2018

Halbjahresbericht

HELLERICH

HELLERICH

Halbjahresbericht 2018

Auszeichnungen:

€uro Advisor Services GmbH: **€uro FONDS NOTE 2** für den HELLERICH Sachwertaktien
WirtschaftsWoche: **BESTE VERMÖGENSVERWALTER 2018**
Citywire: **TOP 50 Vermögensverwalter 2017**

Schlagzeilen des 1. Halbjahres 2018

Januar

12.01.2018 / GroKo-Verhandlungen

SPIEGEL ONLINE **Einigung in Berlin - Durchbruch bei Sondierungsgesprächen**

Wirtschafts Woche 24.01.2018

Dax visiert nächstes Allzeithoch an

Februar

06.02.2018 / Flash Crash an der Wall Street

manager magazin

US-Börsen im freien Fall - Dow Jones verliert 1100 Punkte

März

02.03.2018 / Aktienmärkte unter Druck

Frankfurter Allgemeine

Angst vor Strafzöllen drückt Dax

09.03.2018 / Kryptoanlagen unter Druck Frankfurter Allgemeine

Bitcoin im freien Fall

April

Süddeutsche Zeitung 06.04.2018 / Welthandel

Handelskrieg zwischen USA und China bedroht deutsche Firmen

06.04.2018 / Schwarzer Tag an Moskaus Börse

DW Deutsche Welle

US-Sanktionen treffen russische Geschäftsleute hart

Mai

08.05.2018 / Iran

ZEIT ONLINE

Donald Trump kündigt Ausstieg aus Atomabkommen an

SPIEGEL ONLINE 25.05.2018 / Datenschutz-Grundverordnung

Ab sofort gelten die EU-Regeln

29.05.2018 / Angesichts politischer Unsicherheit

Italien lässt die Finanzmärkte beben Saarbrücker Zeitung

Juni

ZDF 12.06.2016 / Gipfel-Abschluss in Singapur

Kim und Trump wollen ein atomwaffenfreies Korea

22.06.2018 DEUTSCHE WIRTSCHAFTS NACHRICHTEN

Russland und Opec erhöhen Öl-Förderung

Auto Zeitung Mercedes-Rückruf: Manipulation Diesel

Rückruf für tausende Mercedes-Diesel

HELLERICH

Inhalt

Rückblick auf die Märkte

6

Rückblick auf unsere Anlagestrategien

10

Konjunkturentwicklung

20

Journal- und Gastbeiträge

Müssen wir mit der nächsten Krise rechnen?

29

Welthandel à la Trump:
Ende der Globalisierung oder Neuordnung durch Stärke?

34

Alter Wein in neuen Schläuchen?
Der HELLERICH Emerging Market Fonds

39

Rückblick auf die Märkte

Zinsen, Italiens Regierung und die Handelspolitik belasteten die Märkte im ersten Halbjahr.

Nach einem an den Aktienmärkten sehr positiv verlaufenen Jahr 2017 begann auch das Jahr 2018 äußerst erfreulich. Der Aufwärtstrend setzte sich noch an den ersten Tagen im Februar fort. Die Jahreshöchststände wurden in verschiedenen Märkten jedoch bereits am 23. Januar erreicht. Der Deutsche Aktienindex DAX erreichte hierbei mit 13.596,9 Punkten zugleich ein Allzeithoch. Ein ähnliches Muster zeigten die Aktienindizes in den USA, wobei die Höchstkurse dort – mit Ausnahme der Technologiebörse – ein paar Tage später zu sehen waren. Selbst in Asien war ein solcher Verlauf festzustellen. In den folgenden zwei Wochen kam es dann plötzlich zu teils herben Verlusten an den Märkten. Wie konnte das sein, da doch alle Konjunkturdaten weiterhin ein robustes Wachstum anzeigten?

DAX Index

DAX erklimmt am 23. Januar sein Allzeithoch ...

Anfang Februar hatte das amerikanische Arbeitsministerium ein Wachstum der Löhne von fast drei Prozent und zugleich eine weitere Zunahme der Beschäftigung veröffentlicht. Beide Werte lagen über den Prognosen. Die an sich erfreulichen Daten schürten jedoch Inflationsängste und damit die Befürchtung, weitere Zinserhöhungen könnten schneller erfolgen als gedacht. Obwohl die Marktteilnehmer mit einer Fortsetzung der Leitzinsanhebungen der US-Notenbank kalkuliert hatten, führten diese Daten zu einem merklichen Anstieg der langfristigen Zinsen. Nicht nur in den USA verloren daraufhin Anleihen an Wert, auch in Europa hatten sie Einbußen zu verzeichnen. Insbesondere aber die im letzten Jahr favorisierten Schwellenländer waren stark betroffen. Per Saldo erlitten Aktien und Anleihen mit dieser Veröffentlichung deutliche Einbußen.

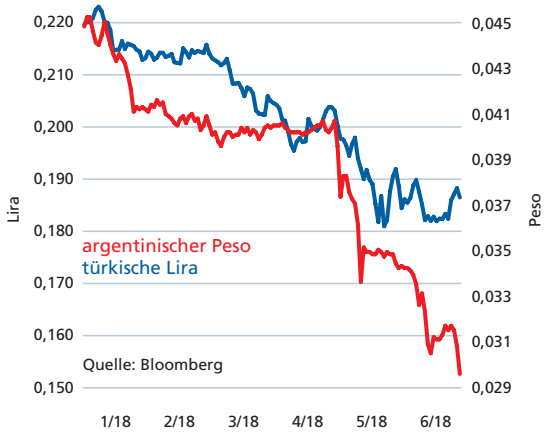
... und verliert wegen Zinsängsten

Die zwischenzeitlich auf über drei Prozent gekletterten US-Zinsen zogen einen steigenden Dollar nach sich. Viele Anleger trennten sich daraufhin wieder von den präferierten Schwellenländerinvestments. Ein höherer Dollar verteuert die Unternehmensfinanzierung, da in Landeswährung höhere Aufwendungen für Zins und Tilgung zu leisten sind. Zudem werden US-Anlagen mit der Aussicht auf Währungsgewinne

wieder attraktiver. Länder mit hohen Handelsbilanzdefiziten und hoher Auslandsverschuldung leiden besonders unter einem stärkeren US-Dollar und steigenden Zinsen.

Die Währungen Argentiniens und der Türkei hatten deutliche Einbrüche zu verzeichnen. Beide Länder leiden u. a. unter einer sehr hohen Inflationsrate; so liegt diese für Argentinien bei 26 Prozent und in der Türkei bei über zwölf Prozent. Argentinien, das vor einigen Jahren zahlungsunfähig war und gerade erst im letzten Jahr noch seine Schulden inklusive Zinsen beglichen hatte, geriet erneut in Schwierigkeiten und musste den Internationalen Währungsfonds um Hilfe bitten.

Währungsverfall 2018 gegenüber dem EUR



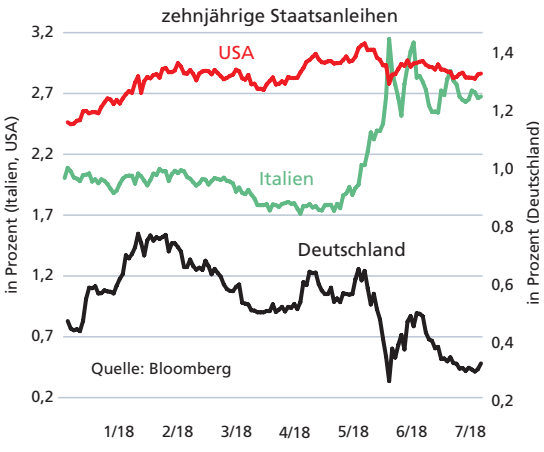
Die Türkei steht wirtschaftlich zwar deutlich besser da, aber die Politik des autoritär regierenden Präsidenten Erdogan macht das Land für ausländische Investoren unattraktiv und schreckt Anleger zunehmend ab. Noch ist die türkische Nationalbank unabhängig, doch der Präsident würde auch hier gerne mitregieren zum Wohle der Bevölkerung, wie er sagt! Bei einem Besuch in London behauptete er, dass Zinssenkungen zu einer geringeren Inflation führten. Solch unzutreffende Aussagen jagen jedoch die Anleger in die Flucht. Die Folge war ein historischer Tiefstand der türkischen Lira gegenüber dem Euro und dem US-Dollar.

Türkische Lira sinkt auf Tiefstand

Seit Januar 2017 hat die Währung gegenüber dem Euro nahezu ein Drittel an Wert eingebüßt. Bisher ließ sich aber die Nationalbank nicht einschüchtern und erhöhte inzwischen zweimal den Leitzins auf aktuell 17,75 Prozent, was den Währungsverfall bis jetzt stoppte.

Neben dem beschriebenen Zinsanstieg, der von den USA ausging, beeinflusste die Regierungsbildung in Italien insbesondere die Euro-, Zins- und Währungsmärkte. Das Regierungsprogramm der Koalition aus Lega Nord und Cinque Stelle, also den Rechts- und Linkspopulisten, verursachte deutliche Kursverluste der italienischen Staatsanleihen. Der Zinssatz für zehnjährige italienische Staatsanleihen stieg vom 7. bis zum 29. Mai 2018 von 1,75 auf 3,13 Prozent. Für solche Anleihen bedeutete dies einen Kursverlust von mehr als elf Prozent. Auch andere südeuropäische Länder wurden in Mitleidenschaft gezogen: spanische Staatsanleihen verloren drei Prozent, portugiesische und griechische jeweils 4,3 Prozent. Deutsche Staatsanleihen wurden hingegen als sicherer Hafen gesucht und konnten im selben Zeitraum knapp drei Prozent zulegen.

Zinsen im Vergleich: USA, Italien, Deutschland

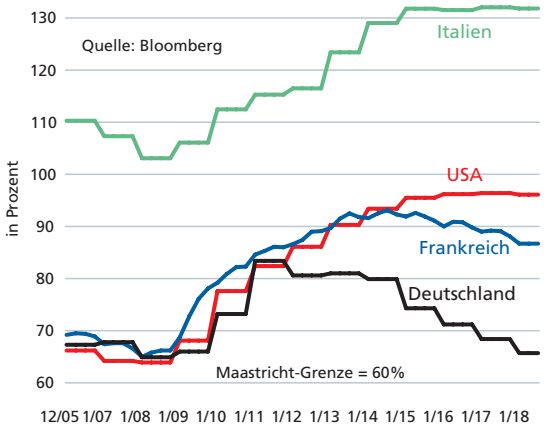


Deutlicher Zinsanstieg in Italien

Das Regierungsprogramm der Koalitionsregierung lässt eine deutlich steigende Neu-

verschuldung Italiens erwarten. Daneben unterminiert es den europäischen Stabilitätspakt, der eigentlich Schuldenkrisen verhindern soll. Mit knapp 2,3 Billionen Euro Schulden ist Italien der Summe nach das am höchsten verschuldete Land der Eurozone. Die Verschuldung beträgt bezogen auf die Wirtschaftsleistung über 132 Prozent.

