hatten sich Ende vergangenen Jahres noch sehr gut entwickelt, sodass die Anleger Kasse machten. Defensive Branchen wie Versorger konnten dagegen wieder aufholen. Öllaktien waren die größten Verlierer im ersten Halbjahr. Der mit der Förderbegrenzung der OPEC und Russlands aufgetretene Ölpreisanstieg war aus aktueller Sicht nur von begrenzter Dauer.

Die Banken, insbesondere die US-amerikanischen, haben von Donald Trumps Aussage deutlich profitiert, die Regulierung stark zurückzunehmen. Inzwischen wird aber immer deutlicher, dass dies einen längeren Prozess erfordern würde. Die Euphorie ist deshalb verflogen – wie bei vielen möglichen positiven Effekten des Trump-Programms.

Insgesamt ein gutes erstes Halbjahr für die Anleger

Im Allgemeinen haben sich die Aktienmärkte positiv entwickelt – trotz zwischenzeitlicher Rückschläge der erwähnten Branchen und der schwachen Segmente Öl, Gas und Rohstoffe.

An den Rentenmärkten war die Entwicklung differenzierter. So konnten im Anleihenbereich nur noch wenige Segmente eine positive Wertentwicklung erreichen.



Quelle: Osman Zöllner, pixelio

Insbesondere Anleihen schlechter Bonitäten (High Yield, und teilweise Schwellenländer) und Unternehmensanleihen stiegen weiter an. Innerhalb des Euroraums konnten die in den Referenzindizes zusammengefassten 1 bis 10-jährigen Anleihen aus Italien und Frankreich noch bis Mitte Juni mit 0,7 und 0,5 Prozent an Wert zulegen. Diese Zuwächse wurden zuletzt durch die Aussagen Draghis zur guten Konjunktur und preissteigernden Kräften ins Gegenteil verkehrt. Innerhalb der letzten drei Junitage fielen die Ergebnisse dieser Anleihen in negatives Terrain. Die 1 bis 10-jährigen Deutschen Staatsanleihen büßten bezogen auf den Jahresstart sogar über 1,1 Prozent ein.

Alles in allem liegt jedoch ein erfreuliches Halbjahr für Anleger hinter uns. Die Frage ist, ob das zweite Halbjahr so weiterlaufen wird. Vielleicht ist die Luft nun dünn geworden, nach der schon lange andauernden Aufwärtsbewegung. Der in den letzten Junitagen aufgetretene Marktrückschlag könnte dafür ein Hinweis sein. Schließlich liegen auch die Aktienbewertungen nun bereits auf einem relativ hohen Niveau. Einige interessante Aspekte dazu stellen wir Ihnen im Konjunkturteil dieses Berichts vor.



Rückblick auf unsere Anlagestrategien

A. Vermögensverwaltung Ausgewogen / Dynamisch

In der klassischen Vermögensverwaltung bietet HELLERICH aktuell die Strategien „Ausgewogen“ und „Dynamisch“ an. Die Kategorie „Dynamisch“ zeichnet sich insbesondere durch die hohe Aktienquote aus, während die Aktienquote in den Portfolios „Ausgewogen“ auf 60 Prozent begrenzt ist. Die Wertentwicklung der Strategie „Ausgewogen“ lag je nach Zusammensetzung des jeweiligen Kundenportfolios zwischen vier und fünf Prozent. Die dynamische Variante erreichte aufgrund der guten Entwicklung des Aktienmarktes einen Wertzuwachs von bis zu sieben Prozent. Das war insgesamt ein sehr erfreulicher Start in das Jahr 2017.

Marktumfeld

An den europäischen Aktienmärkten zeigte sich zunächst ein steiler, stabiler Aufwärtstrend. Dieser wurde erst im Juni von hohen Schwankungen unterbrochen. Die internationale Aktienanlage wurde schon seit Jahresbeginn durch einen äußerst schwachen US-Dollar beeinträchtigt. Im weiteren Verlauf verloren alle wichtigen Währungen der Welt gegenüber dem Euro an Wert. Das Risikoprofil der Marktentwicklung war im ersten Halbjahr nicht an den Indexständen abzulesen. Die höchsten Wertzuwächse erzielten Anleger in Branchen mit einem vergleichsweise hohen Risiko: Technologie, Biotechnologie, zyklischer Konsum und Finanzwerte. Im Anleihenbereich verzeichneten insbesondere deutsche Staatsanleihen im ersten Halbjahr Verluste, während risikoreichere Papiere auch in diesem Segment noch Kapitalzuwächse erwirtschaften konnten.

Positionen und Performancebeiträge

Die Strategien „Ausgewogen“ und „Dynamisch“ sind beide global ausgerichtet. Die Aktienpositionen profitierten von einem freundlichen Marktumfeld, auch wenn die Währungen den Anstieg drückten. Zweistellige Wertzuwächse erreichten beispielsweise Vestas Wind Systems oder Rentokil Initial plc, aber auch Unternehmen wie Applied Materials oder Atlas Copco legten überdurchschnittlich zu. Standardwerte

hatten eher das Nachsehen und Titel wie BASF, Total, Mondelez oder Procter & Gamble lieferten negative Performancebeiträge. Der Wert der wenigen Einzelanleihen in der ausgewogenen Strategie schwankte bis auf die IKB Funding Trust Nachranganleihe nur geringfügig. Die IKB Nachranganleihe erzielte den höchsten Wertbeitrag, bedingt durch den Umtausch und die Nennwertrückzahlung in ein neues, festverzinsliches Wertpapier der IKB Deutsche Industriebank AG. Die Aktienquoten beider Ausrichtungen reduzierten wir im zweiten Quartal, da es ratsam schien, Gewinne angesichts hoher Aktienbewertungen mitzunehmen.

Ausblick

Es gibt ausreichend Liquidität, die im zweiten Halbjahr für neue Investitionen genutzt werden kann. Die Renditen von Anleihen mit langen Laufzeiten sind nach der letzten Draghi-Rede jüngst gestiegen, sodass sich hier möglicherweise neue Chancen bieten. An der Börse ist die Berichtssaison mit hohen Erwartungen an die Ergebnisse der Unternehmen bereits gestartet. Es dürfte einige negative Überraschungen geben. Wir bleiben achtsam, auch wenn führende Wirtschaftsinstitute jüngst die globalen Wachstumsprognosen erhöhten und politische Risiken in den Hintergrund getreten sind. ●

Erfreuliche Entwicklung unserer Strategien

Kasse steht für neue Investitionen bereit



B. Rückblick Fonds-Vermögensverwaltung

Das aus Anlegersicht recht erfreulich verlaufene erste Halbjahr 2017 wurde zum Ende hin von einer Korrekturphase etwas belastet. Am heimischen Aktienmarkt wurden dadurch, gemessen am deutschen Aktienindex DAX, die Zuwächse seit Anfang Mai fast wieder aufgezehrt. Ähnlich erging es den europäischen Rentenmärkten. In einer Rede zur Notenbankpolitik verwies der EZB-Präsident Mario Draghi am 27. Juni 2017 auf die gute Konjunktur im Euroraum. Er sprach von einer „gradueller Anpassung“ der Geldpolitik an die anhaltende Konjunkturerholung. Viele Marktteilnehmer interpretierten das bereits als Politikwende und stellten sich defensiver auf. Der daraufhin weiter anziehende Euro belastete letztlich die Exporttitel, aber auch die Kapitalmarktzinsen stiegen an. Die Portfolios der Fonds-Vermögensverwaltung wurden durch diesen Rückschlag nur leicht belastet.

Positionen und Performancebeiträge

Die höchsten Beiträge zur Performance lieferten im abgelaufenen Halbjahr wieder einmal die Aktienfonds: Als Spitzenreiter ist der DB Platinum IV Platow Fonds zu nennen, der über 22 Prozent zulegen konnte. Dieser Fonds investiert in ausgesuchte deutsche Nebenwerte. Der Performancebeitrag lag bei 1,9 Prozent. Auf den folgenden Plätzen liegen drei Aktienfonds mit etwa plus 14 bis 15 Prozent Gesamtentwicklung (Metzler European Growth, Squad Value und Schroder Asian Total Return). Der hoch gewichtete Schroder Asian Total Return leistete dabei einen Beitrag von 1,4 Prozent. Mit dem Ende April wieder verkauften ETF auf den EURO STOXX 50 konnten wir über acht Prozent Performance erzielen.

Auf der Verliererseite lagen: iShares Oil & Gas Exploration & Production UCITS ETF mit Minus 14 Prozent (Performancebeitrag -0,58 Prozent) und der HWB Portfolio Plus Fonds, der sich mit Argentinien nun hinsichtlich der Rückzahlung der Altanleihen im Bestand einigen konnte (Performancebeitrag -0,47 Prozent). Nahezu alle anderen Positionen konnten einen positiven Beitrag leisten.

Aktuelle Positionierung / Transaktionen

Ende April nutzten wir den deutlichen Anstieg der europäischen Aktien, um uns vom iShares EURO STOXX 50 ETF zu trennen. Seit dem Einstieg, nach dem Brexit-Votum der Briten, konnten wir mit diesem Fonds einen Gewinn von über 24 Prozent erzielen. Mitte Mai, im Vorfeld des Treffens der OPEC-Staaten und Russlands (Thema Verlängerung der aktuellen Förderbegrenzung), investierten wir in globale Öl- und Gasaktien. Wir kauften den oben erwähnten iShares Oil & Gas Exploration & Production UCITS ETF. Hintergrund der Investition ist die Aussicht auf wieder steigende Ölpreise. Diese entwickelten sich anschließend weiter nach oben, drehten dann jedoch wieder. Da die Nachfrage gegenwärtig spürbar anzieht, halten wir das Thema weiter für sehr aussichtsreich.

Nach den beschriebenen Transaktionen sind wir nun in der **Anlagestrategie „Ausgewogen“** zu 57 Prozent in Aktien (inkl. der halben Mischfonds-Positionen) investiert. Die Rentenfonds (inkl. der halben Mischfonds-Positionen) liegen bei 29 Prozent, der Immobilienfondsanteil bei knapp acht Prozent.

In der **Strategie „Dynamisch“** sind wir aktuell mit 75 Prozent in Aktien inves-

Aktienfonds mit hohen Gewinnen



tiert (inkl. der halben Mischfonds-Positionen und der anteiligen Wandelanleihenfonds-Positionen). Wir hatten Ende April bei unserer Position für den EURO STOXX 50 ebenfalls Gewinne mitgenommen und Mitte Mai eine kleine Position im Öl- und Gas-Bereich investiert. Der Rest des Portfolios liegt in Rentenfonds oder ist in der Kasse verfügbar.

In unserer **Strategie „Ausgewogen Multi-Asset-Ansatz“** sind wir zum 30. Juni mit etwa 51 Prozent in Aktien (inkl. des Anteils aus den Mischfonds) und zu etwa 35 Prozent in Rentenfonds (inkl. des Anteils aus den Mischfonds) und Kasse investiert. Die offenen Immobilienfonds (Wohnimmobilien) liegen bei etwas über zwölf Prozent.

In unserer **Strategie „Dynamisch Multi-Asset-Ansatz“** sind wir zum Stichtag mit ca. 59 Prozent in Aktien (inkl. des Anteils aus den Mischfonds) und zu etwa 29 Prozent in Rentenfonds und Kasse investiert. Bei den Aktienfonds haben wir Mitte Mai etwa die Hälfte des M&G Global Dividend verkauft, um Gewinne zu realisie-

ren. Die nun aufgelaufene Kasseposition von ca. 12 Prozent werden wir nach einem möglichen Rückschlag am Aktienmarkt zur Reinvestition nutzen.

Ausblick

Alles in allem bewegen wir uns in einem relativ positiven Marktumfeld. Die geopolitischen Konflikte sind etwas in den Hintergrund getreten. Im Euroraum haben sich die Befürchtungen hinsichtlich eines Rechtsrucks bei den Wahlen in den Niederlanden und in Frankreich nicht bewahrheitet. Konjunkturell befindet sich die Weltwirtschaft wieder innerhalb einer an Breite gewinnenden Aufwärtsbewegung. Allerdings darf nicht vergessen werden, dass die Aktienmärkte inzwischen relativ hoch bewertet sind und die Rentenmärkte vielfach Rückschläge aufgrund steigender Zinsen hinnehmen müssen. Eine mögliche Korrekturphase, wie gerade angelaufen, wäre an dieser Stelle nicht ungewöhnlich und könnte gewisse Übertreibungen, wie beispielsweise bei Technologieaktien, wieder bereinigen. ●

**Kasse steht für
weitere Investi-
tionen bereit**



C. Rückblick Investmentfonds

HELLERICH Global Flexibel

Der HELLERICH Global Flexibel erzielte im ersten Halbjahr 2017 eine Wertsteigerung von 2,27 bis 2,70 Prozent – je nach Anteilklasse. Der Trend war dabei stetig aufwärtsgerichtet – abgesehen von der zweiten Juni-Hälfte, in der sowohl die Aktien, die Fremdwährungen als auch die Anleihen höhere Abschläge verzeichneten. Dieses Ergebnis korrespondiert angesichts der geringen Ertragslage sicherer Anlagen und der hohen Risiken auf der Aktienseite sehr gut mit dem Managementziel des Fonds.

Das Jahr begann ruhig, zumal Ereignisse wie die Wahlen in den Niederlanden und in Frankreich sowie die Zinserhöhung in den USA noch bevorstanden. Im weiteren Jahresverlauf nahmen die Risiken ab, und die Aktienmärkte reagierten sehr erleichtert auf die Wahl Emmanuel Macrons zum französischen Präsidenten. Besonders negativ entwickelte sich hingegen der Ölpreis und drückte damit auch die Branchenunternehmen. Sichere Staatsanleihen waren nicht mehr gefragt und verzeichneten Rückgänge. Insbesondere der Euro vollzog einen Anstieg, der ab Mitte Juni zusätzlich durch die Interpretation der Aussagen Mario Draghis in Richtung einer Reduktion der Anleihenkäufe der EZB unterstützt wurde. Der schwache US-Dollar hatte insgesamt

deutlich negative Auswirkungen auf die Entwicklung der internationalen Aktien- und Anleihenindizes.

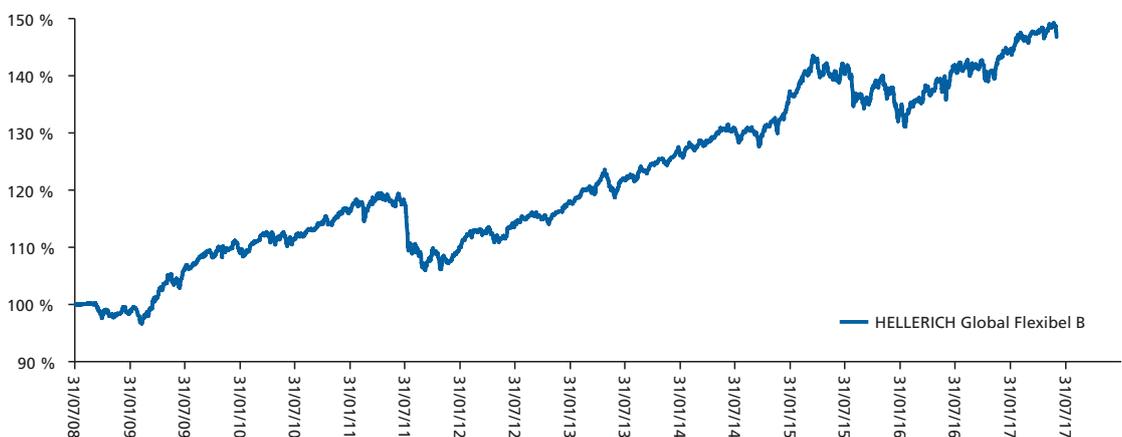
Den höchsten Performancebeitrag leisteten die im Fonds allokierten Einzelaktien, deren durchschnittliche Wertentwicklung bei mehr als zehn Prozent lag. Kleinere Werte wie die Siegfried Holding, VTG AG oder Blue Cap erreichten mehr als 20 Prozent Wertzuwachs. Auch Standardtitel wie Philip Morris oder Applied Materials stiegen deutlich an. Die weiteren Anlageklassen zeigten in Summe Wertzuwächse, wobei die US-Dollar-Anleihen einen negativen Beitrag leisteten, ebenso wie die Absicherung mit Indexfutures auf der Aktienseite. Besonders hervorzuheben ist der Umtausch

Aktien mit zweistelligen Gewinnen

Währungen belasteten

HELLERICH Global Flexibel B – Wertentwicklung in % per 30.06.2017

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



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



der IKB Funding Trust Anleihe bei gleichzeitiger Teilnennwert-Rückzahlung. Die dadurch ausgelöste Wertsteigerung trug wesentlich zum Gesamtergebnis im abgelaufenen Halbjahr bei.

Die Aktienquote lag am Stichtag bei 48 Prozent, die Gewichtung der Einzelanleihen bei 25 Prozent und die Liquidität betrug 19 Prozent. Wieder einmal trugen die Aktien den größten Anteil zur positiven

Wertentwicklung bei. Nach wie vor fehlen im Anleihensegment die Renditechancen, es ist sogar risikobehaftet. Deshalb dürfte die Aktienquote in etwa gleich hoch bleiben. Die größten Risiken sehen wir erstens in der hohen Bewertung der Aktien, zweitens in einer falschen Notenbankpolitik im Hinblick auf das Tempo und das Ausmaß zukünftiger Zinserhöhungen und drittens in einer protektionistischen, handelsschädlichen Politik der USA.