Verschuldung im Euroraum in % des BIP

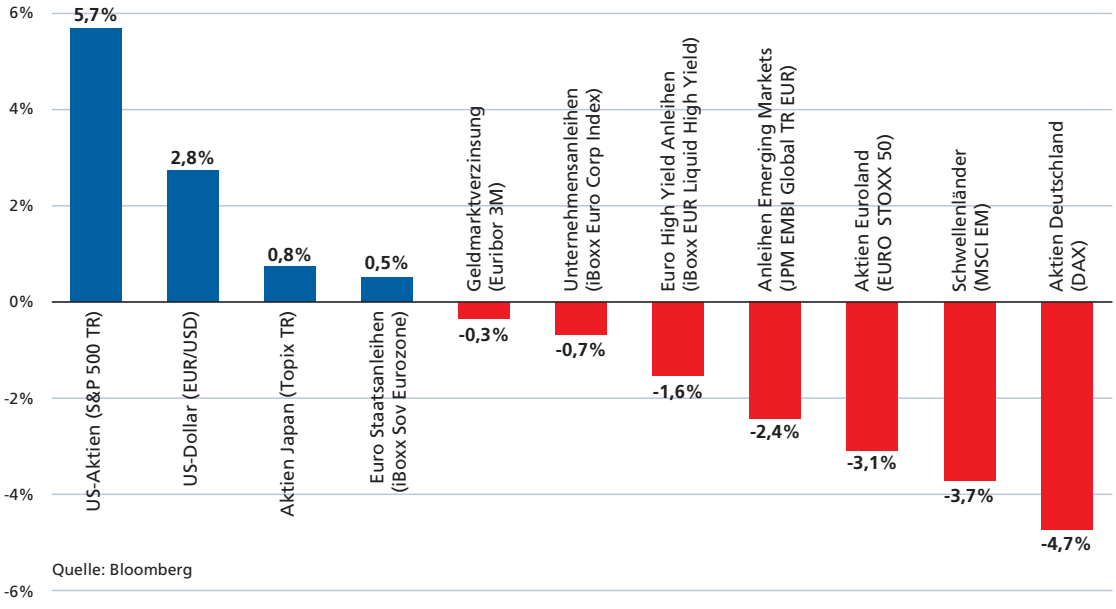


Die Verschuldung Deutschlands nähert sich der Maastricht-Grenze

In einem Entwurf des Koalitionsvertrags wurde ein Schuldenerlass der EZB gefordert. 250 Milliarden Euro sollten aus den Beständen der EZB, die diese Anleihen im Rahmen ihres Kaufprogramms erworben hatte, gestrichen werden. Auch ein Euro-Referendum sollte abgehalten werden. Die Anleihenmärkte reagierten geschockt auf diese Nachrichten und italienische Staatstitel wurden massiv verkauft. Inzwischen rückte die italienische Regierung von dieser Forderung wieder ab. Allerdings sieht die Koalitionsvereinbarung die Einführung eines allgemeinen Grundeinkommens von 780 Euro vor. Daneben sollen das Renteneintrittsalter wieder gesenkt, die Mindestrente deutlich erhöht und die Steuern drastisch gesenkt werden. Die Neuverschuldung soll dazu „angemessen" erhöht werden.

An den Aktienmärkten hielt die Abwärtsbewegung bis Ende März an. Dann setzte eine Erholung ein, die an den europäischen Märkten bis weit in den Mai hinein dauerte. Die darauf folgende Korrektur setzte in Italien mit der Veröffentlichung des Koalitionsvertrags ab der zweiten Maiwoche ein. Die Börsen in den USA und in Asien stiegen noch bis Mitte Juni weiter an. Die Eskalation des vom amerikanischen Präsidenten Trump initiierten Zollkonflikts mit den großen Exportländern führte dann jedoch zu

Wertveränderung verschiedener Anlageklassen 2018 in EUR (seit Jahresbeginn per 30.06.2018)



einem erneuten Marktumschwung. Bereits Anfang April hat Trump eine Liste mit 1.300 chinesischen Produkten veröffentlicht, auf die Strafzölle von bis zu 25 Prozent erhoben werden sollen. China reagierte postwendend und verkündete seinerseits Strafzölle auf 128 amerikanische Produkte.

Anfang Juni dieses Jahres wurden die US-Strafzölle auf Aluminium und Stahl auch für die Europäische Union, Kanada und Mexiko in Kraft gesetzt. Zwei Wochen später verabschiedete die EU ihre Vergeltungsmaßnahmen. Diese betreffen vor allem Waren, die aus den US-Bundesstaaten exportiert werden, in denen überwiegend Wähler von Donald Trump leben.

Die US-Zölle sind für Deutschland bisher noch Marginalien. Sollten in einer weiteren Eskalationsstufe aber Strafzölle auf europäische Automobile erhoben werden, hätte dies gravierende Auswirkungen. Nach seiner vorzeitigen Abreise vom G7-Treffen in Kanada hatte Trump bereits erneut mit Strafzöllen auf Kraftfahrzeuge gedroht. Würden diese von den USA eingeführt, träfe das vor allem Deutschland. Die Bundesrepublik erzielt einen Handelsbilanzüberschuss von 50 Milliarden US-Dollar, davon 20 Milliarden im Automobilsektor. Hier sieht Donald Trump zu Recht den größten Hebel, um die Europäer und speziell Deutschland zu Zugeständnissen zu bewegen (siehe auch: Welthandel à la Trump, S. 34).

Bereits am 22. Mai 2018 verkündete Donald Trump erstmals, dass er prüfen lasse, ob europäische Automobilimporte die nationale Sicherheit der USA gefährdeten. Von da an drehten die europäischen Börsen wieder nach unten. Die stärksten Verluste verbuchten die Automobiltitel. Der EuroStoxx Automobile & Parts verlor bis zum 30. Juni mehr als 15 Prozent an Wert. Die Aktien von Volkswagen verloren fast 18 Prozent, Daimler-Aktien über 19 Prozent, wobei erneute Betrugsvorwürfe wegen illegaler Abgasreinigungs-Abschaltanlagen beide Titel zusätzlich belasteten.

Kurse deutscher Automobilaktien

Schon die Angst vor Zöllen lässt Autoaktien einbrechen

Zusammengefasst ist zu sagen, dass die Volatilität verschiedenster Märkte im ersten Halbjahr deutlich gestiegen ist. Viele Börsen konnten die Tiefststände inzwischen zwar hinter sich lassen, doch die beschriebenen Probleme werden sich nicht so schnell auflösen. So muss für das zweite Halbjahr weiter von größerer Unsicherheit ausgegangen werden. Noch lässt sich eine robuste konjunkturelle Situation ausmachen, die jedoch von vielen Seiten belastet werden könnte (siehe auch Beitrag Konjunkturentwicklung).

Rückblick auf unsere Anlagestrategien

A. Vermögensverwaltung Ausgewogen / Dynamisch

In der Vermögensverwaltung bietet HELLERICH zwei Strategievarianten an, die sich in der Höhe der maximalen Aktienquote unterscheiden: die Strategie Ausgewogen mit maximal 60 Prozent Aktien und die Strategie Dynamisch mit einem Aktienanteil von bis zu 100 Prozent. Die Vermögenswerte der ausgewogenen Strategie waren zum Halbjahresende im Durchschnitt nahezu unverändert. Die dynamische Variante spiegelte das negative Aktienumfeld wider und beendete das Halbjahr mit einem Minus von rund einem Prozent.

Bezeichnend für das erste halbe Jahr 2018 war die hohe Volatilität an den Aktienmärkten. Mehrfach schwankte beispielsweise der europäische EURO STOXX 50 Index rund zehn Prozentpunkte zwischen einem Minus von sechs Prozent und einem Plus von vier Prozent. Ein richtiges Markttiming war nahezu unmöglich. Gleichzeitig entwickelten sich die Aktien der verschiedenen Sektoren sehr unterschiedlich, sodass ein breit diversifiziertes Portfolio in der Regel auch noch negative Sektorbeiträge zu verzeichnen hatte. Deutlich zulegen konnten ausgesuchte US-Technologiewerte sowie Öl- & Gaskonzerne. Der Automobilbereich geriet aufgrund der angekündigten Zölle und der weiterhin schwelenden Dieselkrise besonders unter Druck. Aber auch defensive Qualitätsaktien verzeichneten überraschend hohe Verluste mit teils zweistelligen Wertrückgängen. Schlusslicht in Europa waren Schweizer Aktien mit einem Rückgang des SMI-Index von 7,3 Prozent.

Öl- und Technologiewerte legten deutlich zu

Defensive Titel verloren

Auch bei den Anleihen war eine erhöhte Schwankungsbreite zu beobachten. So fiel der Index für deutsche Staatsanleihen (REX Performance Index) zu Jahresbeginn um rund ein Prozent und wurde dem Anspruch eines sicheren Hafens in einem fallenden Aktienumfeld nicht gerecht. Nach der EZB-Sitzung und der Ankündigung, die Zinsen über längere Zeit niedrig zu halten, erholten sich europäische Anleihen wieder. Trotz der vergleichsweise hohen Zinsen der Emerging-Markets-Anleihen, konnten diese die steigenden Zinsen in den USA und den Anstieg des US-Dollars nicht absorbieren. Schwellenländer-Anleihen verbuchten teils hohe Verluste. Auch die Währungen dieser Länder waren deutlich unter Druck. Der US-Dollar entwickelte sich positiv gegenüber dem Euro und konnte die lange Abwärtsphase unterbrechen.

Auch Anleihen schwankten stärker

Bereits kurz nach Jahresstart rutschten viele Depots ins Minus, weil die Anlageklassen sowohl auf der Aktien- als auch auf der Anleihenseite an Wert verloren. Wir entschieden uns frühzeitig dafür, die Risiken zu verringern und reduzierten die Aktienquote. Diese Untergewichtung zahlte sich bis Mitte Mai zunächst nicht aus. Der im Verlauf anschließende Rückgang wirkte sich jedoch geringfügiger aus. Um im Anleihenbereich noch eine Rendite zu erwirtschaften, setzten wir Spitzenmanager für globale Anleihen und Emerging-Markets-Anleihen in Form von Fondsinvestments ein. Leider konnten sie sich den Rückgängen in ihrer Anlageklasse auch nicht entziehen und lieferten bis dato negative Performancebeiträge. In der ausgewogenen Strategie hielten sich positive und negative Beiträge die Waage und sorgten für eine nahezu unveränderte Gesamtentwicklung. Negativster Wert war die Deutsche Post mit einem zweistelligen Wertverlust, den wir durch den Verkauf der Position begrenzten. Eine gute Wertentwicklung zeigten unter anderem die Aktien von Visa und Total mit zweistelligen Zuwächsen. In den dynamischen Depots setz-

ten sich die Aktien von Micron Technology mit einem Anstieg von rund 30 Prozent an die Spitze. In diesen Depots gab es einige weitere negative Beiträge, denen der leichte Verlust seit Jahresbeginn zuzuschreiben ist. Zum Beispiel wurden die Aktien von voestalpine und Bucher Industries im Zuge ihrer Abwärtsbewegung verkauft.

Die maximalen Aktienquoten sind derzeit nicht ausgereizt. Die noch immer schwelenden Konflikte können die gute Konjunktur und die Stimmung der Investoren empfindlich stören. Insgesamt stehen die USA derzeit etwas besser da als Europa. Die Schwellenländer sind bei weiteren Zinserhöhungen und einem starken US-Dollar sehr anfällig. Wenn die Realwirtschaft trotz dieser Hindernisse weiterhin stabil bleibt – was die Unternehmenszahlen im Laufe der nächsten zwei Monate zeigen werden – oder sich die angespannte politische Lage entschärft, könnten die Aktienmärkte sehr schnell deutlicher steigen. Es wird sich zeigen, wie weit der amerikanische Präsident im Handelsstreit wirklich geht. Sobald er eigenen wirtschaftlichen Interessen schadet, könnte er möglicherweise einlenken und damit sowohl Inflations- als auch Rezessionsängste eindämmen. ●

Bei einer Entschärfung der Lage könnten Aktien schnell steigen

B. Rückblick Fonds-Vermögensverwaltung

In den ersten sieben Wochen des Jahres konnten die Aktienmärkte zwischen fünf Prozent bei europäischen und rund zehn Prozent in den Schwellenländern zulegen. Die vorhandene Euphorie verpuffte jedoch sehr schnell. Steigende US-Zinsen und im weiteren Verlauf der von Trump initiierte Handelskonflikt belasteten die Aktienmärkte schwer. Dabei zeigte sich die prosperierende deutsche Exportindustrie von ihrer anfälligen Seite. Vor allem die deutsche Automobilindustrie hatte besonders unter der Angst vor hohen Einfuhrzöllen in die USA zu leiden. Zum Halbjahresende liegen die meisten europäischen Aktienmärkte im roten Bereich.