**HELLERICH Global Flexibel B
Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 30.06.2017 gemäß WpDVerOV**

Zeitraum	Wert
Am Tag der Anlage (bis einschließlich 31.01.2014) bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,00%) / Kaufspesen (ca. 0,20%) ggf. bis zu Am Tag der Anlage (ab 01.02.2014) bei Zahlung von Bankspesen „negative Wertentwicklung“ in Höhe der Bankspesen	-5,2%
01.08.2008 - 30.06.2009 Rumpfsjahr (Fondsaufgabe*)	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%
30.06.2016 - 30.06.2017	6,9%

Wertentwicklung in Kalenderjahren per 30.06.2017 gemäß BVI-Methode

seit Aufl.	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	*2008	
	47,2%	2,7%	3,9%	4,0%	5,5%	8,1%	8,2%	-7,4%	5,7%	11,5%	-1,4%
Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)						4,2%		Maximaler Verlust			-11,3%

HELLERICH Global Flexibel B – Wertentwicklung in % per 30.06.2017

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

Jahr	Jan	Feb	Mär	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	YTD
*2008								0,04%	-0,06%	-1,88%	0,04%	0,47%	-1,40%
2009	0,35%	-0,94%	-0,09%	3,36%	2,45%	0,68%	1,96%	0,76%	1,38%	-0,50%	0,89%	0,71%	11,50%
2010	-0,84%	0,19%	1,86%	0,75%	-0,54%	0,02%	-0,12%	0,68%	0,87%	0,87%	-0,19%	2,03%	5,69%
2011	0,32%	0,66%	-0,10%	1,72%	-0,39%	-0,83%	-0,10%	-6,53%	-2,61%	2,53%	-2,28%	0,23%	-7,42%
2012	2,37%	2,00%	0,33%	0,58%	-1,13%	-0,27%	2,45%	0,33%	0,61%	-0,50%	0,58%	0,59%	8,15%
2013	1,39%	0,70%	1,29%	0,66%	0,96%	-2,24%	1,83%	-0,08%	1,45%	1,03%	0,65%	0,23%	8,10%
2014	0,52%	1,51%	-0,19%	0,26%	1,29%	0,33%	0,02%	-0,21%	-0,07%	0,15%	1,20%	0,59%	5,53%
2015	3,04%	1,40%	1,54%	0,44%	0,58%	-1,76%	0,99%	-2,99%	-1,90%	2,90%	1,30%	-1,43%	3,98%
2016	-3,07%	0,43%	1,4%	1,44%	0,93%	-1,25%	2,69%	0,45%	-0,31%	0,22%	-0,79%	1,82%	3,87%
2017	0,68%	1,69%	0,09%	0,58%	0,47%	-0,82%							2,70%

*Auflagetag: 01.08.2008; Anteilklasse B

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



HELLERICH Sachwertaktien

Der HELLERICH Sachwertaktien erzielte im ersten Halbjahr 2017 einen Wertzuwachs von 1,02 bis 1,39 Prozent – je nach Anteilklasse. Nach einem schwierigen Start konnte der Fonds im zweiten Quartal deutlich aufholen. In den letzten Junitagen war an den globalen Aktienmärkten jedoch ein deutlicher Rückgang zu spüren, der sich auch im Preis des Fonds niederschlug.

Währungsentwicklung als größter Einflussfaktor

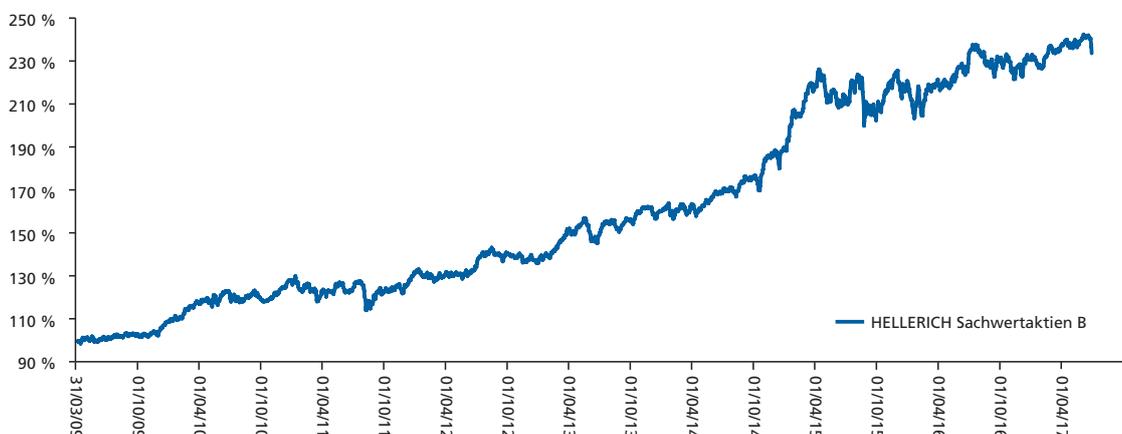
Die Aktienmarktentwicklung im ersten Halbjahr 2017 wurde stark von den Währungen beeinflusst. Der US-Dollar verlor in diesem Zeitraum rund acht Prozent an Wert und sorgte dadurch für deutlichen Gegenwind bei den US-Aktien. Auch andere Währungen wie das britische Pfund und der japanische Yen werteten gegenüber dem Euro ab und trugen negativ zur Performance der internationalen Aktienanlage bei. Den höchsten Wertzuwachs erreichten weltweit Aktien der Schwellenländer sowie Technologieaktien. Nach einer anfänglich sehr positiven Entwicklung der Rohstoffaktien wurde diese kurze Zeit später wieder korrigiert. Aktien aus dem Energiesektor zählten im Umfeld eines sehr schwachen Ölpreises zu den Verlierern.

Der HELLERICH Sachwertaktien konnte aufgrund seiner Branchenausrichtung zunächst nicht mit dem Anstieg am Aktien-

markt mithalten. Die defensiven Sektoren waren weniger gefragt als Finanz- und Technologiewerte. Der Risikoappetit der Marktteilnehmer nahm angesichts erheblich gestiegener Bewertungen im Laufe der Monate jedoch ab. Dies führte dazu, dass auch defensive Branchen wieder gefragt waren. Dementsprechend verbesserte sich die Wertentwicklung des Fonds im Vergleich zur allgemeinen Marktentwicklung wieder. Bei den Einzeltiteln hoben sich sowohl kleine, unbekannte Unternehmen wie das australische Agrarunternehmen Costa Group Holdings oder der japanische Nahrungsmittelhersteller Nichirei als auch große Standardwerte wie Nestlé oder Johnson & Johnson positiv hervor. Negativ entwickelten sich Aktien des kanadischen Molkereikonzerns Saputo sowie der amerikanischen Lebensmitteleinzelhändler SpartanNash. Wenn man den Beitrag der einzelnen Länder betrachtet, war die Per-

HELLERICH Sachwertaktien B – Wertentwicklung in % per 30.06.2017

(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. Die HELLERICH GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.



formance Japans und der Schweiz überdurchschnittlich. In den USA und Kanada entwickelte sich der Markt schwach.

Aufgrund seiner besonderen Anlagestrategie zeigt der HELLERICH Sachwertaktien in stark steigenden Märkten einen geringeren Zuwachs. Dafür ist der Fonds in Abschwungphasen vergleichsweise stabiler. Als besondere Entwicklung lässt sich hier vor allem der starke Euro ausmachen, der im ersten Halbjahr 2017 für Gegenwind

sorgte. Zusammenfassend lässt sich sagen: Es war für die Wertentwicklung des Fonds ein „ganz normales“ Halbjahr mit wenig Überraschungen.



Morningstar Gesamtrating™ per 30.06.2017

HELLERICH Sachwertaktien B									
Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 30.06.2017 gemäß WpDVerOV									
Zeitraum	Wert								
Am Tag der Anlage bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,0%) / Kaufspesen (ca. 0,2%) ggf. bis zu	-5,20%								
07.04.2009 - 30.06.2009 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%								
30.06.2016 - 30.06.2017	1,1%								
Wertentwicklung in Kalenderjahren per 30.06.2017 gemäß BVI-Methode									
seit Aufl.	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	*2009
133,6%	1,0%	4,8%	16,4%	18,4%	17,7%	3,3%	2,8%	17,7%	9,0%
Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)	9,7%					Maximaler Verlust			-12,3%

HELLERICH Sachwertaktien B – Wertentwicklung in % per 30.06.2017
(gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)

Jahr	Jan	Feb	Mär	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	YTD
*2009				0,87%	-1,06%	0,94%	2,13%	0,34%	-0,15%	-0,55%	0,17%	6,11%	8,96%
2010	0,99%	4,02%	2,69%	0,56%	0,08%	3,26%	-3,61%	2,52%	-0,84%	-0,40%	3,90%	3,50%	17,67%
2011	-4,20%	0,76%	-0,52%	-0,62%	3,50%	-2,38%	2,05%	-5,53%	2,87%	1,23%	0,15%	6,03%	2,79%
2012	-1,65%	-1,53%	2,29%	0,45%	0,79%	1,94%	4,80%	-0,64%	0,51%	-1,72%	-0,56%	-1,24%	3,26%
2013	2,03%	3,34%	5,83%	0,80%	-1,35%	-1,58%	3,87%	-1,58%	2,84%	2,31%	1,36%	-1,18%	17,66%
2014	-0,11%	2,23%	-0,51%	-0,36%	2,92%	1,02%	1,47%	1,70%	0,99%	3,56%	2,29%	1,95%	18,44%
2015	9,32%	1,78%	3,54%	-0,12%	-0,97%	-2,75%	5,01%	-4,40%	-4,08%	7,02%	3,92%	-1,96%	16,35%
2016	-4,24%	2,73%	2,00%	-0,69%	3,35%	1,68%	1,32%	-2,70%	1,04%	-0,25%	-0,61%	1,35%	4,81%
2017	-1,76%	3,84%	0,50%	0,37%	0,78%	-2,59%							1,02%

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

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR

Die Aktienmärkte erzielten in den Schwellenländern im ersten Halbjahr 2017 fast durch die Bank eine positive Wertentwicklung. Gleichzeitig hatten sich die Schwellenländeranleihen im Anschluss an die kräftige Rally nach 2008 wenig verändert. Bis Ende Juni gewann der MSCI Emerging Markets Index 8,3 Prozent, der MSCI Frontier Markets Index legte 4,3 Prozent zu, während der JP Morgan Emerging Markets Bond Index 1,8 Prozent verlor (alle auf Euro-Basis). Der Prince Street Emerging Markets Flexible EUR B konnte im ersten Halbjahr 6,36 Prozent zulegen.

Deutliche Gewinne bei den Schwellenländern

Es gibt keinen offensichtlichen Grund dafür, dass die Schwellenmärkte seit Jahresbeginn so deutliche Gewinne verbucht haben. Die Rohstoffpreise haben sich von ihren Tiefständen im Jahr 2015 erholt, stehen aber seit wenigen Monaten erneut unter Druck; die amerikanische Notenbank Fed strafft nach wie vor die Liquidität; die US-Regierung bleibt unter Trump unberechenbar und spricht weiterhin von einem vermeintlichen Rückgang des globalen Handels. Doch ungeachtet der vielen politischen Risiken ist die Weltwirtschaft robust. Und weil die Zentralbanken seit Anfang des Jahres weltweit Wertpapiere im Gesamtwert von mehr als 1 Billion US-Dollar aufgekauft haben, ist die Risikobereitschaft Schritt für Schritt zurückgekehrt. Während die Kapitalflüsse in die Anlageklasse also wieder zunehmen, wird zugleich klar, dass neben den fundamentalen auch technische Faktoren immer wichtiger werden.

Politische Entwicklungen, Wechselkurse und Indexaufnahmen haben die Performance vieler Emerging Markets im ersten Halbjahr getrieben. Der brasilianische Aktienmarkt „strauchelte“ jedoch im Mai 2017. Die Medien brachten den amtierenden Präsidenten Michel Temer mit einem neuen politischen Skandal in Verbindung, nachdem ein kompromittierendes Tonband aufgetaucht war. Der Präsident bestreitet ein Fehlverhalten. Dennoch könnte seine Reformagenda an diesem Skandal scheitern. Eine Reform wäre jedoch für die Sanierung der Staatsfinanzen dringend notwendig. Wir bleiben vorsichtig optimistisch, dass Brasilien letztlich Reformen verabschieden wird – die Risiken sind allerdings gestiegen. Wir nutzten den Marktrückgang, um unsere Gewichtung wieder in Richtung sieben Prozent auszubauen. Mittelfristig werden in Brasilien Wahlen anstehen, bei denen Michel Temer wahrscheinlich nicht zu den Kandidaten gehören wird. Das Ergebnis dieser Wahlen dürfte unserer Einschätzung nach für Brasiliens künftiges makroökonomisches Risiko entscheidend sein.

Brasilianische Aktien unter Druck



Blick auf Christus und Botafogo Bucht

Auch in Indien haben im ersten Halbjahr politische Ereignisse die Kurse an den Märkten bewegt. Im Gegensatz zu Präsident Temer geht der indische Premierminister Narendra Modi konsequent gegen Korruption vor. Bei den Parlamentswahlen im indischen Bundesstaat Uttar Pradesh im März 2017 wurde die Politik der Bharatiya Janata Party (BJP) deutlich honoriert. Modis Partei hatte zuvor bei den Wahlen im Pun-



jab noch einen leichten Dämpfer erhalten. Nach dem radikalen Schritt der BJP im vergangenen Jahr, einen Großteil des Bargelds einzuziehen, war dieser Wahlsieg ebenso unerwartet wie auch dringend nötig, um den Reformkurs in Indien fortzuführen. Entsprechend groß war die Erleichterung an den Märkten, die (auf Euro-Basis) ein neues Fünf-Jahres-Hoch erklommen. Indien ist unsere zweithöchste Ländergewichtung. Wir wissen, dass indische Aktien mit einem Aufschlag gehandelt werden. Wir glauben aber, dass in diesen Märkten – vor dem Hintergrund des mittelfristig weltweit schwachen Wachstumspotenzials – noch einige wenige autonome Wachstumsstorys zu finden sind. Ein politischer Kurswechsel und eine von steigenden Rohstoffpreisen befeuerte Inflation sind die größten Risiken in dieser Story. Beides scheint derzeit nicht aktuell zu sein.

Ägypten und Nigeria standen in den vergangenen Monaten so sehr im Bann der Devisenmärkte wie kein anderes Schwellenland. Ägypten hat im November 2016 das ägyptische Pfund freigegeben. Nach

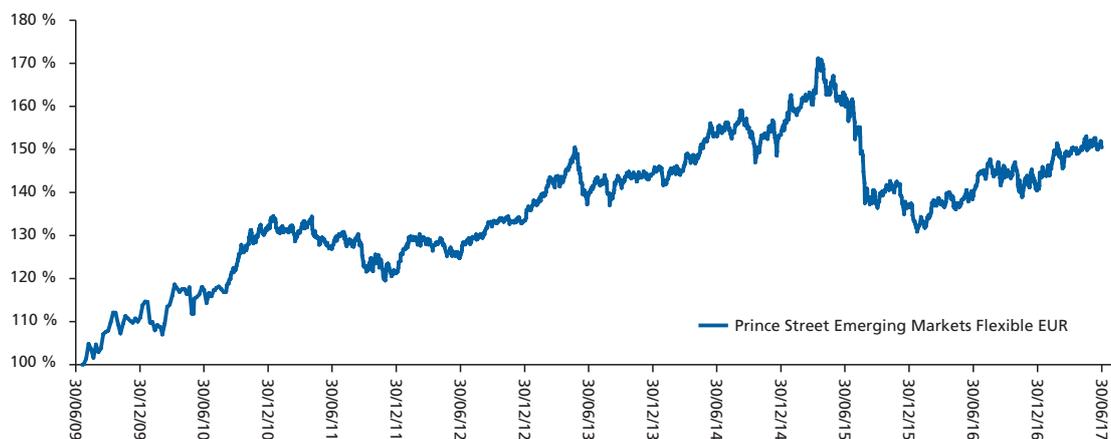
dessen dramatischer Abwertung bot sich für Anleger aus dem Euroraum eine hervorragende Einstiegsgeschichte, als der Kurs wieder stieg. Eine vergleichbare Entwicklung gab es in Nigeria. Nachdem die Zentralbank einen neuen Wechselkurs eingeführt hatte, der ausländisches Kapital ins Land locken soll, kam es im Mai und Juni 2017 tatsächlich zu einer ausgeprägten Aufwertung. Nigeria hat mit den Folgen schwächerer Ölpreise zu kämpfen, weshalb die Währungshüter davor zurückschrecken, die Landeswährung Naira so stark abzuwerten, dass dem Markt ausreichend Liquidität zur Verfügung steht. Mit ihrer jüngsten Maßnahme erhöht die Zentralbank zwar die Zahl der Abwertungen im Markt, dennoch scheint es ein Schritt in die richtige Richtung zu sein. Mit dem neuen Wechselkurs hat der Markt den so dringend benötigten Liquiditätsschub erhalten. Kräftig profitiert hat der brachliegende Aktienmarkt Nigerias, der zuvor auf einem mehrjährigen Tiefstand notierte.

MSCI hat in seinen Emerging- und Frontier-Market-Indizes einige Länder umklas-

Ägypten und Nigeria werteten ihre Währungen stark ab

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR B – Wertentwicklung in % per 30.06.2017

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



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

**Prince Street Emerging Markets Flexible EUR B
Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 30.06.2017 gemäß WpDVerOV**

Zeitraum	Wert									
Am Tag der Anlage (bis einschließlich 07.01.2013) bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,00%) / Kaufspesen (ca. 0,20%) ggf. bis zu Am Tag der Anlage (ab 08.01.2013) bei Zahlung von Bankspesen „negative Wertentwicklung“ in Höhe der Bankspesen	-5,20%									
17.07.2009 - 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%									
30.06.2016 - 30.06.2017	7,5%									
Wertentwicklung in Kalenderjahren per 30.06.2017 gemäß BVI-Methode										
seit Aufl.	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	*2009	
	50,5%	6,4%	3,0%	-11,0%	6,8%	8,2%	9,9%	-8,2%	19,3%	10,9%
Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)	9,0%					Maximaler Verlust			-23,5%	

**Neue Länder
wurden in den
MSCI Emerging
Markets Index
aufgenommen**



Shah Faisal Moschee Islamabad Pakistan

sifiziert. So wurde Pakistan im Mai vom Frontier zu einem Emerging Market heraufgestuft. Außerdem wurde angekündigt, dass chinesische Festlandaktien (A-Aktien) vom Jahr 2018 an in den Emerging-Market-Index aufgenommen werden sollen.