Der Deutsche Aktienindex verlor überproportional

Besonders hart traf es den Deutschen Aktienindex DAX, der fast fünf Prozent verlor. Auf globaler Ebene war der Rückgang geringer. Der MSCI Weltaktienindex verlor 0,16 Prozent und erzielte auf Euro-Basis ein Plus von 2,8 Prozent. Hier half der gestiegene US-Dollar. Die Schwellenländer litten stark unter dem Zinsanstieg und den Zollandrohungen. Der maßgebliche Emerging-Market-Index verlor knapp vier Prozent in Euro. In diesem Umfeld hat sich unsere Fondsvermögensverwaltung gut behauptet. Per Saldo liegen wir je nach Ausrichtung etwas unter der Nulllinie.

Positionen und Performancebeiträge in der Strategie „Ausgewogen“

Höchster Performancebeitrag durch Öl-Investments

Unsere Überzeugung hinsichtlich der Ölpreisentwicklung hat sich bestätigt. Während die meisten Aktienmärkte unter Schwankungen an Wert verloren, konnte unser iShares V Oil and Gas Exploration ETF entgegen der allgemeinen Entwicklung beinahe 15 Prozent zulegen. Knapp 56 Basispunkte trug der Wert zum Ergebnis bei. Dies ist der höchste Performancebeitrag der Strategie. Auch unser Immobilienfonds WERTGRUND WohnSelect D, über den wir im letzten Bericht schon Außergewöhnliches berichten konnten, entwickelte sich erneut sehr gut. Knapp 30 Basispunkte trug er zum Ergebnis bei. Der Wert der Wohnimmobilien ist im Rahmen der turnusmäßigen Wertermittlungen der Gutachter weiter gestiegen. Die Perspektiven der Objekte sind sehr aussichtsreich.

WERTGRUND überzeugt weiter

Recht erfreulich entwickelte sich auch unser Mischfonds Acatis Gané Value Event, der ein Plus von 2,55 Prozent und einen Beitrag von 14 Basispunkten lieferte. Leicht im Negativbereich lagen DB Platinum Platow, Squad Capital Value und der Schroder Asian Total Return. Am schlechtesten unter den Aktienfonds lief der GAM Japan Equity, der 6,3 Prozent verlor.

Die Rentenseite der Strategie konnte im ersten Halbjahr keine positiven Beiträge erwirtschaften. Zu sehr lastete der von den USA ausgehende Zinsanstieg auf den Anlagen. Aber auch die Aussagen der neuen italienischen Regierung drückten insbesondere die südeuropäischen Anleihen. In Verbindung mit der volumenmäßig höchsten Staatsverschuldung im Euroraum schürte die in Aussicht gestellte Haushaltsausweitung bei den Anlegern erneut Ängste vor einer neuen Schuldenkrise.

In der Folge wurden italienische Anleihen abverkauft. Aber auch Anleihen anderer Länder mit hoher Verschuldung wurden in Mitleidenschaft gezogen. Später beruhigte sich die Situation wieder. Die Negativbeiträge unserer Rentenfonds betrugen zwischen 0,01 bis 0,11 Prozent. Das ist ein gutes Ergebnis, wenn man sieht, dass für deutsche Staatsanleihen mit Laufzeiten von bis zu 7,5 Jahren immer noch Negativzinsen zu zahlen sind. So bekommt beispielsweise ein Anleger für eine einjährige Anleihe am Laufzeitende 0,7 Prozent weniger zurück als er bezahlt hatte.

Aktuelle Positionierung / Transaktionen

Einmal mehr zeigt sich: ein gründliches Vorgehen bei der Fondsauswahl zahlt sich aus. Gute Fondsmanager mit langjähriger Erfahrung, definierten Auswahlprozessen und einem guten Risikomanagement können auch unterschiedliche Marktphasen gut meistern. Da wir durch unsere eigenen Prozesse in der Lage sind, diese Fonds zu finden und auch kleinere Schwächephasen mitgehen, können wir unsere Umschlagshäufigkeit niedrig halten. Dies spart Kosten und führt zu einer konsistenten Anlagestrategie mit einer stabilen Entwicklung.

Gegen Ende Januar haben wir den HWB Portfolio Plus mit einem leicht positiven Performancebeitrag aus den Beständen verkauft. Diesen Fonds hielten wir aufgrund der Positionierung in argentinischen Anleihen im Portfolio. Somit hatten wir nur eine Transaktion im ersten Halbjahr. Der Erlös wurde nicht reinvestiert, da die Märkte Anfang Februar auf einen Abwärtspfad einschwenkten.

In der **Strategie „Ausgewogen“** sind wir zum 30.06.2018 mit 55 Prozent (inkl. der halben Mischfonds-Position) in Aktien investiert. Die Rentenfonds (inkl. der halben Mischfonds-Position) sind mit 24 Prozent gewichtet, der Immobilienfondsanteil liegt bei etwa fünfeinhalb Prozent.

In der **Strategie „Dynamisch“** haben wir aktuell 66 Prozent in Aktien angelegt (inkl. der halben Mischfonds-Positionen). Der Rest des Portfolios ist in Rentenfonds investiert oder in der Kasse verfügbar.

In unserer **Strategie „Multi-Asset-Fonds Ausgewogen“** sind wir zum 30.06.2018 mit etwa 49 Prozent in Aktien (inkl. des Anteils aus den Mischfonds), zu etwa 33 Prozent in Rentenanlagen (inkl. des Anteils aus den Mischfonds) und in Kasse investiert. Unser Immobilienfonds macht nach der hohen Ausschüttung einen Anteil von etwa neun Prozent aus.

In unserer **Strategie „Multi-Asset-Fonds Dynamisch“** sind wir zum Stichtag mit circa 68 Prozent in Aktien (inkl. des Anteils aus den Mischfonds), zu etwa 32 Prozent in Rentenanlagen aus den Mischfonds und in Kasse investiert.

Ausblick

Das Umfeld für Aktienanlagen erscheint, gerade auch im Vergleich zu Rentenanlagen, nach der Korrektur weiterhin relativ attraktiv. Wenngleich wir uns vom bisherigen schwankungsarmen Verlauf – wie die Rückschläge im Februar und im Juni zeigten – verabschieden müssen. Der Handelskonflikt mit den bereits erlassenen „Strafzöllen“, Gegenmaßnahmen bzw. Gegen-Gegenmaßnahmen hat die Stimmung in verschiedenen Industrien bereits deutlich eingetrübt. Dies könnte sich auch auf die bisher noch guten Wachstumszahlen auswirken. Wir werden hier eine defensivere Ausrichtung einnehmen. Unsere vorsichtige Haltung zu Anleihen erwies sich auch in den ersten Monaten des Jahres als richtig. Investments in diesem Bereich gehen wir nur bei einem akzeptablen Chance-/Risikoverhältnis ein.

Die Stimmung hat sich eingetrübt

Die Entwicklung im Handelsstreit wird die Börsentendenz bestimmen

C. Rückblick Investmentfonds

HELLERICH Global Flexibel

Der HELLERICH Global Flexibel verzeichnete im ersten Halbjahr 2018 einen leichten Rückgang in Höhe von 0,34 Prozent (Anteilklasse B). Die ersten sechs Monate des Jahres waren dabei von einer hohen Volatilität an den Aktienmärkten gekennzeichnet. Insbesondere zu Beginn des Jahres sowie auch in der zweiten Juni-Hälfte waren die Märkte von politischen Unsicherheiten belastet.

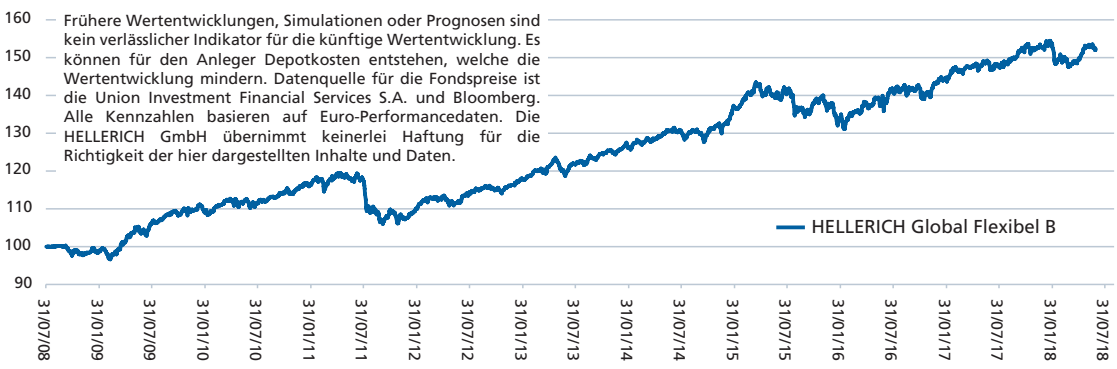
US-Aktien positiv dank Technologie

Zum Jahresauftakt hat das positive konjunkturelle Umfeld geholfen: Der Januar begann mit deutlichen Kursgewinnen an den weltweiten Aktienmärkten und einem neuen Allzeithoch des deutschen Leitindex DAX. Bereits Anfang Februar dämpften höhere Verluste und eine negative Stimmungslage die Euphorie deutlich. Insbesondere Zinsängste sowie ein sich anbahnender Handelskrieg zwischen den USA und China bzw. der Europäischen Union wirkten sich negativ auf die Aktienmärkte aus. Infolgedessen verbuchte der DAX im ersten Halbjahr einen Rückgang von 4,7 Prozent. Ein ähnliches Bild zeigte sich weltweit bei den anderen relevanten Indizes.

Lediglich in den USA entwickelten sich die Märkte positiv. Der S&P 500 gewann 5,7 Prozent hinzu. Das Plus ging vor allem auf den Kursanstieg der Technologiewerte zurück, die Titel der Sektoren Telekommunikation oder Finanzwesen entwickelten sich deutlich schwächer. Abgesehen von wenigen Ausnahmen verzeichneten zudem Staatsanleihen und Unternehmensanleihen ein Minus. Der Ölpreis stieg infolge der US-Sanktionen gegen den Iran und der damit verbundenen Angebotsverknappung. Die OPEC versucht, mit im Juni beschlossenen höheren Förderquoten entgegenzuwirken. Der US-Dollar zeigte sich bedingt durch die Zinserhöhungen in den USA sowie durch die Wahl einer euro-kritischen Regierung in Italien etwas fester. Im Zuge der US-Dollar-Entwicklung gaben die Märkte in den Schwellenländern deutlich nach. Der MSCI Emerging Markets verlor auf Halbjahressicht 3,7 Prozent.

Die Blue Cap AG profitierte erstmals von der Ausschüttung einer Dividende und von einem der größten Zukäufe in der Firmengeschichte. Im Verlauf des ersten Halbjahres konnte das Unternehmen eine Performance von mehr als 50 Prozent ausweisen. Ein weiterer Lichtblick im Portfolio war die Siegfried Holding, die von ihrem Umsatzwachstum und einer Margenausweitung profitierte. Das Ergebnis: plus 20 Prozent.

HELLERICH Global Flexibel B – Wertentwicklung in % per 30.06.2018
(gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



Die Standardtitel zeigten sich ähnlich wie die Gesamtperformance des Fonds relativ ausgeglichen. Neben positiven Entwicklungen – wie beim Kosmetikhersteller L'Oréal oder dem Zahlungsdienstleister Visa – verzeichneten ebenso viele Portfoliounternehmen Kursabschläge. Unter den Verlierern waren beispielsweise die Deutsche Post und Philip Morris. Die Deutsche Post hatte mit höheren Löhnen zu kämpfen, bei Philip Morris überwogen Sorgen um die rückläufige Zahl der Raucher und die nur langsam wachsende Nachfrage nach E-Zigaretten. Die im Fonds enthaltenen Anleihen entwickelten sich bedingt durch den Zinsanstieg in den USA größtenteils leicht negativ.

Die Aktienquote lag zum Stichtag bei 45 Prozent, Einzelanleihen wurden mit 36 Prozent gewichtet. Die Liquidität betrug 17 Prozent des Fondsvolumens. Trotz der gestiegenen politischen Risiken und der erhöhten Volatilität bieten die Aktienmärkte die größten Chancen für eine positive Wertentwicklung. Das Wirtschaftswachstum zeigt sich vor allem in den USA nach wie vor positiv. Bedingt durch das niedrige Zinsniveau im Euroraum liegen die Anleihenrenditen im mittelfristigen Zeithorizont im negativen Bereich. Angesichts einer erwarteten Abkehr der Europäischen Zentralbank von einer ultralockeren Geldpolitik sehen wir hier eher Risiken als Chancen.

Im Anleihensegment überwiegen die Risiken

HELLERICH Global Flexibel B – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 30.06.2018 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 Rumpfjahr (Fondsauflage*)	4,4%
30.06.2009 - 30.06.2010	6,8%
30.06.2010 - 30.06.2011	5,6%
30.06.2011 - 30.06.2012	-5,1%
30.06.2012 - 30.06.2013	6,9%
30.06.2013 - 30.06.2014	9,2%
30.06.2014 - 30.06.2015	7,1%
30.06.2015 - 30.06.2016	-1,5%
30.06.2016 - 30.06.2017	6,9%
30.06.2017 - 30.06.2018	3,6%

Wertentwicklung in Kalenderjahren per 31.12.2017 gemäß BVI-Methode

seit Aufl.	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	*2008
52,5%	-0,3%	6,8%	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 30.06.2018

(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%	0,50%	0,84%	1,00%	1,70%	-0,17%	0,04%	**6,80%**
2018	0,04%	-1,35%	-1,90%	1,17%	2,47%	-0,71%							**-0,34%**

*Auflagetag: 01.08.2008; Anteilklasse B

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

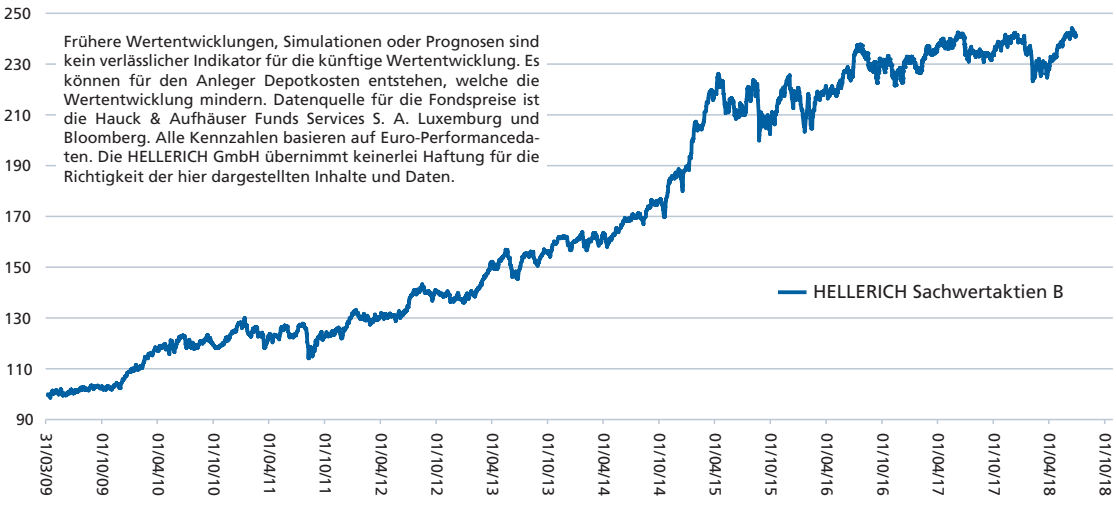
HELLERICH Sachwertaktien

Nach einem missglückten Jahresbeginn mit einem Rückgang im mittleren einstelligen Bereich konnte sich der HELLERICH Sachwertaktien im zweiten Quartal deutlich erholen. Das erste Halbjahr beendete der Fonds sogar mit einem leichten Wertzuwachs von 0,58 Prozent (Anteilklasse B). Wie schon im vergangenen Jahr legten Unternehmen der Sektoren Informationstechnologie und zyklische Konsumgüter wesentlich stärker zu als andere (Sektordispersion). Sektoren wie Telekommunikation oder Basiskonsumgüter, in die der Fonds vor allem investiert, zeigten im Durchschnitt auf Jahressicht sogar eine negative Entwicklung.

Defensive Qualitätsaktien nicht gefragt

Im ersten Halbjahr nahm die Volatilität an den Aktienmärkten auffallend zu, die Schwankungsbreite des globalen Aktienindex MSCI Welt lag zwischen -5,4 Prozent und +6,7 Prozent. Unter Kursrückgängen litten in diesem Jahr besonders die in früheren Abwärtsphasen sonst begehrten, defensiven Qualitätsaktien. Globale, solide Großkonzerne wie Johnson & Johnson, Procter & Gamble, Reckitt Benckiser oder Nestlé verloren im zweistelligen Bereich an Wert und zogen so manches Depot ins Minus. Die großen US-Technologieaktien waren hingegen in ihrer Aufwärtsbewegung kaum zu bremsen. Außerhalb der USA gab es nur wenige Länderindizes, die seit Jahresbeginn einen Zuwachs verzeichneten. Darunter war Japan – jedoch nur aufgrund der Aufwertung des Yen. Das Ergebnis der Niederlande und Frankreichs war nahezu unverändert mit 0,2 Prozent. Die im Jahr 2017 beträchtliche Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro kam mit der entschiedenen Zinssteigerung der US-Notenbank Fed zum Stehen. Seit Jahresbeginn legte der US-Dollar mit 2,8 Prozent wieder leicht zu. Insgesamt werteten andere Hartwährungen gegenüber dem Euro auf, während Währungen der Schwellenländer zum Teil massiv abwerteten. Die Schwellenländer konnten in diesem Jahr nicht an ihren Wertzuwachs des Vorjahres anknüpfen. Die geopolitischen Risiken im Zuge des Handelsstreits mit den USA weiteten sich aus. Zusätzlich steigende US-Zinsen führten zu einem Kapitalabzug aus dieser Anlageklasse. Der Ölpreis kletterte auf mehr als 70 US-Dollar pro Barrel und mit ihm die Aktien der Öl- und Gaskonzerne. Im Zusammenhang mit der Aufkündigung des

HELLERICH Sachwertaktien B – Wertentwicklung in % per 30.06.2018
(gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



Morningstar Gesamtrating™ per 30.06.2018

Iran-Atomabkommens und der darauf folgenden US-Sanktionen verknappte sich das Angebot auf dem internationalen Markt.

Das Portfolio des HELLERICH Sachwertaktien wurde zu Jahresbeginn umfassend verändert. Viele Qualitätsaktien zeigten Verkaufssignale und wurden durch neue, interessante Kandidaten ersetzt. Diese zum Teil kleineren und tendenziell weniger bekannten Unternehmen konnten die Performance im Laufe der Monate verbessern. Darunter der australische Agrarkonzern Costa Group oder die Boston Beer Company, der US-amerikanische Brauer des beliebten Samuel-Adams Bieres, oder auch das finnische Telekommunikationsunternehmen DNA Oyi. Negativ entwickelten sich hingegen die Aktien von Vodafone, Walmart oder des norwegischen Nahrungsmittelkonzerns Orkla ASA. Im Hinblick auf die Währungen konnten in Summe leicht positive Beiträge erzielt werden, insbesondere durch einen hohen Anteil japanischer Yen und US-Dollar.

Auf Jahressicht im Gewinn

Trotz des überraschenden Rückgangs zu Jahresbeginn konnte der HELLERICH Sachwertaktien wieder einmal seiner Charakteristik gerecht werden. Auf Jahressicht erzielte der Fonds ein leichtes Plus, die Schwankungen blieben unterdurchschnittlich stark. Trotz des fordernden Marktumfeldes für die Sektoren, in die der Fonds ausschließlich investiert, konnte somit ein ordentliches Ergebnis erzielt werden. Für ein jederzeit mögliches schwierigeres Aktienmarktumfeld sind wir stets gewappnet.

HELLERICH Sachwertaktien B – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 30.06.2018 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 Rumpfjahr (Fondsauflage*)	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%
30.06.2017 - 30.06.2018	3,1%

Wertentwicklung in Kalenderjahren per 30.06.2018 gemäß BVI-Methode

seit Aufl.	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	*2009
140,8%	0,6%	3,5%	4,8%	16,4%	18,4%	17,7%	3,3%	2,8%	17,7%	9,0%

Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)	9,6%	Maximaler Verlust	-12,3%

HELLERICH Sachwertaktien B – Wertentwicklung in % per 30.06.2018

(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%	0,08%	-0,76%	0,76%	2,12%	0,97%	-0,68%	**3,53%**
2018	-2,14%	-1,52%	-1,20%	4,09%	1,63%	-0,13%							**0,58%**

*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 Funds Services S. A. Luxemburg und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Performancedaten. Die HELLERICH GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR

Der Prince Street Emerging Markets Flexible EUR startete zunächst mit einem beträchtlichen Anstieg in das erste Halbjahr. Im weiteren Jahresverlauf schwächten sich Anlagen in Aktien der Schwellenländer jedoch deutlich ab. Der Fonds beendete das Halbjahr mit einem Rückgang von 7,93 Prozent (Anteilklasse B).