Positive Entwicklung in China

Auch wenn wir nicht versuchen, Kurseffekte einer Indexaufnahme oder -streichung einzufangen, fällt uns Folgendes auf: Passive Kapitalzuflüsse, die mit einer Änderung der Indexzusammensetzung einhergehen, führen häufig erst zu kurzfristigen Kursauschlägen und in der Regel zu kurzfristigen Korrekturen am Tag der Aufnahme in den Index oder am Folgetag. Genauso hat es sich auch im Falle Pakistans abgespielt. Für die nächste Zukunft sehen wir allerdings für viele Branchen einzigartige Wachstumschancen in Pakistan, weshalb wir unsere bevorzugten Positionen voraussichtlich über die zweite Jahreshälfte halten werden. Pakistan findet sich unter den Top-10-Ländern innerhalb des Portfolios.

Insgesamt hat China die positive Entwicklung an den Schwellenländermärkten im Januar weitgehend verpasst. Als der chinesische Markt im Februar zu steigen begann und deutlichere Kursgewinne verbuchte,

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR B – Wertentwicklung in % per 30.06.2017

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

Jahr	Jan	Feb	Mär	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	YTD
*2009							1,35%	3,31%	3,05%	1,42%	1,22%	0,16%	10,93%
2010	-1,06%	-0,90%	6,62%	1,36%	-4,85%	4,96%	0,01%	-0,48%	4,96%	3,88%	2,37%	1,70%	19,28%
2011	-1,12%	0,08%	0,19%	1,95%	-3,34%	-1,63%	2,44%	-1,88%	-4,06%	2,41%	-3,75%	0,48%	-8,20%
2012	4,78%	1,07%	-0,57%	0,49%	-1,18%	-1,32%	3,30%	-0,02%	2,56%	0,35%	0,18%	0,05%	9,92%
2013	2,93%	1,95%	2,57%	1,21%	-0,10%	-4,15%	2,04%	-2,69%	2,48%	1,43%	0,21%	0,26%	8,16%
2014	-1,36%	2,33%	0,54%	0,29%	3,65%	0,44%	2,08%	-0,12%	-1,35%	-1,56%	2,61%	-0,79%	6,81%
2015	3,63%	1,21%	0,02%	2,84%	-0,83%	-3,03%	-3,57%	-8,69%	-3,18%	3,34%	0,44%	-3,02%	-10,99%
2016	-3,31%	1,78%	2,07%	0,92%	-0,56%	1,11%	3,22%	0,37%	-0,43%	0,57%	-1,49%	-1,09%	3,02%
2017	2,83%	2,52%	-0,14%	0,60%	0,97%	-0,54%							6,36%

*Auflagetag: 17.07.2009

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

wurden viele Anleger hiervon überrascht. Wir sind in chinesischen Aktien seit längerem hoch gewichtet (größte Positionen des Fonds). Chinas Wirtschaft wächst wieder stärker und die Befürchtung vieler Anleger, es könne zu einem Handelskrieg zwischen China und den USA kommen, scheint sich zu verflüchtigen. Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass sich selbst im Falle eines Handelskrieges einzelne Segmente des chinesischen Aktienmarktes ziemlich stabil entwickeln dürften, auch wenn andere Sektoren sicherlich heftig unter Druck geraten würden.

Für die zweite Jahreshälfte erwarten wir weitere Zugewinne an unseren Märkten. Die Gewinnerwartungen für diese Anlageklasse haben endlich die Talsohle erreicht – und das zu einem Zeitpunkt, zu dem die Bewertung noch relativ attraktiv erscheint und weltweit eine expansive Geldpolitik vorherrscht. Einen deutlichen Schub erhal-

ten die Emerging Markets zudem durch börsennotierte Indexfonds: Nachdem der ETF-Boom der vergangenen Jahre weitgehend spurlos an diesen Märkten vorbeigezogen war, profitieren sie nun erstmals von passiven Kapitalzuflüssen, was starken Rückenwind für diese Anlageklasse bedeutet. Dennoch beobachten wir weiterhin die Entwicklung der Rohstoffpreise und die Wettbewerbsfähigkeit der Währungen, die potenzielle Risiken für unsere Anlagethese bergen könnten. Insbesondere die Ölpreise haben auf die Versuche der OPEC, die Angebotsseite zu drosseln, nur kurz reagiert. Wir verweisen aber darauf, dass es gleichzeitig nicht zu einer kräftigen Aufwertung des US-Dollars gekommen ist, was eine deutliche Warnung gewesen wäre. Solange sich der Dollar in einer festen Bandbreite bewegt und die US-Wirtschaft robust bleibt, scheint alles für eine Fortsetzung der Rally an den Schwellenmärkten zu sprechen

Bewertungen sind attraktiv



Konjunktorentwicklung

Globaler Überblick

Aktienmärkte mit Rückenwind von Konjunktur, Zinsen und Politik

Das weiter anziehende globale Wirtschaftswachstum und günstige Wachstumsaussichten bildeten die Haupttriebfeder für weltweit steigende Aktienkurse. So erwartet der Internationale Währungsfonds IWF für das laufende Jahr ein Wachstum von 3,5 Prozent. Das ist deutlich mehr als im Jahr 2016, als das Wachstum nur leicht über drei Prozent lag. Allerdings gab es regionale Differenzen. Während in den USA der BIP-Zuwachs im ersten Halbjahr eher enttäuschte, hielt sich das Wachstum im Euroraum und in China auf dem Vorjahresniveau. Für die zweite Jahreshälfte dürfte sich das Blatt zugunsten der USA wenden – getrieben von einer unternehmensfreundlichen Steuerpolitik und (noch) niedrigen Leitzinsen.



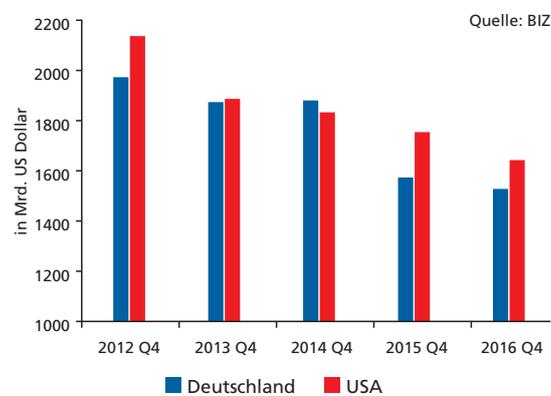
Im deutlichen Gegensatz zum Jahr 2016 war der Aufwärtstrend sowohl beim Wirtschaftswachstum als auch an den Aktienmärkten im ersten Halbjahr ausnehmend stabil. Wesentlich zu dieser Stabilität beigetragen hatten die weitere Verbesserung des globalen Konjunkturausblicks und die anhaltend stimulierende Geldpolitik. Für das Jahr 2017 erwartet der IWF in seinem Juli-Update ein globales Wirtschaftswachstum von 3,5 Prozent und für 2018 sogar von 3,8 Prozent. Hinzu kamen in Europa im ersten Halbjahr positive Wahlüberraschungen. Per Saldo dominierten gerade in Europa die Kräfte, die für eine Festigung der EU eintreten, während der Wahlausgang in Großbritannien eher für einen „soft Brexit“ spricht. Demgegenüber spürt der neu gewählte Präsident in den USA mit seinem auf Konfrontation angelegten Wirtschaftskurs mittlerweile heftigen juristischen und politischen Gegenwind. Insofern erscheint es zum Zeitpunkt dieser Veröffentlichung fraglich, inwieweit Donald Trump seine protektionistische Agenda durchsetzen kann, ohne die globale Machtbasis seines Landes zu beschädigen.

Das dürfte überdies dazu führen, dass die regulatorische Dominanz der USA selbst in ihrer bisherigen Domäne, dem Finanz- und Währungssystem, in Frage gestellt wird. Insbesondere die angestrebte Deregulierung der US-Banken dürfte Gegenreaktionen seitens der anderen Währungsblöcke hervorrufen. Denn in der aktuellen geldpolitischen Konstellation (extrem) niedriger Zinsen in Europa und Japan bei gleichzeitig überdimensionierten Bankensystemen weist ein erneuter Kreditwettbewerb zwischen den Banken hohe globale Risiken auf.

Das zeigt sich vor allem bei den internationalen Kreditgeschäften von Nicht-US-Banken. Wie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel feststellt, stützen sich die Kreditgeschäfte vor allem auf kurzfristige US-Dollar-Refinanzierun-

gen. Dadurch sind sie den Markt- und Regulierungsrisiken auf den entsprechenden Dollar-Geldmärkten ausgesetzt. So führte z. B. die im Oktober 2016 umgesetzte Reform der US-Geldmarktfonds mit ihren verschärften Regeln dazu, dass diese ihre Finanzierung für Nicht-US-Institute stark eingeschränkt hatten.

Internationale Kreditvergabe - Banken werden vorsichtiger



Um sich von den beschriebenen Abhängigkeiten zu lösen, bieten sich für große Wirtschaftsräume wie die EU und China zwei Strategien an: zum einen die Konsolidierung ihrer eigenen Bankensysteme, sichtbar in einer Verringerung der Bilanzsummen, zum anderen die verstärkte Zusammenarbeit gerade beim Thema Bankenregulierung unter dem Stichwort Basel IV.

Das Finanzsystem ist derzeit ohnehin als wichtigstes Barometer für die Nachhaltigkeit des globalen Konjunkturaufschwungs zu sehen. Dies spiegelt sich auch in der Platzierung der einzelnen Wirtschaftsräume nach ihrem jeweiligen Wirtschaftswachstum wider. So sieht der IWF in den kommenden Jahren für die USA eine deutliche Beschleunigung des Wachstums mit einem Anstieg des BIP von jährlich durchschnittlich 2,5 Prozent. Hier übertreffen die Banken nach einer „Generalüberholung“ mittlerweile ihr Gewinnniveau vor der Finanzkrise. Dagegen wird das Wachstum

Europa und Japan mit überdimensionierten Bankensystemen

Finanzsystem spielt entscheidende Rolle für nachhaltigen Aufschwung

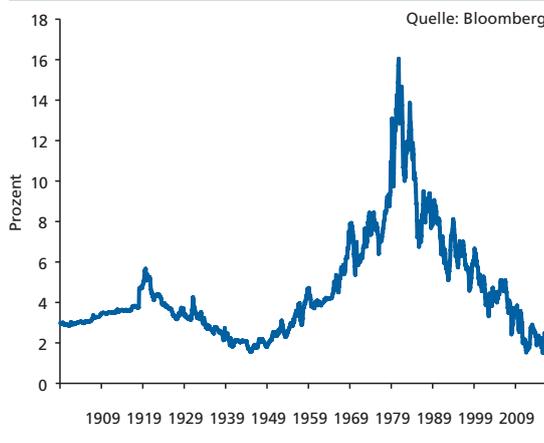
IWF sieht deutliche Wachstumsbeschleunigung in den USA

für den Euroraum und für China, in den Jahren 2017 und 2018 ähnlich hoch sein wie schon in den vergangenen Jahren, da beide noch um die Sanierung ihrer Finanzsysteme ringen.

Gleichzeitig bleiben die Inflationsaussichten trotz des anhaltenden globalen Aufschwungs günstig. Entsprechend der IWF-Prognosen wird sich der Anstieg bei den Rohstoffpreisen nicht fortsetzen. Die Inflationsrate in den Industrieländern wird dadurch bis Ende 2018 unter zwei Prozent bleiben. Dies lässt für die kommenden Jahre eine Fortsetzung der aktuellen Niedrigzinsphase erwarten. Das jetzige Zinsniveau würde dann als „neue Normalität“ erscheinen, die Hochzinsphase von 1970 bis zur Finanzkrise 2007 dagegen als „historische Besonderheit“.

Die neue „Zinsnormalität“

Rendite 10-jähriger US-Bundesanleihen



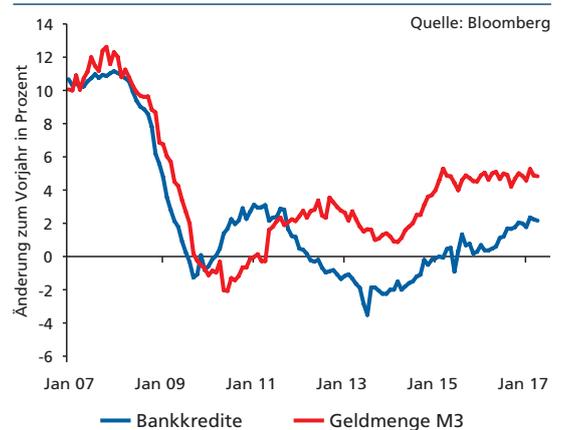
Europa – weiter im Bann der Geldschwemme

Die Wirtschaftsentwicklung im Euroraum steht weiterhin im Zeichen der sehr expansiven Geldpolitik. Mit ihrem monatlichen Anleihenkaufvolumen in Höhe von 60 Milliarden Euro treibt die Europäische Zentralbank (EZB) die Kreditvergabe und die Geldmenge nach oben. Seit dem vergangenen Jahr mehren sich nun die Anzeichen, dass die Geldflut in der realen Wirtschaft ankommt. So stieg das Volumen von

Geldflut der EZB kommt in der Wirtschaft an

Unternehmenskrediten bis Mai 2017 um 2,5 Prozent gegenüber dem Vorjahreswert und setzte damit die Aufwärtstendenz der letzten Jahre fort. Noch deutlicher wird die Wirkung bei den Konsumentenkrediten, die im Mai einen Zuwachs von über sechs Prozent (zum Vorjahr) verbuchten.

Euroraum - monetäre Expansion



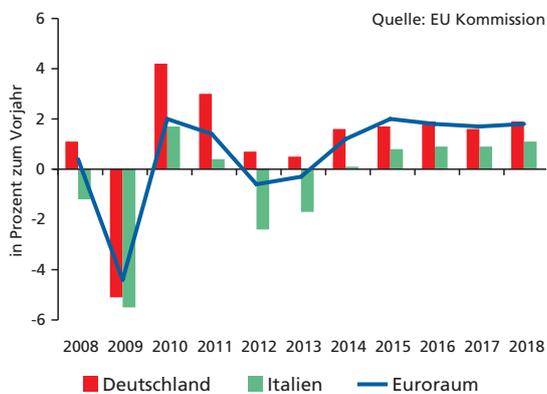
Dies schlägt sich auch im Wirtschaftswachstum nieder. Das BIP, die wichtigste Maßzahl für die Wirtschaftsleistung, dürfte nach dem kräftigen Anstieg im ersten Quartal 2017 und den letzten Indikatoren, wie Industrieproduktion und Beschäftigung, in diesem Jahr um 1,7 Prozent zulegen. Dies entspräche annähernd dem Wachstum der vergangenen Jahre, sodass sich der aktuelle Aufschwung in seinem vierten Jahr befindet.

Die Stimmung der Unternehmen sowie der Arbeitsmarkt in den meisten Euroraum-Ländern sprechen darüber hinaus dafür, dass sich die konjunkturelle Dynamik kurzfristig noch beschleunigen könnte. So erreichte der Ifo-Geschäftsklimaindex in Deutschland im Juni ein historisches Hoch und die Arbeitslosenquote den niedrigsten Stand seit der deutschen Einheit. Ähnlich günstig sieht die Lage der Industrie derzeit in Spanien aus. Besonders positiv aber überraschte die Konjunktur in Frankreich. Auch hier erholte sich das BIP-Wachstum



allein im ersten Quartal auf 0,5 Prozent, während das Geschäftsklima den höchsten Wert seit dem Frühjahr 2011 und damit vor der Eurokrise erreichte. Lediglich das von hoher Staatsverschuldung und anhaltender Bankenschwäche betroffene Italien bleibt mit einem prognostizierten BIP-Zuwachs von 0,8 Prozent für die Jahre 2017 und 2018 hinter dem Wachstum des Euroraums zurück.

BIP-Wachstum im Euroraum stetig, Italien bleibt zurück



Besonders das Exportgeschäft nimmt derzeit wieder Fahrt auf. Auch die boomende Bautätigkeit kann als ein Haupttreiber der Konjunktur gesehen werden. Dagegen verzeichnete der private Verbrauch im ersten Quartal eine Flaute, die allerdings bis Jahresmitte überwunden wurde. Der anhal-

tende Beschäftigungszuwachs sowie höhere Lohnsteigerungen deuten auf einen weiter zunehmenden Konsum hin. Ähnliches gilt für die Investitionstätigkeit der Unternehmen. Diese profitiert von niedrigen Finanzierungskosten, einer hohen Kapazitätsauslastung und kräftig steigenden Unternehmensgewinnen. In Deutschland erreichte die Kapazitätsauslastung der Unternehmen zur Jahresmitte mit 86 Prozent den höchsten Stand seit 2011. Sie ist damit eine wichtige Triebfeder des dynamischen Gewinnwachstums.

Für die Aktienmärkte besonders positiv ist, dass das Wirtschaftswachstum mit einer niedrigen Inflation einhergeht, also keine konjunkturelle Überhitzung zu erkennen ist. Die um Benzin- und Nahrungsmittel bereinigte Inflationsrate bleibt im Euroraum mit 1,1 Prozent relativ stabil. Daneben wirkt der Rückgang der Importpreise aufgrund der aktuellen Stärke des Euros sowie nachgebender Rohölpreisnotierungen entlastend. Dies stützt die Kaufkraft der Verbraucher und spricht dafür, dass die Zinsen vorerst niedrig bleiben und so die Investitionstätigkeit fördern.