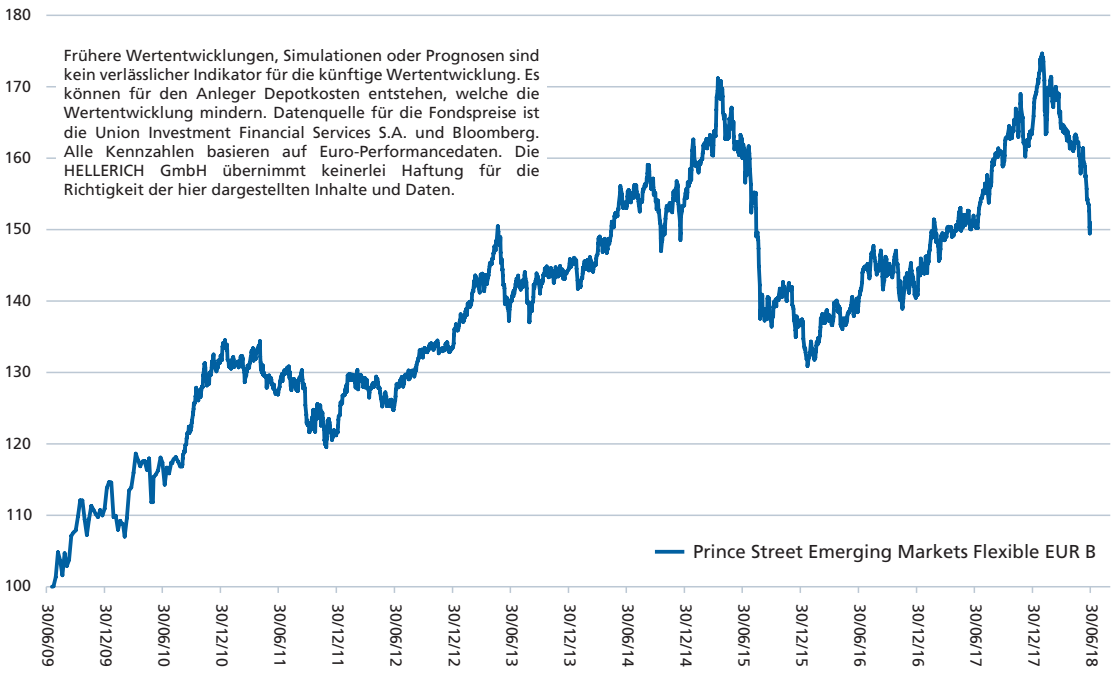
Aktien, Anleihen und Währungen schwach

Nach der Zinserhöhung in den USA und weiteren erwarteten Zinsschritten wirkte sich die Stärke des US-Dollars negativ auf die Schwellenländer aus. Die schwierige Situation verschärfte sich mit der Drohung der USA, hohe Zölle auf chinesische Produkte einzuführen. Darüber hinaus wurde ein Verbot chinesischer Investitionen in den USA aus Gründen nationaler Sicherheit ins Spiel gebracht. Ein von Unsicherheiten geprägtes Umfeld sorgte trotz des hohen Wirtschaftswachstums der Schwellenländer für deutliche Rückgänge auf allen Ebenen. Anleihen, Währungen und auch die Aktienkurse gerieten unter Druck. Neben den beschriebenen Konflikten zwischen den USA und China sorgten in Brasilien, Südafrika und der Türkei die Landeswährungen für Rückgänge. Der Real verlor rund zwölf Prozent, der Rand mehr als sieben Prozent und die türkische Lira verbilligte sich um 15 Prozent.

Der Konflikt zwischen den USA und Nordkorea, der lange Zeit auch für südkoreanische Aktien ein Hemmnis war, löste sich nach einem politischen Hin und Her. Dadurch verringerte sich die Unsicherheit im Markt. Die internationalen Investoren blieben jedoch skeptisch und auch der Aktienmarkt geriet erneut unter Druck. Mit einem Rückgang von circa sieben Prozent gehört Südkorea zu den schwächeren Börsen. Vergleichsweise glimpflich endete das Halbjahr für den chinesischen Aktienmarkt, wobei die Wertentwicklung der Einzeltitel höchst unterschiedlich verlief.

Der steigende Ölpreis führte tendenziell zu steigenden Aktienkursen der Ölförder-

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR B – Wertentwicklung in % per 30.06.2018
(gemäß BVI-Methode - nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



unternehmen, die einen wesentlichen Teil des Anlageuniversums der Emerging Markets darstellen. Die im Portfolio hoch gewichtete Aktie des brasilianischen Quasi-Staatsunternehmens Petroleo Brasileiro (Petrobras) verzeichnete indes einen drastischen Einbruch. Das Unternehmen war gezwungen, den Preis für Diesel um zehn Prozent zu senken, nachdem die Lkw-Fahrer wegen der anhaltend hohen Benzinpreise streikten. In dieser aufgeheizten Gemengelage trat auch der Vorstandschef zurück, was die Situation verschlimmerte. Die Aktie reagierte mit kurzfristigen Abschlägen in Höhe von mehr als 40 Prozent in Landeswährung.

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR B – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 30.06.2018 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	-5,20%
Am Tag der Anlage (ab 08.01.2013) bei Zahlung von Bankspesen „negative Wertentwicklung" in Höhe der Bankspesen	
17.07.2009 - 30.06.2010 Rumpfjahr (Fondsauflage*)	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%
30.06.2017 - 30.06.2018	0,4%

Wertentwicklung in Kalenderjahren per 30.06.2018 gemäß BVI-Methode

seit Aufl.	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	*2009
51,0%	-7,9%	16,6%	3,0%	-11,0%	6,8%	8,2%	9,9%	-8,2%	19,3%	10,9%

Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)	9,0%	Maximaler Verlust	-23,5%

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR B – Wertentwicklung in % per 30.06.2018

(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%	3,14%	2,76%	-0,29%	3,01%	-0,43%	0,57%	**16,60%**
2018	5,02%	-2,09%	-3,17%	-1,22%	-2,25%	-4,75%							**-7,93%**

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

In eigener Sache:

Zum 30. Juni 2018 endete die Zusammenarbeit mit Prince Street Capital Management. Das Portfolio wurde nahezu komplett umgestellt und ist seit dem 1. Juli unter der Verwaltung der HELLERICH GmbH. Mit dieser Umstellung wird der Fonds in HELLERICH Emerging Markets umbenannt und in einen Aktienfonds umgewandelt. Mehr dazu finden Sie in unserem Beitrag ab Seite 39.

Konjunkturentwicklung

Globaler Überblick

Konjunkturhoch erreicht – Droht nun ein Einbruch wegen des Handelskrieges?

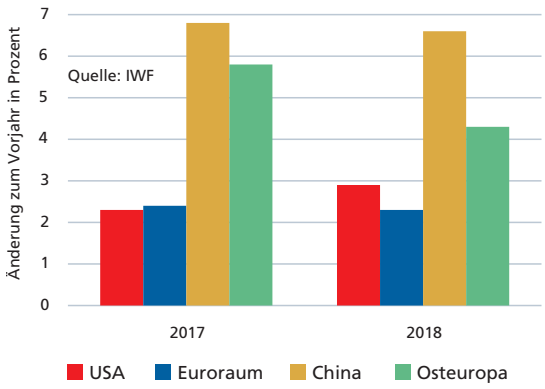
Die Weltwirtschaft wächst mit rund vier Prozent in diesem Jahr und befindet sich weiterhin in einem konjunkturellen Hoch. In Europa und Japan verlangsamte sich das Wachstum allerdings in der ersten Jahreshälfte. Die USA und die asiatischen Schwellenländer erholten sich nach einer „Delle“ zu Jahresbeginn. In dieser unterschiedlichen Entwicklung spiegeln sich vor allem die länderspezifischen Maßnahmen der Fiskalpolitik sowie die Wirkung der gestiegenen Rohölpreise. Besonders die US-Wirtschaft profitiert von den Impulsen ihrer Steuersenkungen. Exportorientierte Regionen wie Europa und auch China geraten jedoch durch die höheren US-Zölle unter Druck. Die Konsequenz ist eine höhere Unsicherheit, ob und in welchem Maß diese Regionen in der zweiten Jahreshälfte wachsen werden. Dies spiegeln auch die jeweiligen Aktienmärkte wider.

Die US-Wirtschaft profitiert von den Steuersenkungen

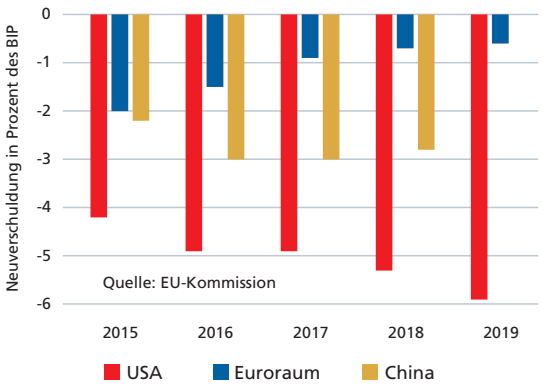
Insbesondere in den USA deuten aktuelle Konjunkturindikatoren und die Prognosen auf ein anhaltend kräftiges Wirtschaftswachstum hin. Der Internationale Währungsfonds IWF rechnet mit einem Plus von 2,9 Prozent beim Bruttoinlandsprodukt und bezeichnet die USA im laufenden Jahr als Wachstumslokomotive unter den Industrieländern. Im Euroraum dürfte der Anstieg aufgrund der schwachen ersten Jahreshälfte nur zwei Prozent betragen, obwohl bisher 2,4 Prozent erwartet worden waren. Für Japan wird mit einem Plus von 1,2 Prozent gerechnet. Unter den Schwellenländern liegen China und Indien mit einem Wachstum von 6,5 Prozent bzw. 7,5 Prozent vorn. In Osteuropa sollte die Wirtschaft um vier Prozent auch erfreulich gut wachsen können.

US-Wachstum kann 3% erreichen

BIP-Wachstum nach Ländern und Regionen



Haushaltsdefizite laufen auseinander



Insgesamt ist die Weltwirtschaft weiterhin in einer konjunkturellen Hochform – getrieben vor allem durch die anhaltende monetäre Expansion. Diese wird derzeit jedoch in den USA wie in China und Europa zurückgefahren. In den USA könnte mit weiteren Zinsanhebungen in den kommenden zwölf Monaten sogar eine „neutrale" Geldpolitik erreicht werden. Im Rahmen ihrer jüngsten Sitzung im Juni hat nun auch die EZB signalisiert, im kommenden Jahr aus den Anleihenkäufen und Zinsanhebungen auszusteigen.

In den USA hat die Fiskalpolitik oder konkreter die Steuerreform die Rolle des Impulsgebers für die Wirtschaft übernommen. Für das kommende Jahr erwartet der IWF dort sogar eine Neuverschuldung in Höhe von über 1.000 Mrd. US-Dollar oder fünf Prozent des BIP.

Auch in Europa sammeln sich die Befürworter einer expansiveren Geldpolitik. Italien ist hier mit seiner neuen Regierung Vorreiter.

Allerdings scheint es aufgrund des bestehenden Fiskalvertrags wenig wahrscheinlich, dass es allgemein zu einer expansiveren Fiskalpolitik kommt. Im Euroraum wird eher, auch wegen der EU-Wahlen im kommenden Jahr, mit einer strukturellen Reform der Fiskalpolitik gerechnet.

Entwicklung des internationalen Handels als Knackpunkt der Weltkonjunktur

Erstmals seit Gründung der Welthandelsorganisation WTO vor über zwanzig Jahren steht der internationale Handel im Fokus der Wirtschaftsentwicklung. Der amerikanische Präsident Trump hat nach dem Erfolg der Steuerreform sein zweites Wahlkampfthema aufgegriffen und versucht, sein Versprechen einzulösen. Die amerikanische Industrie soll durch Abschottung zu neuer Prosperität geführt werden. Alarmiert durch ein steigendes Defizit im Außenhandel haben die Vereinigten Staaten Strafzölle über China, die EU und weitere Schwellenländer verhängt. Davon sind Industriegüter wie Stahl und Autos betroffen. Damit stellen die USA die bislang von ihnen maßgeblich vertretene Freihandelsdoktrin in Frage. Es bleibt abzuwarten, ob diese Politik generell zu einer weiteren Einschränkung des Welthandels führt oder für Trump nur Mittel zum Zweck ist, um die Märkte für Waren und Kapital zu öffnen. Die daraus resultierende Unsicherheit hat zumindest temporär die Aktienkurse der betreffenden Länder gedrückt (s. Beitrag: Welthandel à la Trump).