Allerdings mehren sich nun die Anzeichen aus dem Rat der EZB, dass das Ausmaß der geldpolitischen Expansion Anfang kommenden Jahres zurückgenommen werden

Höhere Investitionen durch niedrige Zinsen und hohe Kapazitätsauslastung

Inflation bleibt niedrig

Übersicht EZB-Maßnahmen		Quelle: EZB
Maßnahme	Beginn	Volumen (Mrd. Euro monatl./quart) 1.000,00 EUR
Gezielte Refigeschäfte I	Sept. 2014 - Juni 2016	6,7 – 129,8 (q)
Anleihenkäufe Pfandbriefe	November 2014	10
Anleihenkäufe Staatsanleihen	April 2015	50
Erhöhung /Unt.- Anleihen	März 2016 - März 2017	20
Gezielte Refigeschäfte II	Juni 2016 - Jan. 2018	n.v.

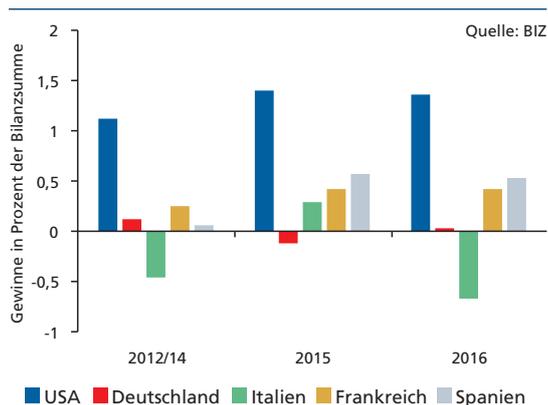
Anleihenkäufe werden Anfang 2018 auslaufen

könnte. Dies betrifft zum einen die erwähnten Anleihenkäufe, die in der ersten Hälfte des kommenden Jahres auslaufen dürften, zum anderen die „Gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte“ für die Banken. Dabei teilt die EZB Banken Refinanzierungskredite zu. Das letzte dieser Geschäfte ist für Januar 2018 vorgesehen. Die günstigen Kredite sollen die aktuellen Belastungen für die Banken ausgleichen, die mit der verschärften Regulierung und dem anhaltenden Margendruck entstanden sind.

Weiter schwache Ertragslage bei europäischen Banken

Das Bankensystem bleibt die Achillesferse der europäischen Wirtschaft. Dies betrifft vor allem die nach wie vor zu hohe Anzahl von Geschäftsbanken und die damit verbundene geringe Profitabilität. Laut einer Statistik der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel (BIZ) sind besonders große Institute in Deutschland und Italien von schwachen Gewinnen betroffen. Während die vier größten Banken in Deutschland in den vergangenen fünf Jahren lediglich Gewinne in Höhe von 0,1 Prozent der Bilanzsumme erwirtschafteten, verzeichneten die Banken in Italien per Saldo sogar Verluste von fast 0,4 Prozent. Nur die Banken in Spanien und in Frankreich sind wieder profitabel. Aber auch dort bleiben die Gewinne weit hinter den „Konkurrenten“ aus den USA zurück.

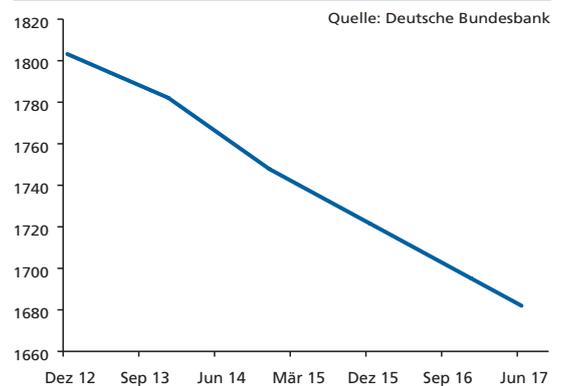
Bankengewinne - US-Banken lassen Europas Häuser zurück



Die geringe Profitabilität wirkt sich letztlich auch auf die Tragfähigkeit von Verlusten aus – vor allem von Verlusten aus Kreditausfällen. Deshalb wäre die positive Entwicklung der Kreditvergabe ohne die massive Geldzufuhr der EZB undenkbar gewesen.

Dieser Hintergrund erklärt auch die anhaltende Konsolidierung im Bankensystem. Die Zahl der Banken im Euroraum betrug Ende 2016 knapp 5.000, davon fast 1.700 in Deutschland. Pro Jahr sinkt die Zahl der Institute derzeit um etwa zwei Prozent. Die Banken bekunden allerdings, das Tempo der Konsolidierung in den kommenden Jahren erhöhen zu wollen. So soll in den kommenden fünf Jahren jede fünfte Sparkasse bzw. Genossenschaftsbank fusioniert werden. Auch in Italien wird eine weitere Konsolidierungswelle erwartet. Um die Bankenfusionen bzw. -abwicklungen zu erleichtern, wird derzeit für den Euroraum ein System sogenannter „Bad Banks“ vorbereitet. Damit würden die Bilanzen der Banken entlastet und die Transparenz bei Fusionen verbessert.

Zahl der Kreditinstitute in Deutschland



Das Ausmaß des Kreditproblems wie auch die Mängel der früheren nationalen Bankenaufsichten führt jedoch dazu, dass noch etwa ein halbes Jahrzehnt vergehen wird, bis die Kredit- und Kapitalregeln für die Euroraum-Banken greifen.

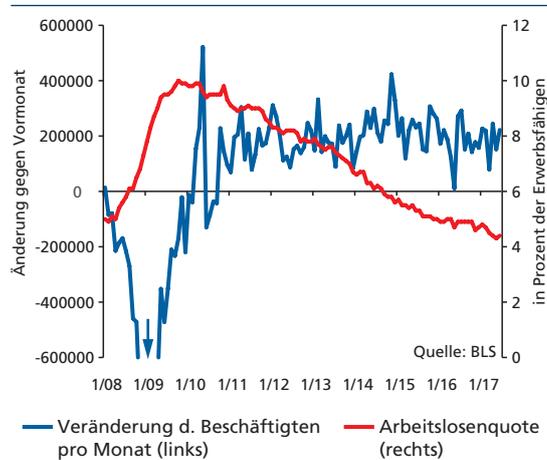
Positive Impulse von der politischen Ebene

Von der Politik gehen, anders als im vergangenen Jahr, positive Impulse für die Kapitalmärkte aus. Waren im Jahr 2016 der Brexit und der Sieg Donald Trumps die beherrschenden Themen, so brachten 2017 die Wahlen in Europa bislang reformfreundige und europafreundliche Regierungen. Vor allem in Frankreich bietet der Wahlsieg von Emmanuel Macron und seiner liberalen „Bewegung der Republik“ die Chance für nachhaltige Wirtschafts- und Staatsreformen. Daraus könnten sich auch neue Impulse für die europäische Zusammenarbeit ergeben, insbesondere, wenn die Bundestagswahlen auch in Deutschland ein geschäftsfreundliches Klima bestätigen sollten. Damit wären Steuererhöhungen ebenso wie die Erhöhung nicht-investiver Staatsausgaben vorerst vom Tisch. Es bleibt abzuwarten, ob es zu einer europäischen Harmonisierung der Finanzpolitik kommt, wie sie Emmanuel Macron fordert, mit einem gemeinsamen Finanzressort und gemeinsamer Kreditaufnahme. Angesichts der aktuellen Probleme, gerade im Finanzsektor, würde ein derartiger Integrationsprung beträchtliche Risiken und Akzeptanzprobleme bedeuten. Deutschland wehrt sich als größter Gläubiger dagegen.

USA – Wachstumsbelebung auf Kredit

Die konjunkturelle Durststrecke des letzten Jahres ging im zweiten Quartal 2017 zu Ende. Nachdem das BIP-Wachstum im Jahr 2016 mit 1,6 Prozent enttäuscht hatte, mehrten sich in den letzten Monaten die Anzeichen für eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums. Das zeigt sich vor allem im Anstieg der Industrieproduktion und der Auftragseingänge im zweiten Quartal. Dadurch stieg das Geschäftsklima im Juni auf ein Drei-Jahres-Hoch. Auch das Tempo, mit dem neue Stellen geschaffen wurden, hat sich in den letzten drei Monaten wieder auf einen Wert von monatlich 200.000 Stellen erhöht.

US-Arbeitsmarkt bleibt freundlich



Vor diesem Hintergrund erwartet der IWF für das laufende Jahr einen Zuwachs von 2,3 Prozent und im Jahr 2018 von 2,5 Prozent. Damit dürfte allerdings der konjunkturelle Zenit erreicht sein. Denn der Zuwachs des Produktionspotenzials, das die Kapazitäten von Maschinen, Prozesstechnologie und verfügbarer Arbeitszeit zusammenfasst, wird derzeit nur mit jährlich gut zwei Prozent veranschlagt. Das Wachstum könnte sich nur deutlich erhöhen, wenn sich die Standortbedingungen grundlegend verbessern würden.

Hier setzen die Erwartungen der meisten Marktteilnehmer an. Vor allem die angekündigte Steuerreform soll die Geschäftsbedingungen für Unternehmen verbessern und damit neue Wachstumspotenziale erschließen. Hierbei geht es u. a. um die

- **Reduzierung der Sätze für die Einkommensteuer von aktuell bis zu 39,6 Prozent auf 12, 25 und 33 Prozent.**
- **Reduzierung der Körperschaftsteuer auf 15 Prozent von derzeit 35 Prozent.**
- **Deckelung von Abschreibungen auf 100.000 Dollar.**

Mit diesen Maßnahmen sollen Unterneh-

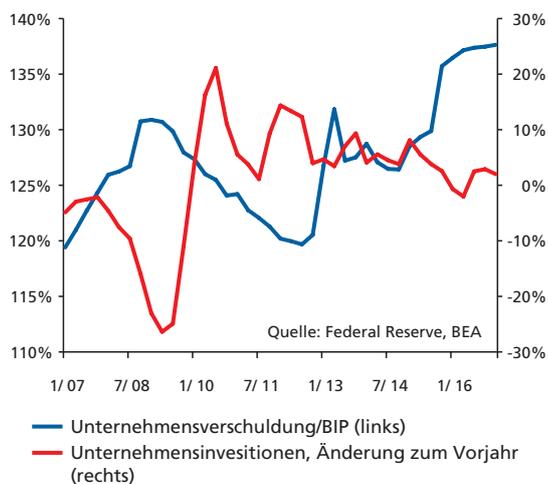
Höheres Wachstum nur durch bessere Standortbedingungen

US-Steuerreform macht Sinn

men dazu veranlasst werden, ihre Gewinne zu repatriieren und mehr zu investieren. Gleichzeitig soll ein höherer Arbeitseinsatz durch die niedrigeren Einkommensteuersätze belohnt werden. Das Steuerpaket soll zusammen mit Staatsausgaben zur Verbesserung der nationalen IT-Infrastruktur, u. a. in Form von Breitbandnetzen, die strukturellen Voraussetzungen für ein höheres Wirtschaftswachstum schaffen.

Es gibt durchaus ökonomische Gründe für die Steuerreform. So verringerten sich die Ausrüstungsinvestitionen im Jahr 2016 um zwei Prozent, nachdem der Wert in den drei Vorjahren im Durchschnitt um 3,5 Prozent zugenommen hatte.

USA - Unternehmensinvestitionen leiden unter Verschuldung

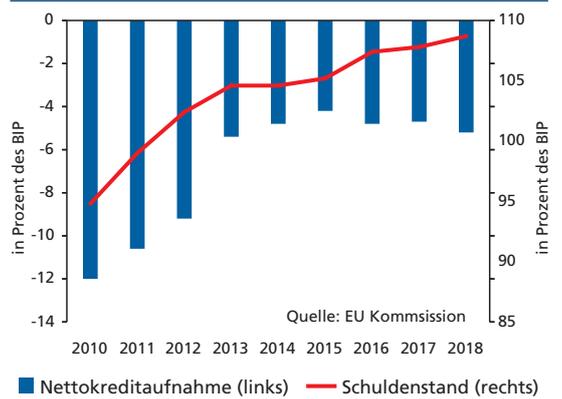


Immer noch relative niedrige Beschäftigungsquote

Das ist deutlich weniger als in früheren Aufschwungphasen. Auch liegt das Niveau der Beschäftigung im langfristigen Vergleich immer noch relativ niedrig. Nur 62,6 Prozent der Erwerbsfähigen sind gegenwärtig beschäftigt. Und das, obwohl in den letzten Jahren jährlich etwa zwei Millionen hinzugekommen sind. Ansätze für bessere Wirtschaftsperspektiven gäbe es also durchaus. Es stellen sich nach Bekanntwerden der ersten Pläne für die Steuerreform Ende April jedoch vor allem zwei Fragen für Anleger:

- 1. Wird die Entlastung für die inländischen Unternehmen nicht durch protektionistische Maßnahmen wie die sogenannte „border adjustment tax“, einer einseitigen Belastung von Importen, überkompensiert?**
- 2. Führen die staatlichen Maßnahmen, die zunächst mit einer höheren Neuverschuldung verbunden sind, angesichts des aktuellen Schuldenstandes von 106 Prozent des BIP, nicht längerfristig zu Finanzierungsproblemen?**

USA - Staatsdefizit hoch, Schulden steigen

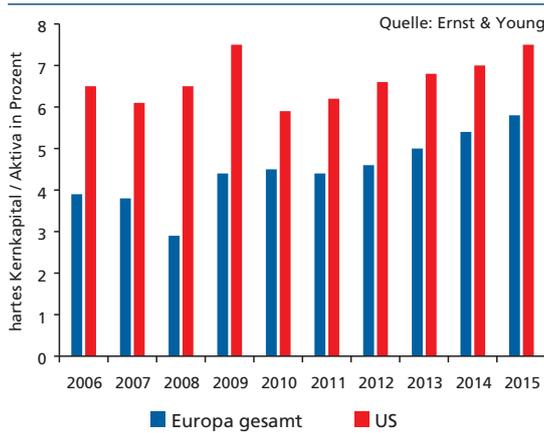


Im ersten Fall wäre das Programm für die Weltwirtschaft als Nullsummenspiel zu sehen, in dem die US-Unternehmen auf Kosten der übrigen Welt gefördert werden. Aber auch im letzten Fall wäre das Programm nicht unproblematisch, weil der Schuldenanstieg letztlich über Kapitalimporte und einen niedrigeren US-Dollar finanziert werden müsste. Für Europa erinnert dies sehr an den „Reagan Boom“ der USA in den 1980er-Jahren. Der Einbruch des Dollarkurses brachte damals für die europäischen Exporteure einen heftigen Gegenwind.

Eine besondere Gefahr könnte von den Bestrebungen zur Deregulierung der Banken ausgehen. Denn anders als die US-Banken, die ihr Eigenkapital in den letzten Jahren

wieder auffüllen konnten, würde ein verschärfter Wettbewerb die europäischen Banken unter zusätzlichen Wettbewerbsdruck im internationalen Geschäft stellen. Für Europas Banken könnte dies gleich einen doppelten Negativeffekt haben.

Eigenkapitalquoten Top 10 Banken



Zum einen würde der resultierende Margendruck die Erholung der Gewinne vor allem im Provisionsgeschäft verzögern und damit die notwendige Konsolidierung erschweren. Zum anderen würde der Druck, Staatshilfen bei der Sanierung von Banken zu gewähren, zunehmen und damit das gerade erst etablierte Abwicklungssystem unter Einbeziehung privater Gläubiger in Frage gestellt. Demgegenüber wird sich für China, dessen Banken mehrheitlich in Staatsbesitz sind, das Problem eher langfristig stellen.

Insgesamt widerspricht die Politik der neuen US-Regierung dem internationalen Konsens sowie den Interessen der anderen großen Player.

Japan – glanzlose Abenomics

Die Vorstellung des Handelsabkommens mit der EU Anfang Juli 2017 hat die Öffnung Japans in den Fokus internationaler Investoren gerückt. Es war auch die Exporttätigkeit, die neben den Investitionen zu einer Belebung des BIP-Wachstums in

der ersten Jahreshälfte beigetragen hatte. Die vierteljährliche Konjunkturumfrage, der TANKAN-Bericht, spricht jedoch für ein Nachlassen der Dynamik im zweiten Halbjahr. Für 2017 wird deshalb nur ein BIP-Zuwachs von einem Prozent erwartet, für 2018 dürfte sich dieser Wert aufgrund des nachlassenden fiskalischen Impulses halbieren.

Die Unternehmensgewinne entwickelten sich im ersten Quartal 2017 aufgrund der Exportbelebung sehr positiv. Sie erreichten mit einem Plus von fast 27 Prozent den höchsten Anstieg seit drei Jahren. Allerdings dürfte dieser eher eine Folge des positiven globalen Umfeldes sein und weniger den von Premierminister Abe propagierten Strukturreformen geschuldet sein. Vor allem die Liberalisierung des Unternehmensrechts und des Arbeitsmarktes blieben in der bisher fünfjährigen Amtszeit Abes hinter den Erwartungen zurück.

China – hin zu nachhaltigem Wachstum

Insbesondere nachdem die Abwertung des Yuan im Jahr 2015 und Anfang 2016 zu Verwerfungen an den internationalen Kapitalmärkten geführt hatte, steht die Konjunkturentwicklung in China im Blickpunkt der Anleger.

Für das erste Halbjahr zeigen wichtige Konjunkturindikatoren wie die Industrieproduktion und der Einzelhandelsumsatz ein robustes Wirtschaftswachstum von 6,7 Prozent Jahresrate an. Für den weiteren Jahresverlauf deuten das Geschäftsklima und saisonbereinigte Quartalswerte des BIP auf eine leichte Abkühlung hin. Eine solche Verlangsamung des Wachstums wäre auch als Folge der gestiegenen Kreditzinsen sowie der Bestrebungen zur Begrenzung der Staatsausgaben zu sehen. Zudem scheint die Regierungspolitik eher auf die Sicherung eines nachhaltigen Wachstums – durch Abbau von Überkapazitäten in der Industrie und Risikobegrenzung im Finanz-

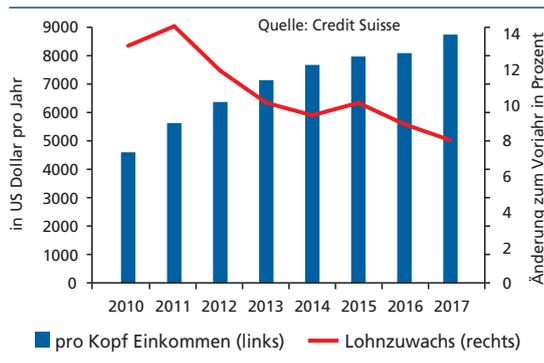
Unternehmensgewinne in Japan steigen an

Robustes Wachstum in China

sektor – gerichtet, als auf eine „konventionelle“ Konjunkturpolitik.

In diese Richtung geht auch das überraschende Eingreifen der Notenbank zur Sicherung des Außenwertes des Yuan gegenüber dem US-Dollar. Eine erneute Abschwächung des Yuan-Wechselkurses über der Marke von sieben Yuan zum Dollar ist für dieses Jahr nicht mehr zu erwarten. Zudem verliert China angesichts des auf acht Prozent verlangsamten Lohnzuwachses auch nicht mehr an internationaler Wettbewerbsfähigkeit.

China - Einkommenszuwachs verlangsamt sich



Fazit für die Märkte:

Realwerte unverzichtbar

Die beschriebenen wirtschaftlichen Entwicklungen stellen für die Anleger ein insgesamt freundliches Umfeld dar. Die Kombination aus nachhaltigem Wirtschaftswachstum und niedrigen Zinsen kann vor allem für Realwerte sogar als optimal gelten. Vor allem für Aktien ergibt sich daraus ein positiver Gewinnausblick, der eine günstige Kurs- und Dividendenentwicklung verheißt. Betrachtet man nur die wirtschaftlichen Perspektiven und die Bewertung, wären die meisten Märkte in Europa und Asien den US-Märkten gegenüber als überlegen anzusehen.

Es ist jedoch zu erwarten, dass sich dies nicht nur in den Wertpapierkursen, sondern auch im Wechselkurs widerspiegelt.

Mit anderen Worten: Es könnte zu einer (weiteren) Abwertung des US-Dollars kommen.

Dies gilt insbesondere auch im Hinblick auf die fiskalpolitische Ausrichtung im Euro-Raum. Diese ist zwar weniger restriktiv als in den vergangenen Jahren, dürfte aber per Saldo auf eine Fortsetzung der Haushaltskonsolidierung gerichtet sein.

Grundsätzlich bleiben auch Immobilienanlagen angesichts des anhaltend niedrigen Zinsniveaus attraktiv. Diese Erwartung dürfte allerdings teilweise in den Bewertungen bereits vorweggenommen sein, sodass es hier auf eine entsprechende Selektion ankommt. In Metropolen kann aber sicherlich bereits schon von einer Übertreibung gesprochen werden.

Differenzierter ist die Entwicklung der Rohstoffpreise zu betrachten. Einerseits profitieren diese konjunkturbedingt von der anziehenden Nachfrage, andererseits wird dies bei Rohöl oder bei einigen Industriemetallen (Kupfer) durch eine Ausweitung der Produktion kompensiert.

Festverzinsliche Anlagen scheinen auf dem aktuellen Zinsniveau nur für einige Schwellenländermärkte attraktiv zu sein. Für Unternehmenanleihen ist das Bild differenzierter. Wenngleich im höherverzinslichen Bereich nur noch wenige Risiken eingepreist sind, können weiterhin interessante Unternehmenanleihen gefunden werden.

Risiken sind vor allem im Falle einer stark unterschiedlichen Zinsentwicklung in den USA und anderen Regionen zu sehen. Neben bekannten politischen und militärischen Risiken, kommt erstmals der US-Präsident als Unsicherheitsfaktor hinzu.

Ad hoc auftretende Marktkorrekturen sind relativ wahrscheinlich, können aber immer noch als Nachkaufgelegenheit dienen. ●

Freundliches Umfeld für Anleger

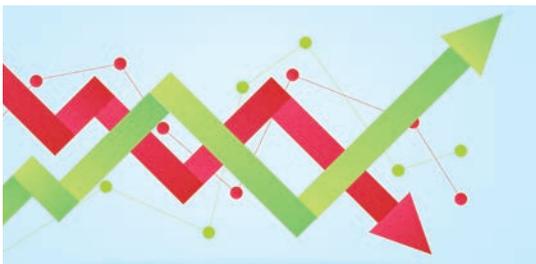
Euroraum erscheint attraktiv

Journal- und Gastbeiträge



Die Finanzmarktregulierung
schreitet voran
2018 kommt MiFID II

30



Ist die Zinswende wirklich
vollzogen?

35



Das neue Investmentsteuergesetz
2018

39



Russland – eine antizyklische
Chance?

44



MiFID II

Die Finanzmarktregulierung schreitet voran 2018 kommt MiFID II

Mit MiFID ist Ende 2007 ein umfangreiches Richtlinien- und Gesetzespaket für die Kapitalmärkte in allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union in Kraft getreten. Damals standen der Verbraucherschutz und die Vereinheitlichung der rechtlichen Standards im Fokus. Anfang 2018 kommt nun MiFID II. Die Vorbereitungen laufen bereits seit 2011. Banken und Vermögensverwalter werden Anleger in den nächsten Monaten vermehrt darauf ansprechen.

Autor:
Christian Hackenberg,
Dr. Roller & Partner
Rechtsanwälte

Als Reaktion auf die Finanzmarktkrise wurden bereits 2009 beim G20-Treffen Änderungen und Ergänzungen im Finanzmarktrecht beschlossen, um international einen einheitlichen Standard zu schaffen. Auf europäischer Ebene war bereits im Jahr 2007 mit der sogenannten **MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)**

eine weitreichende Vereinheitlichung der Standards für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Kraft getreten – wie für die Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Nach dem G20-Treffen wurde schnell klar, dass dieses regulative Paket weiterentwickelt werden sollte. Schon im Jahr 2011 wurde ein erster Entwurf der



neuen Richtlinie vorgelegt und am 3. Juli 2014 schließlich verabschiedet. **Sie wird durch die Finanzmarktverordnung (MiFIR – Markets in Financial Instruments Regulation) ergänzt**, die unmittelbare Wirkung in den Mitgliedstaaten entfaltet. Eine Richtlinie hingegen bedarf der Umsetzung in nationales Recht, d. h. jedes Land muss die europäischen Vorgaben selbst im Rahmen eines nationalen Gesetzes umsetzen. Die Frist dafür endete am 3. Juli 2017. Deutschland hat das entsprechende Gesetz (das sog. 2. FiMaNoG) rechtzeitig verabschiedet. Wo der Gesetzgeber sechs Jahre benötigte, bleibt den betroffenen Marktteilnehmern nunmehr ein Zeitraum von sechs Monaten, um den erheblichen Anforderungen technisch und juristisch gerecht zu werden. Eine echte Mammutaufgabe, bedenkt man, dass bei zu vielen Details bislang noch kein europaweit einheitliches Verständnis hergestellt wurde.

Die Änderungen durch MiFID II und MiFIR betreffen im Wesentlichen die zwei großen Blöcke „Anlegerschutz“ und „marktbezogene Themen“. Der durchschnittliche Anleger kann mit den Begriffen und den komplizierten Regelungen regelmäßig wenig anfangen und mag sich davon nicht betroffen fühlen. Das ist allerdings ein Irrtum. Die Neuregelungen werden nachhaltige Auswirkungen auf die Kunden haben. Grund genug, sich näher mit der geplanten Regulierung zu befassen.

Die Lektüre der mittlerweile viele tausend Seiten umfassenden Richtlinien- und Gesetzesmaterialien ist allerdings nur etwas für eingefleischte Kapitalmarkt-Juristen. Nachfolgend soll daher ein Überblick über die wichtigsten Aspekte gegeben werden. Worum geht es konkret? Welche anstehenden Änderungen betreffen auch Privatanleger?

Das ganze „Paket“ steht unter der Überschrift „Transparenz“ und „Anpassung an

technologische Entwicklungen“. **Daher lassen sich die Regelungen in zwei Blöcke unterteilen:**

- **Vorgaben, die sich auf Abläufe und Transaktionen an den Finanzmärkten beziehen;**
- **Vorschriften, die für mehr Anlegerschutz sorgen sollen.**

Zunächst zu den marktbezogenen Aspekten:

Robustere und effizientere Marktstrukturen: MiFID II bezieht eine neue Form von Handelsplätzen in den regulativen Rechtsrahmen ein, die sog. „organisierten Handelssysteme“ (OTF). Dabei handelt es sich um organisierte Plattformen, die bislang nicht der Regulierung unterliegen, jedoch eine immer wichtigere Rolle spielen. So werden etwa Derivate zunehmend auf diesen Plattformen gehandelt. Für diese gelten ab dem Jahr 2018 strenge organisatorische Anforderungen. Zudem erfolgt eine laufende Beaufsichtigung. MiFID II soll damit gewährleisten, dass für alle Handelsplätze dieselben Transparenzvorschriften gelten und dass Interessenkonflikte entgegengewirkt wird. **Der außerbörsliche Handel mit Großaufträgen und Derivaten soll durch die neuen Pflichten nachvollziehbarer und damit besser überwachbar werden.**

Berücksichtigung technologischer Innovationen: In den Neuregelungen sind darüber hinaus **neue Schutzvorkehrungen für den automatisierten, algorithmischen Handel und den Hochfrequenzhandel** vorgesehen. Hier wurden in den letzten Jahren schon nationale (in Deutschland) gesetzliche Vorstöße unternommen. Da die Kapitalmärkte international sind, ist eine internationale Regelung zu begrüßen. Gerade der sogenannte Computerhandel hat den Handel an den Börsen gewaltig beschleunigt. Daraus resultieren

systemische Risiken. Die künftig geltenden Schutzvorkehrungen beinhalten eine laufende Beaufsichtigung des gesamten algorithmischen Handels und die Verpflichtung, ausreichend Liquidität bereitzustellen.

Die **marktbezogenen Regelungen** beziehen sich vor allem auf die Bereiche der sog. **Handelstransparenz**. Bisher war im Wesentlichen nur für Aktien eine sogenannte **Vor- und Nachhandelstransparenz** vorgesehen. Jetzt wird sie auch auf Anleihen und Derivate erweitert. Die Vorhandelstransparenz verpflichtet die Börsen zur kontinuierlichen Veröffentlichung der aktuellen Geld- und Briefkurse von Wertpapieren. Im Rahmen der Nachhandelstransparenz müssen Börsen und Marktteilnehmer den Umfang, den Kurs und den Zeitpunkt der getätigten Geschäfte unverzüglich veröffentlichen.

Auch beim **Anlegerschutz** bringt MiFID II umfassende Neuerungen. Dabei beziehen sich die Vorschriften **nicht nur auf die Anlageberatung und Produktvermittlung, sondern erstmals auch auf die Produktentwicklung und das Angebot an die Kunden**. Im Einzelnen geht es im Bereich der Anlageberatung und Vermögensverwaltung maßgeblich um Transparenz und Integrität der Akteure.

Die Richtlinie stärkt die Marktposition und das Geschäftsmodell unabhängiger Vermögensverwalter. Mit ihr kommt erstmals ein **Provisionsannahmeverbot** für diese Dienstleistung. **Vermögensverwaltung wird also künftig ausschließlich honorarbasiert** möglich sein. Falls der Verwalter dennoch Provisionen erhält, muss er sie rasch an den Kunden weiterleiten. Auch andere Zuwendungen, wie z. B. Finanzanalysen, Schulungen und andere nichtmonetäre Vorteile, die im Zusammenhang mit der Vermögensverwaltung an den Verwalter gewährt werden, dürfen nur angenommen werden, wenn sie geringfügig

sind, die Qualität der für den Kunden erbrachten Dienstleistung verbessern, ihre Gesamthöhe nach Art und Umfang vertretbar und verhältnismäßig ist und sie vorab den Kunden unmissverständlich offen gelegt werden.

Komplementär dazu wird es künftig für alle Firmen, die Wertpapierdienstleistungen erbringen, **strenge Vorgaben zur Kostentransparenz geben. Im Rahmen des Vertriebs von Wertpapieren sollen die vertreibenden Unternehmen verpflichtet sein, sämtliche Produkt- und Erwerbskosten prozentual und betragsmäßig dem Kunden auf Grundlage einer Prognose offen zu legen**. Die entsprechenden Informationen soll der Kunde rechtzeitig vor dem jeweiligen Geschäft erhalten. Steht ein Unternehmen anschließend in laufender Geschäftsbeziehung mit dem Kunden, ist es ferner verpflichtet, diesem mindestens **einmal jährlich im Nachhinein mitzuteilen, welche Kosten tatsächlich angefallen sind**. Die Finanzdienstleister werden sich diese Daten also beschaffen und für ihre Kunden individuell aufbereiten müssen.

Die provisionsbasierte Anlageberatung und -vermittlung hingegen wird weiterhin möglich sein. Es gelten aber engere Grenzen als bisher. Provisionen sollen nur noch zulässig sein, wenn sie geeignet sind, dem Kunden weitere Zusatzleistungen anzubieten. So müssen neben der eigentlichen Anlageberatung weitere Leistungen, wie z. B. laufende Reportings angeboten werden. Provisionen sind aber auch dann nur in dem Maß zulässig, wie sie in einem angemessenen Verhältnis zu diesem „Mehr“ an Leistung stehen. Angebote, bei denen der rein provisionsorientierte Verkauf von Finanzprodukten im Vordergrund steht, werden dadurch nicht unerheblich in Frage gestellt.



Gänzlich neu sind die Vorgaben zur sogenannten „Product Governance“. Damit werden jetzt auch Entwickler, Anbieter und Emittenten von Finanzinstrumenten stärker in die Pflicht genommen. Sie müssen vor der Markteinführung umfassend prüfen, ob und wie ein Produkt die geltenden rechtlichen Anforderungen erfüllt und konkrete **Zielmärkte bzw. Zielgruppen für ihre Produkte definieren.** Außerdem werden sie verpflichtet, den Vertrieb ihrer Produkte stärker zu überwachen. Zunächst muss eine kundengerichtete Vertriebsstrategie entwickelt werden: Wie kann man Kunden ein Wertpapier verständlich näherbringen? Welche Kundengruppen wird man überhaupt ansprechen können? Ist das geklärt, **muss laufend geprüft werden, ob das Produkt auch weiterhin die genannten Voraussetzungen und alle Parameter erfüllt.** Stellt man fest, dass ein Produkt nicht mehr zum Zielmarkt passt, ist der Produkthanbieter zu informieren und die Zielmarktdefinition entsprechend anzupassen.

Ferner sind künftig Telefonate, die auf die Erteilung einer Wertpapierorder ausgerichtet sind, aufzuzeichnen (sog. Taping). Sind Kunden damit nicht einverstanden, darf das Unternehmen telefonische Orders nicht mehr entgegennehmen. Die europäische Aufsicht ESMA geht sogar soweit, eine grundsätzlich vollständige Aufzeichnung von Telefonaten zwischen Beratern und Kunden zu empfehlen. Ein nicht mehr vertrauliches Telefongespräch mag für Kunden wie Berater ungewohnt sein, die Auswirkungen auf das Vertrauensverhältnis zwischen Kunde und Berater – gerade im Private Banking – bleiben abzuwarten. Die Unternehmen suchen und entwickeln aktuell Lösungen, die sowohl dem Bedürfnis nach Vertraulichkeit als auch den gesetzlichen Anforderungen gerecht werden. Ob es zweckmäßig ist, in Zeiten einer schnellen und effizienten Kommunikation, in der Vertraulichkeit und

Datenschutz kontrovers diskutiert werden, Telefonate in großem Umfang aufzuzeichnen und zu archivieren, darf sicherlich hinterfragt werden.

Eine korrespondierende Aufzeichnungspflicht gibt es auch für andere Arten des Orderings. So sind etwa Kundenaufträge, die per E-Mail erteilt werden, ebenfalls zu archivieren.

Im Bereich der Vermögensverwaltung werden die Unternehmen ihre Kunden künftig benachrichtigen müssen, wenn die Verlustschwelle von jeweils 10 Prozent – vom Jahresanfangswert gerechnet – unterschritten wird. Diese Neuregelung lässt sich mit der bisherigen Situation nur bedingt vereinbaren. Bislang wurden stets individuelle, den jeweiligen Kundenanforderungen entsprechende Schwellenwerte vereinbart. Dieser Wechsel wird technisch gelöst, die Voraussetzungen hierzu sind von den betroffenen Verwaltern zu schaffen.

Neu ist auch, dass **Reportings** in der Vermögensverwaltung ab dem Jahr 2018 regelmäßig **vierteljährlich** zu erfolgen haben. Dies soll den Informationsgrad der Kunden erhöhen und ihre Kontrollmöglichkeiten verbessern.

Schließlich müssen Finanzdienstleister künftig genau prüfen, wann etwaige Interessenkonflikte auftreten können, sei es in der Zusammenarbeit mit Anbietern, bei der Anlageberatung oder Vermögensverwaltung oder auch zwischen den Interessen verschiedener Kunden(gruppen). Werden solche potenziellen Konflikte identifiziert, sind sie zu beseitigen. Lassen sie sich nicht vermeiden, sind sie den Kunden vorab offen zu legen. Auch dieser Prozess bedarf natürlich weitreichender Analysen und Kenntnisse auf verschiedenen Ebenen, die sich die Unternehmen erst verschaffen müssen.



Die EU-Vorgaben und die nationalen Regelungen sollen so insgesamt dazu beitragen, das Vertrauen der Anleger in die Finanzmärkte, Finanzinstrumente und deren Anbieter zu stärken. Damit soll eine wichtige Voraussetzung geschaffen werden, dass Anleger sich auch künftig an den Börsen engagieren und durch die Finanzkrise verlorenes Vertrauen zurückgewonnen wird.

Vorab müssen die Anbieter von Finanzdienstleistungen komplizierte technische und juristische Anforderungen erfüllen und kundengerecht umsetzen. In Anbetracht der bereits angesprochenen Zeitknappheit und einiger tausend Seiten Richtlinien, Verordnungen, Gesetze und Veröffentlichungen der europäischen und nationalen Aufsichtsbehörden ist das eine echte Herausforderung.