Handelsstreit führt zu Eintrübung des Geschäftsklimas

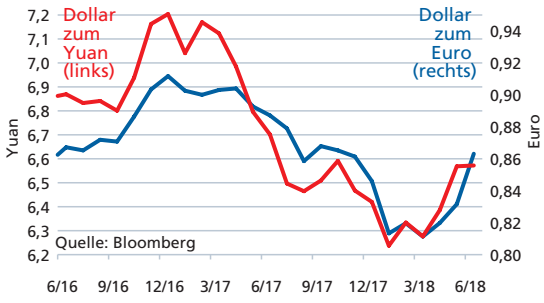
Inzwischen hat der Handelsstreit vor allem in Europa zu einer Eintrübung des Geschäftsklimas geführt. Besonders betroffen ist die exportabhängige deutsche Industrie. Zur Jahresmitte liegt das Geschäftsklima des verarbeitenden Gewerbes mit 23,8 um mehr als zehn Punkte unter seinem Spit-

zenwert vom November 2017. Dies schlägt sich inzwischen auch beim Auftragseingang nieder. Einzelne Unternehmen aus der Automobilbranche haben mittlerweile Gewinnwarnungen für das laufende Jahr veröffentlicht. Die übrigen europäischen Länder sind bislang weniger betroffen, dürften sich jedoch bei einer Verschärfung des Handelskonflikts nicht entkoppeln können.

Handelsstreit drückt Geschäftsklima und Euro-Wechselkurs

Die Auswirkungen sind auch auf den Währungsmärkten zu sehen, wo die Wechselkurse von Yuan und Euro gegenüber dem US-Dollar um jeweils etwa fünf Prozent gesunken sind. Die Marktteilnehmer gehen offenbar davon aus, dass sich die US-Zölle zunächst negativ für die Handelspartner auswirken. In der Erwartung, dass der Handelskonflikt zu einer Repatriierung von Kapital in die USA führt, könnte der Abwärtsdruck auf Euro und Yuan zunächst anhalten.

US-Dollar erstarkt wieder – Wechselkurse gegenüber US-Dollar seit Juni 2017

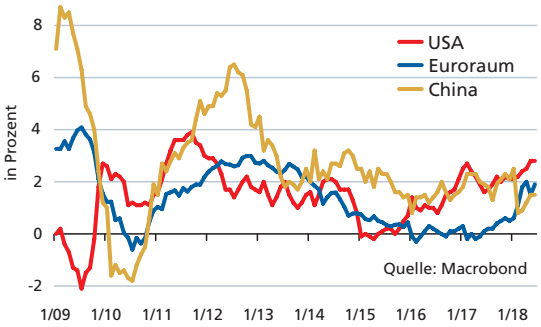


Ein weiterer Nachteil für China und Europa ist der höhere Rohölpreis. Der Anstieg ist größtenteils auf die Kündigung des Anti-Atom-Abkommens mit dem Iran durch die US-Regierung zurückzuführen. Im Gegensatz zu den USA sind die beiden anderen „Giganten" der Weltwirtschaft Netto-Importeure von Rohöl. Dies bedeutet, dass steigende Rohölpreise für ihre Industrien höhere Kosten darstellen, während sich in den USA negative und positive Wirkungen die Waage halten.

Seit Mitte des letzten Jahrzehnts, als die Fracking-Technologie erstmals großflächig angewandt wurde, waren die Gewinnmargen noch nie so hoch. Die Ölschieferproduzenten können damit Rekordgewinne erzielen.

Der Anstieg der Rohölpreise, wie auch anderer Rohstoffpreise, hat weltweit auch zu höheren Inflationsraten geführt. In den USA liegt die Inflationsrate derzeit (Juni 2018) bei 2,8 Prozent, im Euroraum bei 2,0 Prozent und in China bei 1,9 Prozent und damit jeweils um gut 0,5 Prozent über dem Wert von Mitte vergangenen Jahres.

Inflation weltweit im Auftrieb – Verbraucherpreise nach Regionen



Der globale Anstieg der Preissteigerungsraten verdeckt allerdings landesspezifische Unterschiede. Derzeit ist lediglich in den USA ein umfassender inländischer Preisauftrieb mit steigenden Löhnen zu verzeichnen. Demgegenüber ist die Kerninflation, d.h. die Preissteigerung ohne Mineralöl- und Nahrungsmittel, im Euroraum mit einem Prozent moderat. Lediglich in Deutschland hat sich mit der Entwicklung der Löhne auch der inländische Preisauftrieb verstärkt.

Konjunktur Europa: Delle oder Abschwung?

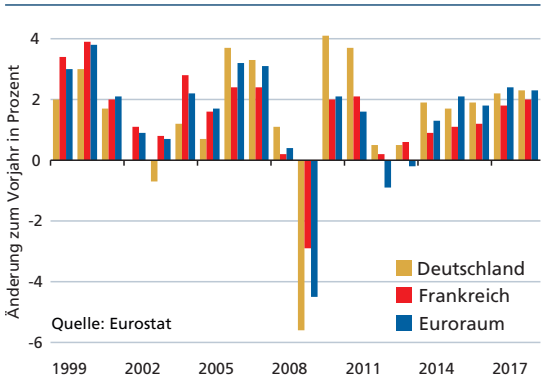
Europa: Konjunkturdelle und politische Störfeuer

Die Wachstumsdynamik in Europa hat sich seit der Jahreswende deutlich verlangsamt. Mit einem Plus von 2,6 Prozent beim BIP konnte im letzten Jahr ein Konjunkturhoch

verzeichnet werden – vorerst jedenfalls. Für das Jahr 2018 rechnet die Bundesbank in Deutschland nur noch mit einem BIP-Zuwachs von etwa zwei Prozent. Für den Euroraum könnte der Anstieg wie im letzten Jahr 0,2 Prozentpunkte höher sein. Besonders die kleineren Länder und die weniger exportabhängigen Staaten wie Spanien und Frankreich dürften stärker wachsen als Deutschland oder zumindest aufschließen.

Anleger fragen sich, ob das nach einem beinahe fünfjährigen Aufschwung im Euroraum eine Konjunkturdelle oder der Beginn eines Abschwungs ist. Die Antwort wird das globale Umfeld entscheidend bestimmen wie auch bei den letzten großen Schwächephasen, die jeweils in den Jahren 2001, 2008 und 2011 begonnen hatten. Lediglich beim letzten Rückschlag lässt sich die Eurokrise als europaspezifischer Auslöser ausmachen. Die beiden vorhergehenden Konjunktureinbrüche gingen auf globale Ereignisse wie die Finanzkrise (2008) oder das Platzen der Internetblase (2001) zurück. Die Reihe ließe sich übrigens bis zu den Ölkrisen in den 1970er Jahren zurückverfolgen.

Euroraum: solides Wachstum
BIP nach Ländern



Da den beiden Abschwüngen 2001 und 2008 jeweils ein etwa fünfjähriger Aufschwung vorausging, scheint zeitlich betrachtet der Boden für einen konjunkturellen Umschwung im Verlauf des kommenden Jahres bereitet. Mit dem im Wesentlichen von den USA initiierten Handelskonflikt wäre nun auch ein Auslöser gegeben. Besonders die deutsche Automobilindustrie scheint anfällig gegenüber der aggressiven Handelspolitik der USA (s. Gastbeitrag zum Thema Trumps Handelspolitik). Insofern könnte man die Abschwächung der letzten Monate zumindest als „Wetterleuchten" vor dem nächsten „Konjunkturgewitter" sehen.

Dies ist kritisch, da die Geldpolitik, anders als in früheren Abschwüngen, diesmal zur Konjunkturstabilisierung nicht zur Verfügung steht. Im Gegenteil: In der Juni-Sitzung hat die EZB angekündigt, die Anleihenkäufe Ende 2018 zu beenden und mit Zinserhöhungen etwa Mitte 2019 zu beginnen. Hiervon dürfte sie nur abweichen, wenn es bis dahin zu einer Aufwertung des Euros oder zu einem markanten Anstieg der Anleihenzinsen käme. Dies würde sich bremsend auf die Konjunktur auswirken.

Geldpolitik kann bei einem Abschwung nicht mehr stützen

Somit würde die Rolle der Konjunkturstabilisierung diesmal vor allem der Finanzpolitik zufallen. Diese Ableitung akzeptieren mittlerweile einflussreiche Ökonomen wie auch politische Entscheidungsträger. Ein Beleg dafür ist die Übereinkunft, für den Euroraum einen Fonds zur Konjunkturstabilisierung in Höhe von 20 bis 30 Milliarden Euro einzurichten. Darüber hinaus war für die EU-Ratstagung Ende Juni eine Neuordnung der Verfahren zur Haushaltsüberwachung vorgesehen. Die Beschlüsse wurden wegen des deutschen Parteienkonflikts zur Flüchtlingspolitik auf Dezember verschoben.

Die Ausgabenpolitik müsste dann einspringen

Allerdings scheint derzeit auf Seiten der Regierungen die Bereitschaft für eine aktive Konjunkturpolitik nicht allgemein gegeben. Bisher hat sich nur die neue italienische Regierung Ausgabenerhöhungen auf die Fahnen geschrieben. Bei diesen Maßnahmen – wie der Einführung eines allgemeinen Grundeinkommens von 780 Euro, der Sen-

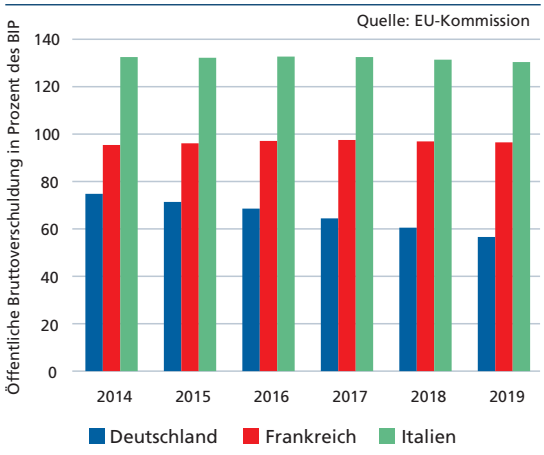
kung des Rentenalters und der Erhöhung der Mindestrenten – handelt es sich jedoch um politisch motivierte Wahlversprechen, nicht um eine systematische Konjunkturpolitik. Angesichts der hohen Verschuldung würden die angekündigten Maßnahmen zu Zinssteigerungen führen. Das wäre konjunkturpolitisch kontraproduktiv. Dies scheint sowohl in der Regierung wie auch in der Bevölkerung angekommen zu sein. Denn der Regierungsschwerpunkt hat sich offenbar von diesen Ausgaben weg hin zur Migrations- und Flüchtlingspolitik verlagert. Diese wird vom neuen Innenminister Salvini vertreten, dessen rechts angesiedelte Lega Nord den linken Regierungspartner „Fünf Sterne" mittlerweile in Umfragen überholt hat. Das liegt auch daran, dass durch das komplizierte Gesetzgebungsverfahren und den Widerstand des Präsidenten die Grenzen für Wahlgeschenke inzwischen deutlich wurden. Ebenso distanzierte sich der parteilose Finanzminister Tria von den Wahlversprechen seiner Regierungskollegen: „Meistens stutzt die Wirklichkeit der Zahlen Visionen zurück", bemerkte er auf die Frage nach den Realisierungschancen des Programms.

Risiko Italien vorerst entschärft

Vielmehr bekannte er sich zum Ziel des Schuldenabbaus und signalisierte, an einer europäisch motivierten Konjunkturpolitik mitzuarbeiten.

Angesichts der Herausforderungen für den Euroraum aus Konjunktur und Handelspolitik erscheint die deutsche Flüchtlingsdebatte als überflüssig, und sie behindert eine abgestimmte Finanzpolitik des Euroraums. Ohnehin ist die deutsche Politik letztlich mit der Stärkung der Grenzschutztruppe Frontex und der Zustimmung zu Aufnahmelagern weitgehend auf die „härtere" Linie der EU-Länder Italien, Österreich, Polen und Ungarn eingeschwenkt.