Es wird erwartet, dass sich der erhebliche administrative Mehraufwand, der

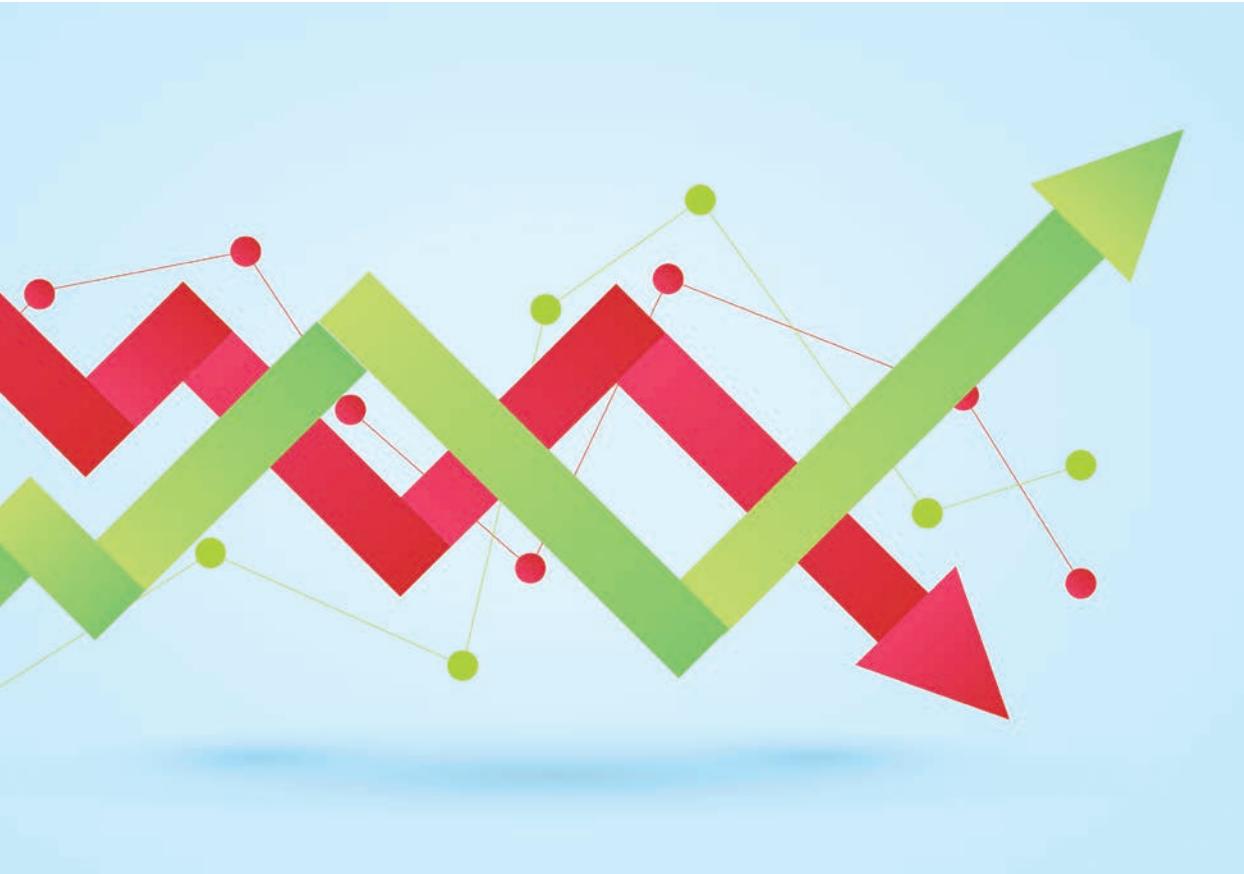
durch die Neuerungen entsteht, kosten erhöhend auswirken wird. Umgekehrt werden Leistungen und Preismodelle der verschiedenen Anbieter transparenter und damit vergleichbarer.

Dieses Ziel wird jedoch nur erreicht, wenn die Kunden sich ihrerseits entsprechend intensiv mit den für sie maßgeblichen Aspekten beschäftigen.

In jedem Fall werden grundlegende Anpassungen der Vertragswerke zwischen den Beteiligten (Vermögensverwalter, Kunde, depotführende Bank, Fondsgesellschaft) vonnöten sein.

Den Kunden steht also Post von vielen Seiten ins Haus, mit der sie sich am besten auch beschäftigen sollten. Nur dann besteht die Chance, das Ziel der MiFID II (Anlegerschutz und Finanzmarktüberwachung) tatsächlich zu erreichen. ●

Ist die Zinswende wirklich vollzogen?



Autor: Dr. Michael
Claus, Dozent für
Volkswirtschaftslehre
und Wirtschaftspo-
litik

Die lang erwartete Zinswende ist da! Aber kann man auf einem so niedrigen Zinsniveau ernsthaft schon von einer deutlichen Wende sprechen? Sind diese ersten Schritte nicht vielmehr als Normalisierung einer extremen Tiefzinspolitik der letzten Jahre zu sehen?

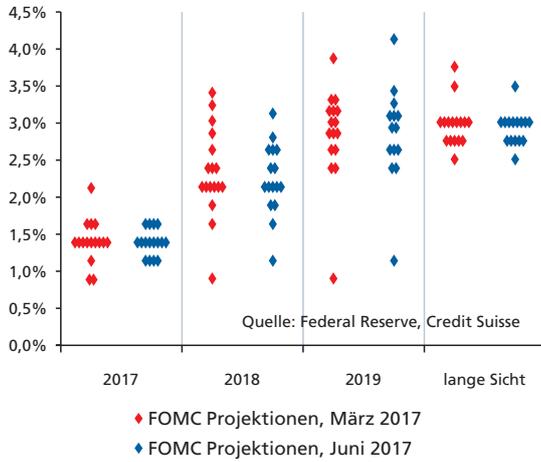
Die amerikanische Notenbank-Chefin Janet Yellen kommentierte die erste Erhöhung des amerikanischen Leitzinses so: *„Diese Aktion bezeichnet das Ende einer außergewöhnlichen Siebenjahresperiode, in der die Fed die Leitzinsen auf Null gehalten hat, um die Erholung der Wirtschaft aus der schlimmsten Finanzkrise und Rezession seit der großen Depression zu unterstützen.“* (Fed, 16.12.2015)

Auf die erste Erhöhung folgten bislang drei weitere Zinsschritte. Experten rechnen mit einem vierten Zinsschritt, sodass der Leitzins in den USA zum Jahresende bei 1,4 Prozent liegen dürfte. Damit wäre in etwa das Niveau des letzten Zinstiefs erreicht, das sich im Jahr 2003 nach dem Platzen der Internetblase eingestellt hatte. Gleichzeitig

ist am Markt zu hören, dass die Mehrheit der Mitglieder im Zentralbankrat inzwischen eher zu höheren Zinsen tendiert. Zuvor waren die Zinserwartungen stetig nach unten korrigiert worden. Ab Ende 2019 könnte nun mit einem Leitzinsniveau von drei Prozent zu rechnen sein.

Die Zinserwartungen auf längere Sicht liegen bei 3%

Zinserwartungen im Offenmarktausschuss der Fed



Für langfristig orientierte Anleger geht es weniger um die nächsten Zinsschritte. Sie stellen grundsätzliche Fragen wie: 1. Welches Zinsniveau erscheint langfristig angemessen? 2. Wie schnell nähern wir uns nach zehn Jahren Krisenmodus wieder höheren Zinsen? Oder ist die von der Fed angestrebte „Zins-Normalisierung“ nur ein Zwischenspiel in einem anhaltenden Abwärtstrend?

Zinsen und Renditen Deutschland



Der Blick auf den natürlichen Realzins

Eine Prognose für das langfristige Zinsniveau versucht John Williams, Mitglied des Zentralbankrats der Fed, anhand des sogenannten natürlichen (Real-)Zinses abzu-

geben. Der natürliche Zins beschreibt das Zinsniveau, das sich im Wesentlichen aus drei Faktoren bestimmt: (1) Angebot und Nachfrage nach Kapital, (2) Demografie, (3) Produktivität und Inflation. Folgende Wechselwirkung ergibt sich zwischen diesen Faktoren und dem Zinsniveau:

- **Angebot und Nachfrage nach Kapital**
Die Kapitalnachfrage errechnet sich auf der Grundlage öffentlicher und privater Verschuldung und das Kapitalangebot aus Ersparnissen und Leistungsbilanzsalden. Je höher das Kapitalangebot und je niedriger die Kapitalnachfrage ist, desto niedriger ist auch der natürliche Zins.

In den vergangenen fünf Jahren zeigt sich eine klare Divergenz zwischen den USA und dem Euroraum. Im Euroraum sprechen rückläufige Schulden bei steigenden Leistungsbilanzüberschüssen für weiterhin rückläufige Zinsen. In den USA dagegen blieb die Summe privater und öffentlicher Schulden und damit die Kreditnachfrage in diesem Zeitraum in etwa konstant. Demgegenüber ging die Sparquote zurück. Ähnliches gilt im Prinzip für die meisten asiatischen Schwellenländer. Zumindest außerhalb Europas scheint der Zinsrückgang also gestoppt.

- **Demografische Faktoren**
Der Begriff „Demografie“ steht meist für die Alterung der Bevölkerung und die damit verbundene Verrentung. Zu den demografischen Faktoren zählt jedoch auch die Erwerbstätigkeit. Sie nimmt aktuell weltweit zu und überkompensiert die Alterung. Mehr Erwerbstätige bedeuten in der Regel mehr Kapitalbildung und damit niedrigere Zinsen.

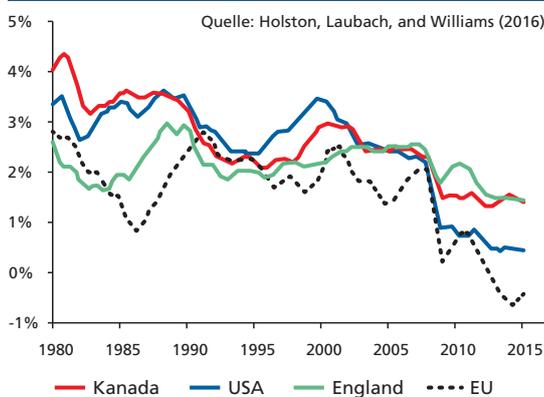
- **Produktivität, Wachstum und Inflation**
Grundsätzlich gilt: Je niedriger die Produktivität, desto niedriger das reale

Wirtschaftswachstum und damit der Realzins. Allerdings führt dies nicht zwangsläufig zu einem niedrigen Marktzins. Wenn die Löhne stärker steigen als die Produktivität, führt dies in den Unternehmen zu höheren Kosten und damit zu einer höheren Inflation.

Genau dies wird derzeit im Euroraum erwartet. Mit einem Anstieg von 1,3 Prozent (2017 und 2018) steigen die Lohnstückkosten wieder fast so schnell wie vor zwanzig Jahren bei der Einführung des Euros. Der gleiche Trend ist übrigens in den USA zu beobachten.

Berücksichtigt man die genannten Faktoren, so sprechen die Kapitalnachfrage und Produktivität in den USA für moderat höhere Zinsen. Im Euroraum deutet bislang nur die Produktivität auf eine Zinserholung hin. Das Zwischenfazit lautet deshalb: Das langfristige Leitzinsniveau dürfte in den USA etwa bei drei Prozent liegen – verglichen mit derzeit einem Prozent. Für den Euroraum ergäbe sich aus den genannten Faktoren ein Zinsniveau von ca. 1,5 Prozent.

Geschätzte inflationsbereinigte natürliche Zinssätze



Wie schnell kann dieses moderate Zinsniveau erreicht werden? Der Zeitpunkt hängt davon ab, wann die Maßnahmen zur Krisenbewältigung beendet werden. Folgende drei Maßnahmen

stehen im Vordergrund:

- **Die öffentliche und private Verschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP)**

Die öffentliche Verschuldung ist im Euroraum nach der Finanz- und Eurokrise zunächst stark gestiegen. Seit drei Jahren wird die Verschuldung zurückgeführt. Bei gleichbleibendem Tempo würde es noch zwei Jahrzehnte dauern, bis das Niveau vor der Krise wieder erreicht ist. In den USA hat die Rückführung noch gar nicht begonnen.

- **Die Bilanzsumme der Zentralbanken**

Mit dem Kauf festverzinslicher Papiere hatte die US-Notenbank den privaten Banken massiv Liquidität zugeführt. Dies zeigte sich in der Ausweitung der Bilanz der Fed von 800 Milliarden US-Dollar im Jahr 2008 auf 4,5 Billionen US-Dollar im Jahr 2013. Eine Abschmelzung soll Ende 2017 beginnen und etwa bis 2022 dauern. Voraussetzung wäre, dass monatlich auslaufende Wertpapiere im Wert von 50 Milliarden US-Dollar nicht ersetzt würden. Im Euroraum soll dagegen die Ausweitung der Bilanz bis Ende 2017 fortgesetzt werden. Bis dahin würde die Bilanzsumme bei 4.400 Milliarden Euro (40 Prozent des BIP) liegen. Eine Rückführung ist damit noch nicht absehbar.

- **Die Bilanzsumme der Banken bzw. der Umfang ihrer Kreditvergabe**

Der Umfang und die Eigenkapitalunterlegung der Bankgeschäfte sind hier die entscheidenden Größen. Die Eigenkapitalunterlegung wiederum ist die Basis für die Verlusttragfähigkeit und damit für die Kreditvergabemöglichkeiten. In den USA wurden die Bilanzen der Geschäftsbanken und damit die Risiken schon deutlich reduziert – von 125 Prozent auf 85 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Im Euroraum begann die Konsolidierung der Bankbilanzen

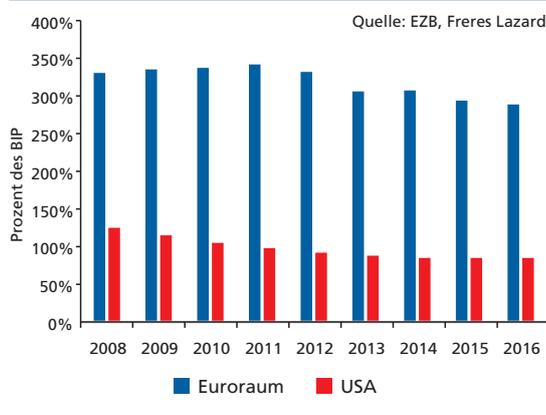
Der neutrale Zins liegt für den Euroraum bei ca. 1,5%

... und für die USA bei 3,0%

erst nach dem Jahr 2011. Bis 2016 reduzierte sich die Bilanzsumme der Geschäftsbanken von 340 Prozent auf 289 Prozent des BIP. Demgegenüber konnte die Eigenkapitalbasis bis 2013 gestärkt werden, liegt aber seitdem bei acht Prozent der Bilanzsumme. Insofern ist die Konsolidierung noch keineswegs abgeschlossen.

fen. Dies betrifft die Staatsverschuldung und die Konsolidierung der Banken. Die Europäische Zentralbank (EZB) selbst dürfte mit der Rückführung ihrer Bilanz jedoch nicht vor 2019 beginnen. In den USA haben die Banken die Voraussetzungen für eine Zinsnormalisierung geschaffen. Die Rückführung der öffentlichen Schulden muss dagegen erst beginnen. Die Notenbank hat die Normalisierung zum Ende des Jahres 2017 angekündigt. Der Prozess dürfte aber mehrere Jahre dauern.

Bilanzsumme der Banken nach Wirtschaftsraum



Wo liegt aber das langfristige Normalniveau?

Es ist in den kommenden Jahren damit zu rechnen, dass sich die Zinslandschaft nur sehr allmählich normalisiert. Die neue Leitlinie ist bisher nur in Umrissen erkennbar. Die Norm dürfte für die Leitzinsen in den USA bei etwa drei Prozent, für den Euroraum bei etwa 1,5 Prozent liegen. Für die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen bedeutet dies ein Niveau von 3,5 Prozent in den USA, für den Euroraum ein Renditeniveau von zwei bis drei Prozent, je nach Land.

Als Fazit ist festzuhalten: Im Euroraum wurde damit begonnen, die Voraussetzungen für eine Zinsnormalisierung zu schaf-



Das neue Investmentsteuergesetz 2018



Autor: Dr. Stefan Klotz, VIF-Klotz-Consulting

Neue Regeln der Besteuerung von Investmentfonds bieten Vorteile!

Bei einem neuen Steuergesetz rechnet kaum jemand damit, dass es die Welt zu einem besseren Ort macht. Insbesondere dann nicht, wenn eine „intransparente Besteuerung“ eingeführt wird. Wer das hört, lässt gleich alle Hoffnung fahren. So geschehen beim neu gestalteten Investmentsteuergesetz. Dieses regelt die Besteuerung von Investmentfonds in Deutschland. Das bisher geltende Transparenzprinzip wird dabei aufgegeben. Das bedeutet, dass die Gleichbehandlung von Investmentfonds mit der direkten Anlage in Aktien und Anleihen nicht mehr angestrebt wird. Mit dieser Veränderung ist es wie so oft im Leben: Wenn man wenig erwartet, wird man angenehm überrascht! Denn die Änderung bietet dem Anleger tatsächlich einige Vorteile.

Die Besteuerung von Investmentfonds wird ab 2018 völlig neu geregelt, ...

Im Folgenden werden wir entdecken, welche Änderungen das neue Gesetz für in Deutschland steuerpflichtige Privatanleger vorsieht, die Publikums-Investmentfonds in ihren inländischen Depots halten. Hierunter fallen Fonds mit der Rechtsform UCITS bzw. OGAW und AIFs. Es ist sicher unnötig zu erwähnen, dass diese Zeilen niemals einen Steuerberater ersetzen können. Mit

diesem sollten konkrete Auswirkungen von Investmententscheidungen auf die eigene steuerliche Situation immer besprochen werden.