Euroraum: Staatsschulden bleiben hoch

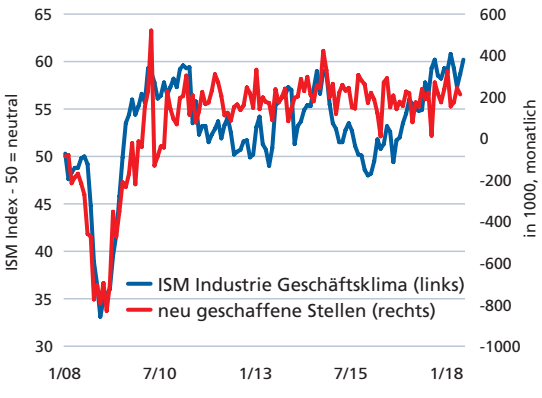


Sorgenkind Italien

USA: auf dem Konjunkturhoch

Im bisherigen Jahresverlauf zeigten die wichtigsten Konjunkturindikatoren für die USA nach oben: Das monatlich erhobene Geschäftsklima befindet sich für Industrie und Dienstleister im bisherigen Jahresverlauf in der Nähe langfristiger Hochs. Die Auftragseingänge haben in den letzten zwölf Monaten mit einer Jahresrate von sechs Prozent zugenommen. Die Zahl neu geschaffener Arbeitsplätze lag im Monatsdurchschnitt bei über 200.000 Stellen. Bei bis zuletzt anhaltender Dynamik erwartet die amerikanische Notenbank Fed für das Gesamtjahr 2018 ein Wirtschaftswachstum von 2,8 Prozent. Dies wäre – zusammen mit dem Wert für 2015 – der höchste Zuwachs seit der Finanzkrise vor zehn Jahren.

US-Konjunktur anhaltend robust

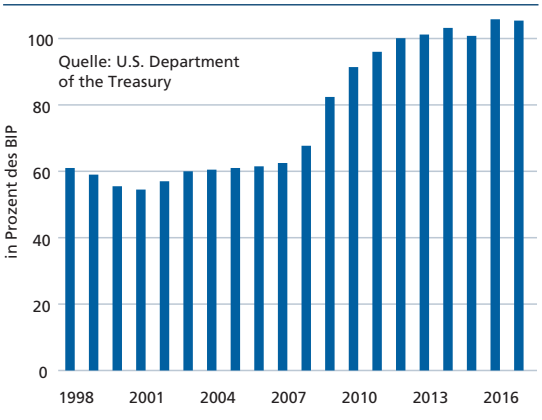


Bis zum Jahr 2020 erwartet die Fed allerdings eine markante Abkühlung des Wachstums auf zwei Prozent. Längerfristig scheint das Konjunkturbild für die USA fast spiegelbildlich zu dem Europas zu sein:

statt Konjunkturdelle oder Abschwung heißen die Szenarien jedoch „letztes Aufbäumen“ oder „Durchstarten“ zu einer Dynamik, wie sie vor der Finanzkrise herrschte.

Für das erste Szenario, dass es sich nur um ein nochmaliges Aufbäumen handelt, sprechen die Länge des Wachstumszyklus von mittlerweile neun Jahren und die Tatsache, dass die jüngste Belebung vor allem durch eine verstärkte Rohölförderung bedingt war. Dieser Effekt, der vor allem durch die höheren Rohölpreise ausgelöst wurde, könnte sich aber als vorübergehend erweisen. Denn viele Förderunternehmen in den USA haben ihre Produktion bereits wieder ausgeweitet, was weiteren Preissteigerungen Einhalt gebieten dürfte. Dagegen könnte der kräftige Anstieg der öffentlichen Verschuldung schon bald Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung erforderlich machen. Diese würden letztlich bremsend auf das Wachstum wirken.

USA – Staatsschulden auf Rekordhoch



Für das zweite Szenario „Durchstarten“ sprechen das bisher insgesamt moderate BIP-Wachstum und die „Wellblechkonjunktur.“ Da es keine konjunkturelle Überhitzung gibt wie in den Jahren 2000 oder 2006, muss die Fed den Aufschwung auch nicht mit hohen Zinsen „einbremsen“. Dies zeigt sich vor allem in der aktuellen und der erwarteten Entwicklung der Inflationsrate. Diese liegt mit 2,1 Prozent nur marginal über der Zielmarke von zwei Prozent und deutlich unter den 2,7 Prozent von 2006. Gleichzeitig sind die stimulierenden Wirkungen der Steuerreform auf die Investitionstätigkeit erst in den kommenden Jahren in vollem Umfang zu erwarten.

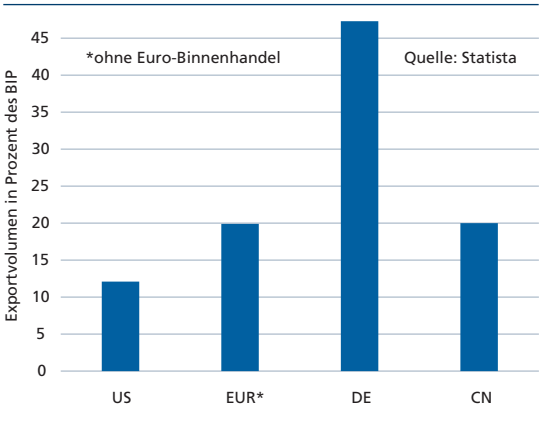
US-Konjunktur vor dem Durchstarten?

Welches der beiden Szenarien die höhere Eintrittswahrscheinlichkeit hat, ist noch nicht zu ermitteln und wird letztlich vom weltwirtschaftlichen Umfeld bestimmt. Die USA sind mit einem Anteil der Exporte am US-BIP von lediglich zwölf Prozent und einem Anteil von 15 Prozent bei den Importen wesentlich unabhängiger vom Welthandel als China oder der Euroraum, deren Exportquoten jeweils bei knapp 20 Prozent des BIP liegen.

Allerdings sind die USA gerade aufgrund ihres bisherigen Leistungsbilanzdefizits weiterhin auf internationale Kapitalzuflüsse angewiesen. Bisher ist das Defizit vor allem durch Bankkredite, Finanzanlagen und Direktinvestitionen finanziert worden. Sollte es zu einer weiteren Eskalation des Handelskonflikts kommen, dürften die Zuflüsse ins Stocken geraten, sei es aufgrund chinesischer Vergeltungsmaßnahmen oder konjunkturell bedingt, weil die europäische Wirtschaft schwächer wird.

Eine Zolleskalation könnte die Geldflüsse in die USA stören

Exportquoten international

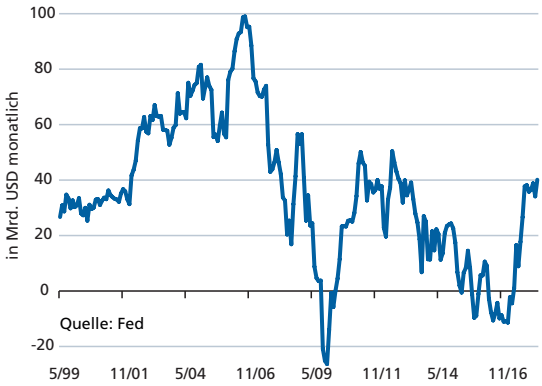


Dies ließ sich zum Beispiel in der Finanzkrise 2008 beobachten, als sich die monatlichen

China hält den größten Anteil an US-Staatsanleihen

Zuflüsse von ca. 70 Milliarden US-Dollar auf unter 20 Milliarden US-Dollar reduzierten, was die Rezession entsprechend verstärkte. Besonders brisant ist dies bezogen auf China. Das Land ist seit fünf Jahren der größte Finanzier der amerikanischen Finanzhaushalte. Sollten die US-Staatspapiere aufgrund eines weiteren Zinsanstiegs Kursverluste erleiden, könnte China mit einer Abwertungspolitik reagieren, um die Kursverluste über Währungsgewinne (in Yuan) auszugleichen.

US-Kapitalflüsse aus dem Ausland (TIC Flüsse, netto)



Handelskonflikt erhöht Reformdruck in China

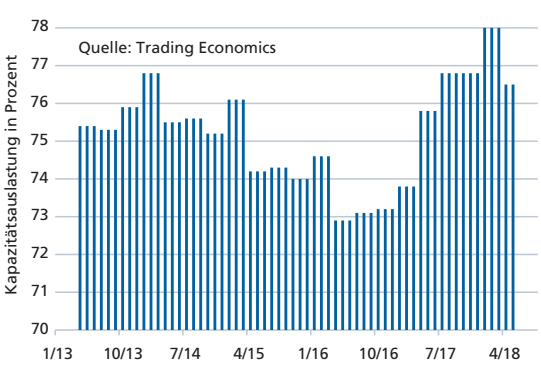
Vor diesem Hintergrund hat inzwischen auch die Fed Anfang Juli festgestellt, dass Unternehmen in verschiedenen Bezirken ihre Investitionspläne bereits überdenken. In ihrem Bericht weist sie ausdrücklich auf die Unsicherheit hin, die von den in Kraft getretenen Zöllen ausgeht. So berichten Unternehmen von höheren Kosten für Importprodukte, weswegen sie derzeit ihre Kapazitäten nicht ausbauen. Damit konterkarieren sie die von Trump propagierte Verlagerung von Arbeitsplätzen in die USA. Es würde für international tätige Unternehmen zwar attraktiver, den amerikanischen Markt mit eigenen Produktionsstätten zu bedienen (Onshoring). Gleichzeitig würden sie aber durch die Gegenmaßnahmen Chinas und der EU davon abgehalten, diese Märkte mit Produktionsstätten aus den USA heraus zu beliefern.

Sollte die US-Regierung mit ihrer Handelspolitik einen allgemeinen Zollabbau erreichen, würde dies dem globalen Wachstum zugute kommen und damit für die USA das oben genannte Szenario des Durchstartens unterstützen. Angesichts der preisdämpfenden Wirkungen technologischer Innovationen ist global gesehen von einer eher geringen Inflation auszugehen. Damit sollte die Konjunktur weiterhin von relativ niedrigen Zinsen profitieren können. Global betrachtet wäre dann von einer anhaltenden konjunkturellen Aufwärtstendenz mit allenfalls vorübergehenden Beruhigungsphasen auszugehen.

China – wie problematisch ist der Handelskrieg?

Mit einem Wachstum von 6,8 Prozent im ersten Halbjahr blieb die erwartete Abkühlung beim BIP aus. Die Rate war im Vergleich zu 2017 unverändert. Auch die monatlichen Daten für das Geschäftsklima, die Produktion und den Einzelhandel belegen eine unveränderte Konjunkturdynamik. Wesentliche Triebfeder des Wachstums ist der Außenhandel, der in den letzten beiden Quartalen 0,6 Prozent zum BIP-Wachstum beigetragen hatte, nachdem er ein Jahr zuvor noch im Minus war. Auch die private Investitionstätigkeit verzeichnete in diesem Jahr aufgrund zunehmender Kapazitätsauslastung wieder ein stärkeres Wachstum.

China – weiterhin Kapazitätsengpässe



Weniger eindeutig ist das Bild beim priva-

ten Verbrauch. Der Jahresauftakt war von einer hohen Dynamik geprägt, im zweiten Quartal verlor der Indikator jedoch deutlich an Fahrt.

In den letzten Jahren hat die Regierung eine restriktivere Geldpolitik umgesetzt, indem sie die Leitzinsen erhöht und den Kreditzugang unter anderem für Schattenbanken verschärft hat. Der allgemeinen Konjunkturentwicklung schadete diese Politik anscheinend nicht. Für einzelne Finanzkonglomerate waren die Wirkungen gravierender. Das zeigt das prominente Beispiel HNA, unter dessen Kontrolle auch Beteiligungen deutscher Banken und Industrieunternehmen liegen. Aufgrund erschwerter Refinanzierungsbedingungen steht HNA nun unter Druck, sich von solchen Beteiligungen wieder zu trennen. Allerdings mehren sich inzwischen die Anzeichen einer geldpolitischen Lockerung, nicht zuletzt als Reaktion auf den „Handelskrieg" mit möglicherweise positiven Folgen für die Investitionen.