Doch fangen wir von vorne an! Es wird nicht das System der als „Abgeltungssteuer“ bekannten „Kapitalertragsteuer mit abgeltender Wirkung“ abgeschafft. Diese

... allerdings im bestehenden Rahmen der Abgeltungssteuer

bleibt. Ebenso unberührt bleiben der Sparer-Pauschbetrag von derzeit jährlich 801 Euro pro Steuerpflichtigem sowie die Möglichkeit, mittels der bei der Depotbank geführten Verlusttöpfe oder der Geltendmachung von Verlustvorträgen Gewinne mit Verlusten zu verrechnen. Neu ist, wie Investmentfonds und damit auch ETFs (Indexfonds) – innerhalb der Abgeltungssteuer – vom 1. Januar 2018 an besteuert werden.

Die Sonderbehandlung der vor 2009 erworbenen Bestände wird mit einer Übergangsregelung abgeschafft.

Ab kommendem Jahr gelten tief greifende Neuerungen

Es gilt Körperschaftsteuerpflicht, die vor allem Aktien- und Immobilienfonds trifft

Die neue Vorabpauschale sorgt für eine zeitnahe Teilbesteuerung tatsächlich angefallener Erträge

Bevor die Abgeltungssteuer eingeführt wurde, waren Gewinne aus Wertpapieranlagen steuerfrei, wenn zwischen Kauf und Verkauf mehr als ein Jahr vergangen war. Diese Regelung galt bislang für Fonds, die vor dem Jahr 2009 gekauft wurden (**Altbestand**). Mit dem neuen Investmentsteuergesetz wird sie gestrichen. Dabei tut der Gesetzgeber so, als würden die betroffenen Fonds in der Silvesternacht zum Jahreschlusskurs 2017 verkauft und sofort wieder zum selben Kurs gekauft. Damit sind die ab 2018 anfallenden Erträge dieser Fondspositionen nun grundsätzlich steuerpflichtig. Der Gesetzgeber federt diese Härte jedoch spürbar ab: **Jeder Steuerpflichtige bekommt für diese Erträge einmalig einen Freibetrag von 100.000 Euro. Der Freibetrag wird beim zuständigen Finanzamt geführt** und mildert die Abschaffung der Altregelung ab. Damit ist es nicht sinnvoll, vor 2009 erworbene Investmentfonds nur aus steuerlichen Gründen zu verkaufen. Man würde sich selbst des Freibetrags berauben.

Die zentralen Neuerungen der Gesetzesänderung lassen sich leichter verstehen, wenn man den **Status Quo der Investmentfondsbesteuerung** betrachtet. Der wichtigste Grundsatz lautet: Es erfolgt keine Besteuerung auf der Ebene des Fonds, um die Investition nicht gegenüber der Direktanlage zu benachteiligen. Dieser an sich sehr erfreuliche Ansatz kollidierte mit der Sorge des Fiskus, dass Erträge der Besteuerung entgehen könnten. Dies führte bei thes-

aurierenden, also nicht-ausschüttenden Fonds, zur Fingierung von Ausschüttungen und letztlich zur Privilegierung sogenannter steuereinfacher Fonds. Bei diesen konnten die Depotbanken die Besteuerung dem Anleger abnehmen. Wer einen einzigen nicht-steuereinfachen Investmentfonds (meist thesaurierende ausländische Fonds) im Depot hatte, musste seine Kapitalerträge deklarieren. Das wurde leicht übersehen.

Mit dieser lästigen Falle macht das neue Gesetz Schluss, aber eben auch mit der Steuerfreiheit auf Fondsebene. Es ist das Ziel der Neuregelung, eine Mindestsumme an jährlichem Steueraufkommen aus Kapitalerträgen zu erzielen. Dazu werden gleich zwei Steuern eingeführt: Erstens auf Fondsebene eine **Körperschaftsteuerpflicht** und zweitens das neue Konstrukt einer **„Vorabpauschale“**. Um mögliche daraus erwachsende Ungerechtigkeiten abzufedern, gibt es eine weitere steuerrechtliche Innovation, die Teilfreistellung.

Beginnen wir mit der **Körperschaftsteuer**: Ab dem Jahr 2018 muss ein Investmentfonds diese Steuer in Höhe von 15 Prozent auf bestimmte inländische Einkünfte abführen, wozu vor allem Erträge aus Immobilien und Dividenden zählen. Davon sind in- und ausländische Investmentfonds gleichermaßen betroffen. Diese Gleichstellung war ein wichtiges Ziel der Neuregelung. Die Körperschaftsteuerpflicht beeinflusst Anleger bei ihren eigenen Handlungen typischerweise nicht; Ausnahmen sind steuerbefreite Investoren wie z. B. gemeinnützige Stiftungen. Für sie kann es direkte Kompensationszahlungen geben oder eine eigene, steuerbefreite Anlageklasse.

Die neue **Vorabpauschale** spürt jeder Anleger jedoch sehr deutlich. Sie wird direkt dem eigenen Abwicklungskonto belastet. Die Vorabpauschale ist eine Steuer auf einen noch unversteuerten Mindestertrag,



Beispiel für die Berechnung der Vorabpauschale

Annahmen:

Kauf Fonds A am 31.12.2017 zu	100,00 EUR
Ausschüttung Nov. 2018	1,00 EUR
Steuerlast: 1,00 EUR * 0,7 (nach Kostenpausch)*26,38% (AbgSt + Soli)	0,185 EUR
Kurs 31.12.2018	100,25 EUR
Wertsteigerung exkl. Ausschüttung (Kursdifferenz)	0,25%
vorgegebener Basiszinssatz 2018	2,00%

Berechnung:

BasisZins = Fondspreis * 2,00%	2,00 EUR
Ergebnis Basisertrag = 2 EUR * 70% (Kürzung um 30% Kostenpauschale)	1,40 EUR
- Ausschüttung	1,00 EUR
= Rest Basisertrag	0,40 EUR
Prüfung: Wertsteigerung 1,25% > oder < Basisertrag?	= kleiner
wenn kleiner, dann durch Wertsteigerung gedeckelt; Rest	0,25%
= Vorabpauschale (wird wie Ausschüttung besteuert)	0,25 EUR€

(bei größerer Wertsteigerung könnte sie 0,40 EUR betragen, nicht darüber hinaus)

den ein Fonds im Vorjahr hätte erwirtschaften sollen. Das funktioniert so: Zum Jahreswechsel, erstmals 2018/2019, legt das Finanzministerium unter Mitwirkung der Bundesbank einen „Basiszins“ genannten Referenzzinssatz fest. Dessen Höhe orientiert sich am Zinsniveau deutscher Staatsanleihen. Dieser Basiszins wird auf 70 Prozent des Fondsinvestments angewandt, der Rest gilt als Kostenpauschale. Das heißt, der Basiszinssatz wird mit 70 Prozent des Fondsvolumens multipliziert. Die Summe entspricht dem zu versteuernden Basisertrag. Ein negativer Basiszinssatz ist übrigens nicht vorgesehen, trotz der Negativrendite vieler Bundesanleihen.

Dieser Basisertrag ist zum Jahresbeginn abgeltungssteuerpflichtig, soweit er nicht durch Ausschüttungen des Vorjahres gedeckt oder übertroffen wurde. In der Regel fällt die Vorabpauschale also bei thesaurierenden und teilausschüttenden Fonds an. So will der Gesetzgeber einer Steuerstundung durch Vermeiden von Ausschüttungen entgegen wirken. Um eine Besteuerung der Substanz zu verhindern, wird die Vorabpauschale nur angewandt, wenn der Wert des Fonds gestiegen ist. Diese Berech-

nung übernimmt die Depotbank für den Anleger. Das Unangenehme daran: Das Abwicklungskonto sollte eine entsprechende Deckung oder einen Sparer-Pauschbetrag in ausreichender Höhe aufweisen. Denn die Vorabpauschale wird automatisch von der Bank abgeführt. Im Trubel der Weihnachtstage müssen Anleger künftig daran denken, auf dem Konto ihrer Depotbank ein Guthaben für die Vorabpauschale zu haben.

Mehr Aufwand hat allerdings, wer sein Depot im Ausland unterhält: Die entsprechende Steuerdeklaration muss dann über die Steuererklärung beim zuständigen deutschen Finanzamt erfolgen.

Ein steuerbares Ereignis bleibt natürlich der Verkauf der Fondsanteile. In diesem Fall verändert sich die Berechnung der Steuer massiv. Bei der Ermittlung des Veräußerungsgewinns werden alle Vorabpauschalen abgezogen, die seit 2018 angefallen waren. Hinzu kommt: Dieser Veräußerungsgewinn ist meist nicht voll steuerpflichtig. Um einen Ausgleich für die neue Körperschaftsteuerpflicht zu schaffen, kommt die **Teilfreistellung** zur Anwendung. Bei Akti-

Als eine Art Ausgleich zur Körperschaftsteuer wird die Teilfreistellung eingeführt



Beispiel für Verkauf Aktienfonds mit Teilfreistellung (neu vs. alt)

Annahmen:

Kauf Fonds A am 31.12.2017 zu	1.000,00 EUR
zwischenzeitliche Vorabpauschalen	100,00 EUR
darauf abgeführte Steuer (25%)	25,00 EUR
Kurs 31.12.2021	1.700,00 EUR
Veräußerungsgewinn	600,00 EUR

Berechnung:

Veräußerungsgewinn - 30% Teilfreistellung	420,00 EUR
Teilfreistellung 30% (Aktienfonds)	180,00 EUR
25% Abgeltungssteuer	105,00 EUR

Gesamtsteuerbelastung = 105 EUR (Verkauf + 25 EUR aus Vorabpausch.) 130,00 EUR

Steuerbelastung auf den Gesamtertrag 18,57%

Vergleich zur alten Regelung: 25% von 700 EUR 175,00 EUR

(Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer bleiben hier unberücksichtigt)

Ergebnis: Steuervorteil durch das neue Steuerrecht

enfonds beträgt sie 30 Prozent des Veräußerungsgewinns. Das heißt, es sind nur 70 Prozent des Veräußerungsgewinns abgeltungssteuerpflichtig.

Doch wann gilt ein Fonds als Aktienfonds? Die Antwort lautet: Sobald er mindestens zu 51 Prozent in Aktien investiert ist. Auch ein Mischfonds, der in Anleihen und in Aktien investiert, kann in den Genuss der Teilfreistellung kommen. Das ist allerdings nur möglich, wenn seine Aktienquote mindestens 25 Prozent beträgt. Dann werden zumindest 15 Prozent des Veräußerungs-

gewinns freigestellt.

So weit, so gut – doch diese Regelung ist nicht ohne. Zwei Konsequenzen ergeben sich: Erstens gilt nun auch ein Mischfonds als Aktienfonds, wenn er stets wenigstens zu 51 Prozent in Aktien investiert ist – das ist ein echtes Privileg. Und zweitens ist ein Mischfonds künftig steuerlich benachteiligt, wenn er nicht durchgehend wenigstens zu 25 Prozent in Aktien investiert ist. Wenn die Aktienquote niedriger als 25 Prozent ist, können seine Anleger keine Teilfreistellung beanspruchen. Man darf davon

Beispiel Gesamtversteuerung Dividenden bei ausschüttendem Fonds

Annahmen:

Dividendeneinnahmen auf Fondsebene	1.600,00 EUR
- Körperschaftssteuer (15%)	240,00 EUR
= Nettoertrag auf Fondsebene	1.360,00 EUR
- Teilfreistellung (30%)	408,00 EUR
= Bemessungsgrundlage	952,00 EUR

Berechnung:

25% Abgeltungssteuer	238,00 EUR
Tatsächliche Ausschüttung an Kunden	1.122,00 EUR

Gesamtsteuerbelastung = 240 EUR€(KSt) + 238 EUR€(Abgeltungsst.) 478,00 EUR

Steuerbelastung auf den Gesamtertrag 29,88%

Vergleich zur Direktanlage: 25% von 1.600 EUR 400,00 EUR

(Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer bleiben hier unberücksichtigt)

Ergebnis: Steuervorteil bei der Direktanlage durch neues Steuerrecht. Werden Kursgewinne in die Berechnung einbezogen, haben Fonds Vorteile!



ausgehen, dass Anbieter von Mischfonds ihre Fondsstruktur daraufhin überdenken werden. Und umgekehrt könnten Anleger mit einer Neuausrichtung ihres Depots steuerliche Vorteile erzielen, auch wenn diese nicht gewaltig ausfallen.

Wie sieht es bei anderen Fondsarten aus? Besitzer von Immobilienfonds können sich über eine Teilfreistellung von sogar 60 Prozent freuen. Hält der Immobilienfonds überwiegend ausländische Objekte, sind es sogar 80 Prozent. Wer in sogenannte Dachfonds investiert, wird durch die neue Gesetzeslage nicht gerade begünstigt. Ein Dachfonds investiert in verschiedene Zielfonds. Dieses tatsächliche, indirekte Engagement in Aktien rechnet der Gesetzgeber nicht ohne Weiteres voll an.

Wie läuft es generell mit den Ausschüttungen von Fonds? Sie bleiben steuerpflichtig, doch auch hier wird künftig die eben beschriebene Teilfreistellung angewandt.

Alles in allem: Wenn jetzt Fonds auch direkt besteuert werden, wäre es dann nicht sinnvoller, wieder direkt in Anleihen und Aktien zu investieren? Die Antwort lautet tatsächlich „nein“. Die inländischen Dividenden bei Aktienfonds unterliegen zwar insgesamt einer etwas höheren Besteuerung als bei der Direktanlage. Man muss jedoch die Teilfreistellung der Kursgewinne berücksichtigen. Rechnet man das alles durch, stellt man fest: **Sobald die Kursgewinne wenigstens zwei Drittel der Dividendenhöhe erreichen** – und davon ist bei langfristigem Anlagehorizont auszugehen – **fällt die steuerliche Belastung der Erträge bei der Fondsanlage immer niedriger aus.** Bei Anleihenfonds ist die Analyse einfacher: Es fällt keine Körperschaftsteuer an (Zinsen werden nicht mit KSt. belastet), sodass sich der Anleger auf keinen Fall schlechter stellt als mit der Direktanlage. Solange ein Anleihenfonds

nicht mehr ausschüttet, als an Erträgen angefallen ist, erzielt der Anleger einen Steuerstundungseffekt.

Und wenn man in Fonds investiert: Soll man künftig nun eher ausschüttende oder thesaurierende Fonds bevorzugen? Tatsächlich gibt es hier aus steuerlicher Sicht keine klare Antwort. Zwar lässt sich feststellen, dass thesaurierende Fonds eine Stundung der Steuerzahlung ermöglichen, weil der Anleger vor dem Verkauf nur den Basisertrag zu versteuern hat. Allerdings muss man für diese Steuerzahlung frisches Kapital bereithalten – das ist ein klarer Nachteil. Insgesamt kann man sich aber entspannen – eine suboptimale Entscheidung wird künftig weder sehr viel Geld kosten noch eine erheblich komplexere Steuererklärung auslösen. Das allein macht die neue Fondsbesteuerung schon sehr sympathisch!

Ein Wort noch zu den sogenannten synthetisch replizierenden ETFs: Nur diejenigen, die neben Anleihen und Derivaten auch Aktien in ausreichender Höhe (25 Prozent oder 51 Prozent) im Bestand halten, profitieren von den Teilfreistellungen für Aktien- oder Mischfonds. Diese Aktien- bzw. Beteiligungsquote muss der Anleger unbedingt in den Verkaufsprospekten prüfen, um sicher zu gehen, dass er diesen steuerlichen Vorteil erhält. Möglicherweise stellen aufgrund dieses Sachverhalts auch weitere Anbieter ihre ETFs von synthetisch auf physisch replizierend um.

Zugegeben: Es dauert ein bisschen, bis man sich an die neue Besteuerungslogik gewöhnt hat. Doch sie bietet dem Fondsanleger einige kleinere steuerliche Vorteile, reduziert den Aufwand bei der Steuererklärung und verhindert heftige Konsequenzen bei einer unter Steuergesichtspunkten ungeschickten Kaufentscheidung. Alles in allem ein gutes Fazit für eine neue, „intransparente“ Besteuerung! ●

Zwischen ausschüttenden und thesaurierenden Fonds bleibt in der steuerlichen Behandlung kein großer Unterschied mehr

Auch künftig bleibt die Fondsanlage steuerlich attraktiv



Russland – eine antizyklische Chance?



Vladimir Tsuprov, CIO, TKB Investment Partners
A Member of BNP Paribas Asset Management

Weltweit sind viele Aktienmärkte seit der im Jahr 2009 gestarteten Rallye ambitioniert bewertet. Auf der Suche nach Chancen müssen Anleger immer größere Wagnisse eingehen. Der seit Jahren günstig bewertete russische Aktienmarkt rückt dabei immer öfter ins Blickfeld. Ob es sich trotz der bestehenden Risiken lohnt, in Russland zu investieren, diskutierten wir mit Vladimir Tsuprov, von TKB Investment Partners. Er berät die Fonds „Parvest Equity Russia“ und „Parvest Equity Russia Opportunities“. Beide Fonds erzielten überdurchschnittliche Ergebnisse und laufen besser als ETF-Produkte.

Missachtung der Menschenrechte, Pressefreiheit, Umweltstandards und Korruption ... für viele Investoren ist Russland im wahrsten Sinne des Wortes ein rotes Tuch. Sind Anleger gut beraten, wenn sie russische Aktien kaufen?

Ich möchte vorausschicken, dass naturgemäß viele Anleger nicht in die Aktienmärkte einzelner Schwellenländer investieren, sondern eher in die global diversifizierten Emerging Markets. Russland ist da keine Ausnahme. Russische Aktien sind nach wie vor ein Nischenmarkt.

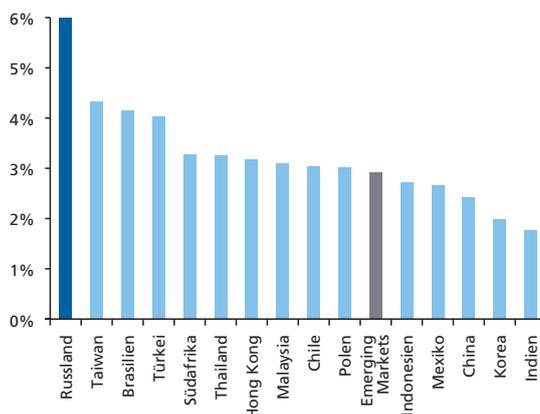
Viele, die über eine Anlage in russische Aktien nachdenken, entscheiden sich am Ende aber tatsächlich für ein Investment.

Warum sollten Anleger russische Aktien kaufen?

Es gibt einige Faktoren, die russische Aktien begünstigen. Ich denke, dass Russland die beste „Value-Story“ innerhalb der Schwellenländer bietet. Hinsichtlich der Marktbeurteilung sind russische Aktien am günstigsten.

ten. Dies zeigt auch die Dividendenrendite: Nach Schätzungen von Bloomberg wird in den Jahren 2017 bis 2019 eine doppelt so hohe durchschnittliche Dividendenrendite

Abb. 1. Durchschnittlich erwartete Dividendenrenditen für 2017 – 2019*



*Quelle: Bloomberg Konsensschätzungen für 2017-2019 (für Indien 2017-2018), TKB Investment Partners, Mai 2017

Sehr hohe Dividendenrendite

Günstige Bewertung im Vergleich zu anderen Schwellenländern



Blick auf den Kreml

Überschaubares Währungsrisiko

erwartet wie für die Emerging Markets insgesamt (vgl. Abbildung 1). Daneben investieren wir in Aktien, die eine höhere Dividende als der Marktdurchschnitt liefern. Auch das Währungsrisiko halten wir für gering. Somit könnten die hohen Renditen praktisch ohne Währungsverluste vereinbart werden.

Folgende Annahmen sprechen zusätzlich für ein Engagement:

- Wir gehen davon aus, dass sich die Ölpreise zumindest auf dem aktuellen Niveau stabilisieren. Die Nachfrage nach Öl dürfte eher anziehen, während das Angebot wohl weniger stark oder vielleicht auch gar nicht steigen wird. Die Situation ist deshalb eine völlig andere als in den letzten Jahren, als es eine Angebotsschwemme gab. Für diese These gibt es bereits Belege: Im ersten Quartal 2017 waren Angebot und Nachfrage am internationalen Ölmarkt nach den IEA-Daten im Gleichgewicht.

Ölnachfrage dürfte zunehmen

- Außerdem stützen landesspezifische Faktoren den Rubel. Die russischen Staatsausgaben liegen in einem wirtschaftlich vertretbaren Rahmen. Die russische Zentralbank versucht, einen Rückgang der Realzinsen zu verhindern. Deshalb sind weiterhin viele Carry-Trades zu erwarten.

- Ebenfalls für russische Aktien spricht, dass die börsennotierten russischen Unternehmen im Durchschnitt höhere Gewinne erzielen, als sie in Form von Dividenden ausschütten werden. Nach unseren Schätzungen wird nur die Hälfte des freien Cashflows für Dividendenzahlungen verwendet. Die andere Hälfte finanziert das Wachstum der Unternehmen. Obwohl sich die russische Wirtschaft nur schwach entwickelt, können bestimmte Unternehmen durch Zukäufe ihr Geschäft ausbauen. Einige von ihnen nutzen ihr Kapital auch zum Schuldenabbau, sodass die Kapitalkosten sinken, was ebenfalls gut für die

Aktienkurse ist.

- Als günstig beurteilen wir auch die Entwicklung der russischen Leitzinsen. Unserer Meinung nach sind die Chancen gut, dass die Zentralbank die Leitzinsen in den nächsten zwei bis drei Jahren um 250 bis 300 Basispunkte senken wird. Auch das ist in der Regel günstig für die Aktienmärkte. Die Notenbank hat eine sehr erfolgreiche Inflationspolitik betrieben. Ende April lag die Inflation mit 4,1 Prozent p.a. auf dem niedrigsten Stand seit dem Ende der Sowjetzeit. Für das Gesamtjahr 2017 sind 4,0 Prozent angestrebt. Das gibt der Zentralbank viel Spielraum für eine weitere Senkung der Leitzinsen, die derzeit bei 9,25 Prozent liegen.

Diese Faktoren sprechen zurzeit für ein Engagement in russische Aktien. Investoren sollten diese Chancen und die typischen Risiken von Schwellenländern abwägen.

Das alles sind gute Argumente, aber hängt denn die Performance des russischen Aktienmarktes nicht vor allem von den Öl- und Gaspreisen ab?

Tatsächlich achten die Investoren manchmal nur auf den Ölpreis, weil sie davon ausgehen, dass russische Aktien analog dazu steigen und fallen. Der russische Aktienmarkt ist aber erheblich komplexer.

Das wird deutlich, wenn man auf die Entwicklung bis Ende 2014 sieht. Stellen Sie sich vor, wir hätten damals genau gewusst, wie sich jeder einzelne Indikator in den folgenden zwei Jahren entwickeln würde. Wir hätten also gewusst, dass der Ölpreis um ein Prozent fällt und das BIP-Wachstum um drei Prozent zurückgeht. Und uns wäre bekannt gewesen, dass die Sanktionen Bestand hatten, die im letzten Jahr ebenfalls ein wichtiges Thema für Investoren waren. All das hätte nicht gerade für eine positive



Moskau Skyline – Das Geschäftszentrum in Russland

Entwicklung russischer Aktien gesprochen. Und doch sind russische Aktien in den Jahren 2015 und 2016 – gemessen am MSCI Russia 10/40 Net Return Index in US-Dollar – um 65 Prozent gestiegen.

Was hat diesen starken Anstieg ausgelöst?

Zu diesem Anstieg haben mehrere Entwicklungen beigetragen. Erstens, die Fähigkeit russischer Unternehmen, enorm hohe Cashflows für ihre Aktionäre zu erzielen. Letztendlich sollten erfolgreiche Unternehmen gute Cashflows erwirtschaften und sie entweder als Dividende an ihre Aktionäre ausschütten oder in Wachstum investieren. In den Jahren 2015 und 2016 haben die Unternehmen des MSCI Russia 10/40 für ihre Aktionäre 20 Prozent freien Cashflow erzielt. Ein Drittel des Indexanstiegs in diesem Zeitraum war also darauf zurückzuführen.

Ein weiterer Grund waren die Senkungen des Leitzinses der russischen Zentralbank

Zinssenkungen stehen im Raum

Ölpreisentwicklung nicht gleich Aktienmarktentwicklung

Hohe freie Cashflows können investiert oder ausgeschüttet werden

Rückläufige Inflation ermöglichte Zinssenkung

von 17 Prozent auf zehn Prozent, also um 700 Basispunkte. Möglich war dies vor allem, weil sie die Inflation erfolgreich bekämpft hatte. Anfang 2015 war die Inflation auf 17 Prozent p.a. gestiegen. 2016 hatte sie nur noch 5,4 Prozent betragen – der niedrigste Stand seit fast 30 Jahren.

Hinzu kam, dass das Kreditrisiko Russlands geringer eingeschätzt wurde. Das zeigt sich am Preisrückgang russischer CDS (Kreditausfallversicherungen) um 62 Prozent in den Jahren 2015 und 2016.

Sie sehen: Der Ölpreis ist wichtig, aber es gibt weitere entscheidende Faktoren, die man beachten muss. Nur dann sieht man, welche Chancen der russische Aktienmarkt für Investoren bereithält.

Ausschüttungsquoten von Staatsunternehmen steigen

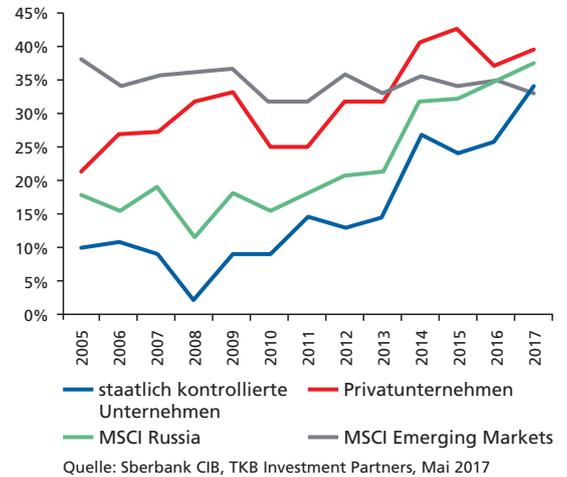
Einige Unternehmen stehen unter starkem staatlichen Einfluss – die sogenannten SOEs (staatlich kontrollierte Unternehmen). Dort werden häufig Gewinne abgezogen, die dann nicht für wichtige Investitionen zur Verfügung stehen. Wie wird sich das Ihrer Meinung nach entwickeln?

Das Problem ist nicht, dass Gewinne aus den Unternehmen abgezogen werden, sondern vielmehr, dass viele SOEs eine Menge sinnloser Investitionen tätigen. Die Gewinne bleiben zwar im Unternehmen, werden aber nicht für Wachstum genutzt. Geld, das bei einem gut funktionierenden Unternehmen als Dividende ausgeschüttet würde, wird also vergeudet. Aber das scheint sich zu bessern. Um den Staatshaushalt auszugleichen, hat die Regierung letztes Jahr entschieden, dass SOEs mindestens 50 Prozent ihrer IFRS¹-Nettogewinne ausschütten müssen. Früher waren entweder die IFRS- oder die RAS²-Gewinne die Grundlage, je nachdem, welche höher waren. Einige der großen SOEs wehren sich dagegen, aber insgesamt steigen die Ausschüttungsquoten von Staatsunterneh-

Politische Risiken sind eingepreist

Geopolitische Risiken sind schwer zu prognostizieren

Abb. 2. Historische und erwartete Ausschüttungsquoten



men. Dieser Trend dürfte sich fortsetzen (vgl. Abbildung 2).

Inwieweit müssen Investoren politische Risiken beachten und wie sieht es in Russland mit den Eigentumsrechten aus?

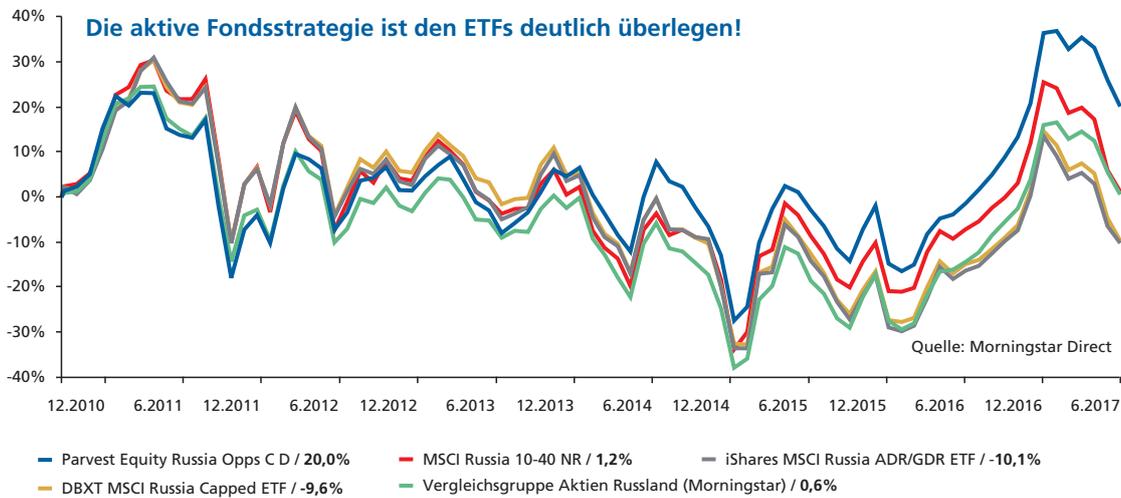
Aus meiner Sicht spiegelt der Markt die politischen Risiken in Russland bereits seit längerer Zeit adäquat wider. Für internationale Investoren scheinen die Risiken akzeptabel – und offenbar erwarten sie auch nicht, dass sie steigen. So ist der Anteil internationaler Investoren am russischen Rubel-Staatsanleihenmarkt stetig gestiegen – von 19 Prozent Anfang 2015 auf ein Rekordhoch von 30 Prozent Anfang April dieses Jahres.

Politische Risiken sind meist geopolitische Risiken. Ihre Entwicklung ist schwer vorherzusagen. Zuletzt schien es nicht so zu sein, als ob Wladimir Putin den Konflikt mit dem Westen verschärfen wolle. Russland

¹ internationale Rechnungslegungsvorschriften für Unternehmen (International Financial Reporting Standards)
² Russische Rechnungslegungsstandards



Wertentwicklung im Vergleich (längst möglicher Darstellungszeitraum)



hat eine starke Position in Syrien, die Putin Raum für politische Schachzüge bietet. Zugleich will Russland den Ukraine-Konflikt nicht weiter schüren – wie in der moldawischen Region Transnistrien. Die Sanktionen haben zurzeit kaum Auswirkungen auf die russische Wirtschaft und fallen deshalb kaum ins Gewicht.

Das politische Risiko möglicher Veränderungen in der Führungsriege ist trotz der Präsidentschaftswahl im nächsten Jahr gering. Putin wird wahrscheinlich wiedergewählt, weil es keine Alternative gibt. Er genießt die Unterstützung der schweigenden Mehrheit; 48 bis 50 Prozent des russischen Volkes vertrauen ihm. Hinzu kommt, dass sich die Staatsführung auf einen starken Verwaltungsapparat stützen kann. Sehr wahrscheinlich wird es kleinere Proteste der Opposition geben, aber diese werden vermutlich mit Geldbußen oder anderen Strafen unterdrückt, wenn den Anordnungen der Polizei nicht Folge geleistet wird.

In welchen Sektoren finden Sie interessante Unternehmen? Können Sie einige Beispiele nennen und erklären?

Mit unserem Einzelwertansatz sehen wir in allen Sektoren interessante Unternehmen. Der russische Aktienmarkt ist noch immer recht ineffizient. Deshalb kann man selbst in insgesamt schwachen Sektoren interessante Werte finden. Der Sektor der Elektrizitätsversorger ist zum Beispiel nicht besonders attraktiv, weil es hier fast nur ineffizient arbeitende Staatsunternehmen gibt und die Interessen der Minderheitsaktionäre weniger beachtet werden als die der Mehrheitsaktionäre. Dennoch finden sich auch hier Unternehmen, bei denen es sich lohnt, näher hinzuschauen, und die mit einer hohen Cashflow-Rendite auffallen.

Der Ölproduzent Gazprom Neft ist ein weiteres Beispiel. Wir halten das Unternehmen für herausragend, weil es die Eigenschaften eines Substanzwertes und die eines Wachstumswertes miteinander vereint. Bei der Entwicklung der Value-(Substanz-) Kennzahlen erwarten wir für die Jahre 2017 bis 2019 eine durchschnittliche Cashflow-Rendite von 18 Prozent und eine Dividenden-Rendite von sieben Prozent. Beim Wachstum gehen wir davon aus, dass

Aussichtsreiche Investments in allen Sektoren zu finden

der freie Cashflow in diesem Zeitraum um über 60 Prozent steigen wird.

Was sind die größten Risiken für Investoren am russischen Markt? Wie steht es um die Marktliquidität und die Vielfalt, also die Marktbreite?

Die Entwicklung des Ölpreises ist das wichtigste externe Risiko für den russischen Aktienmarkt. Wenn dieser auf 30 US-Dollar je Barrel fallen würde und mehrere Jahre so niedrig bliebe, dürfte der Rubel erheblich abwerten. In der Folge könnten die Aktienrenditen negativ beeinflusst werden. Dieses Szenario halte ich aber eher für unwahrscheinlich. Es kann eigentlich nur dann eintreten, wenn die Schieferölproduzenten ihre Fördermengen weiter so stark steigern können wie zurzeit – trotz Ölpreisen unter 40 bis 45 US-Dollar. Mit ihrer derzeitigen Technologie ist das profitabel nicht möglich.

Und die Liquidität?

Nun, der tägliche Marktumschlag Russlands ist einer der zehn höchsten aller Emerging Markets. Stark gehandelt werden allerdings nur wenige Aktien. Von den etwa 1.000 handelbaren Aktien werden nur 100 bis 150 regelmäßig in Russland oder an anderen Börsen wie der LSE, der NYSE oder der Frankfurter Börse gehandelt. Nur sie gelten als investierbar.

Die letzten Jahre waren vor allem von Wladimir Putin geprägt. Was kommt nach der Putin-Ära?

Da Wladimir Putin viel Unterstützung genießt und es keine alternativen Kandidaten gibt, wird er vermutlich die nächste Präsidentschaftswahl gewinnen und weitere sechs Jahre Präsident sein. Deshalb ist es noch zu früh, um über die Zeit nach Putin zu mutmaßen.

Russische Aktien sind schlecht in das Jahr 2017 gestartet. Was könnte für positive Überraschungen sorgen?

Ich denke, die unterdurchschnittliche Wertentwicklung russischer Aktien in diesem Jahr hat damit zu tun, dass nach dem starken Anstieg einige Gewinne realisiert wurden – vor allem, weil sich die Hoffnungen schnell zerschlagen haben, dass Präsident Trump die Sanktionen gegen Russland aufhebt. Glücklicherweise hat sich durch diese relativ schwache Entwicklung nichts an den Argumenten für die Investition in russische Aktien geändert. Die Aktien haben ein enormes Potenzial.

Dank der Schwächephase sind russische Aktien heute noch viel attraktiver als Ende letzten Jahres. Der russische Aktienmarkt ist ein interessanter und äußerst günstiger Markt. ●

Rubel stark vom Ölpreis abhängig

Die Liquidität muss beachtet werden



HELLERICH

HELLERICH GmbH

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

Wichtige Hinweise:

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

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

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

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

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

Bei der Unterlage handelt es sich um eine Marketingmitteilung.



HELLERICH

2017