Die Wirtschaftspolitik will mittels abgestimmter geld- und fiskalpolitischer Maßnahmen ein stetiges Wirtschaftswachstum von etwa 6,5 Prozent erreichen. Dieses Ziel ist nun wegen der Zollpolitik der US-Regierung gefährdet. Allein ein Fünftel der gesamten chinesischen Exporte gehen in die USA, sodass etwa vier Prozent des chinesischen BIP potenziell von den Strafzöllen der USA betroffen sind. Vor dem Hintergrund, dass der Handelsbilanzüberschuss gegenüber den USA im letzten Jahr allein bei 372 Milliarden US-Dollar lag, scheint China in einer schwachen Position im Handelsstreit zu sein. Die angekündigten Vergeltungsmaßnahmen auf US-Importe im Wert von 500 Milliarden US-Dollar sowie die Schwächung der Währung könnten für die chinesische Wirtschaft ein Bumerang sein. Zum einen sind chinesische Unternehmen aufgrund ihres technologischen Rückstands weiter auf Technologieimporte angewiesen, zum anderen belastet der Konflikt indirekt auch die Beziehungen zu anderen Handelspartnern (s. Gastbeitrag: Globalisierung à la Trump).

Für China gäbe es in diesem Zusammenhang zwei Lösungen: Die Regierung könnte mit einer expansiven Fiskalpolitik versuchen, die ausfallende Exportnachfrage zu ersetzen. Damit würde jedoch die Verschuldung deutlich steigen, ohne einen Effizienzgewinn für die Wirtschaft zu erzielen. Außerdem könnte sie die Öffnung des Landes für ausländisches Kapital forcieren. Dies würde aber auch eine Liberalisierung und Deregulierung nach innen erfordern und damit eine Rückkehr zur Reformpolitik. Hier zeigt sich ganz offensichtlich der Konflikt zwischen dem politischen Interesse am Machterhalt der Partei und dem wirtschaftlichen Interesse des Landes. Insofern könnte die aggressive Zollpolitik der USA letztlich in China eine Rückkehr zu Reformen bewirken.

Im Handelsstreit befindet sich China in der schwächeren Position

Fazit – Realwerte unverzichtbar

Angesichts der Reife des Konjunkturzyklus nehmen die Risiken für das Wirtschaftswachstum zu. Gleichzeitig spricht die moderate Entwicklung der Preise, abgesehen vom Rohöl, nur für begrenzte Zinserhöhungen, die über einen längeren Zeitraum verteilt werden. Insofern bleiben vor allem Anlagen in Realwerte, also Aktien und Rohstoffe, im Vergleich zu festverzinslichen Staatsanleihen attraktiv. Ein wesentlicher Risikofaktor für das insgesamt positive Anlageumfeld bleiben die von der US-Regierung verhängten Zollanhebungen ebenso wie die Reaktion der Handelspartner. Dies dürfte die Volatilität nicht nur vorübergehend erhöhen. Sollte es aber letztendlich zu einer Einigung auf weltweit niedrigere Zölle kommen, wäre dies ein neuer Wachstumsimpuls für die Weltwirtschaft und die Kapitalmärkte. ●

Aktien vor Anleihen

Zölle bestimmen die weitere Entwicklung

Journal- und Gastbeiträge

Müssen wir mit der nächsten Krise rechnen? 29

Welthandel à la Trump: Ende der Globalisierung oder Neuordnung durch Stärke? 34

Alter Wein in neuen Schläuchen? Der HELLERICH Emerging Market Fonds 39

Müssen wir mit der nächsten Krise rechnen?

Die Finanzkrise jährt sich zum zehnten Mal

„Warum hat es niemand kommen sehen?“, soll Queen Elizabeth II ihre Berater gefragt haben. So wie der Königin erging es vielen: Wie ein Naturereignis überrollte die Finanzkrise vor rund zehn Jahren die Welt. Mit der ausgelösten „Großen Rezession“ drohte sie gar eine Zeit lang die Ausmaße der im Jahr 1929 ebenso plötzlich ausgebrochenen Weltwirtschaftskrise zu übertreffen. Zehn Jahre danach fragen sich viele, ob diese Finanzkrise eigentlich vorbei ist oder ob eine noch größere Krise bevorsteht. Inwieweit sind diese Ängste berechtigt? Blicken wir zunächst zurück:

Von Dr. Stefan Klotz,
VIF-KlotzConsulting

Aus harmlosen Funken ...

Als um die Jahrtausendwende die Internet-Blase platzte, unterstützte die US-Notenbank Fed mit einer großzügigen Zinspolitik die darauf folgende Konjunkturerholung. Die außerordentlich niedrigen Zinsen beflügelten vor allem den Immobilienmarkt in den USA. Hierzu trug wesentlich eine Finanzinnovation bei: Verbriefungen fassten viele Einzelkredite zu handelbaren Wertpapieren zusammen. So verdienten Banken an Immobilienkrediten, ohne Risiken einzugehen, weil sie diese mit den Verbriefungsprodukten einfach weiter verkauften. Etliche Institute setzten mit Derivaten sogar auf einen Wertverfall dieser Produkte. Sie wetteten also gegen

ihre eigenen Kunden. Die Ratingagenturen unterstützten dieses Geschäftsgebaren, indem sie den Verbriefungsprodukten hervorragende Ratingnoten ausstellten und somit den Eindruck erweckten, dass diese sehr sicher seien.

Im Jahr 2005 entschloss sich die Fed, die Zinszügel wieder anzuziehen. Dies belastete ab Mitte 2006 die vom billigen Kurzfrist-Geld abhängigen Immobilienfinanzierungen so sehr, dass die Preise der US-Immobilien zu fallen begannen. Damit wurden Immobilienkredite notleidend, die Ausfälle häuften sich. Dies schlug allmählich auf die Verbriefungsprodukte durch. Doch selbst der Internationale Währungsfonds (IWF) und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) blieben gelassen. Erst als das Rating von Verbriefungspapieren höchster Bonität im Sommer 2007 in einem Schritt deutlich herabgestuft wurde, überschlugen sich die Ereignisse. Etablierte Institute wie die deutsche IKB mussten überraschend existenzbedrohende Schieflagen einräumen. Alle wollten nur noch aus diesem Markt heraus, es begann eine dramatische Abwärtsspirale. Im Nachhinein erstaunt, dass der DAX im Dezember 2007 nochmals sein damaliges Allzeithoch mit über 8.000 Punkten bestätigen konnte. Als im Frühling 2008 die Insolvenz der US-Investmentfirma Bear Stearns mit Hilfe der Fed durch eine Übernahme verhindert wurde, schien das Schlimmste überstanden – welch ein Irrtum!

... entstand ein globaler Flächenbrand

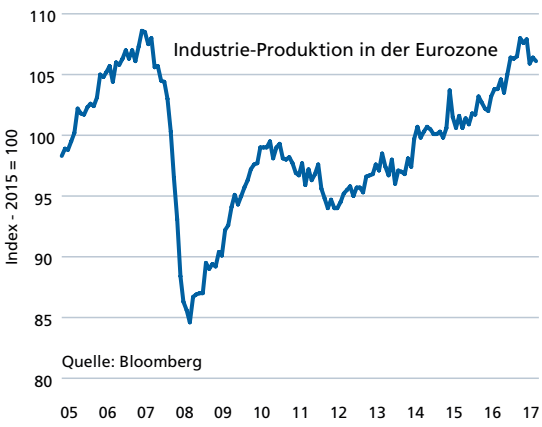
Im September brachen alle Dämme: Lehman Brothers war am Ende, man konnte sich auf keine Rettung einigen. Das Institut war so stark in das globale Finanzsystem eingebunden, dass Banken weltweit von der Pleite betroffen waren. Dies wissend, traute keine Bank mehr der anderen, der Geldmarkt brach völlig zusammen. In den folgenden Wochen überschlugen sich die Ereignisse. Nicht nur die Aktienmärkte kollabierten. Deutschland wurde von der Pleite der Hypo Real Estate erschüttert. Als sich deutsche Sparer ernsthaft Sorgen um die Sicherheit ihrer Guthaben bei Banken machten, sah sich die Bundesregierung gezwungen, eine Garantie für alle Bankeinlagen abzugeben. Andere Länder traf es noch härter; so hatte Spanien unter dem Platzen der eigenen Immobilienblase stark zu leiden. Doch nicht nur Finanzinstitute erwiesen sich als zu anfällig für Schuldenberge: General Motors war nur das bekannteste Krisenopfer der Industrie. Die Finanzkrise hatte die Realwirtschaft voll erwischt. Die Industrieproduktion brach in Europa um rund ein Fünftel ein.

Staaten und Notenbanken agierten als Feuerwehren.

Entsprechend massiv fielen die Gegenmaßnahmen aus: Es gab Vereinbarungen der G20-Staaten, von denen das Bekenntnis zu Freihandel und Solidarität unmittelbar am wichtigsten war. Allenthalben wurden riesige Konjunkturpakete aufgelegt und Banken gerettet. Am schnellsten reagierte die Geldpolitik: Alle Notenbanken setzten aufeinander abgestimmt Zinssenkungen und gigantische Liquiditätsspritzen ein.

Mit diesen Unmengen an „Löschschaum" bekam man das Krisenfeuer allmählich unter Kontrolle. Seitdem haben wir uns an eine etwas absurde Situation gewöhnt: Deutschland genießt einen lange währen-

Zehn verlorene Jahre im Euroraum



den Aufschwung, während man gleichzeitig das Gefühl hat, die Krise ende einfach nicht. In Europa trifft das in jedem Fall zu: Die hauptsächlich von Griechenland ausgelöste Euro-Krise war eine Spätfolge der Finanzkrise, und die Niedrig-, Null- und Negativzinspolitik der EZB lässt bei deutschen Sparern kein Gefühl von Normalität aufkommen. Fakt ist auch, die Industrieproduktion Europas hat das Niveau des Jahres 2007 noch nicht erreicht.

Der Politik darf man in diesem Fall keine Untätigkeit vorwerfen. Eine solche Krise sollte keinesfalls noch einmal entstehen, das war Konsens. Am schnellsten setzten die USA regulatorische Ideen für mehr Stabilität an den Finanzmärkten um: Im Juli 2010 unterzeichnete Präsident Obama mit dem Dodd-Frank Act ein ganzes Maßnahmenpaket: 1. Der Eigenhandel wurde weitgehend verboten. Dieser hatte es Banken ermöglicht, gegen die eigenen Produkte zu wetten, und sogar mehrfach milliardenschwere Schieflagen erzeugt. 2. Die Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung wurden erhöht, sodass nun im Vergleich doppelt soviel Eigenkapital vorgehalten werden muss. 3. Zwangsverwaltung und geordnete Abwicklung eines Instituts sind kein Tabu mehr. 4. Jährliche Stresstests sollen sicherstellen, dass mögliche Krisenursachen rechtzeitig erkannt werden. Weitere Gesetzesteile zielten vor allem auf bislang nicht regulierte Produkte wie Hedgefonds. Europa zog im Jahr 2014 mit der Umsetzung des unter „Basel III" bekannten Regelwerks nach. Die Schwerpunkte unterscheiden sich nicht wesentlich von Dodd-Frank. Im Zentrum stehen eine stärkere Eigenmittelausstattung und die Einführung von Bankenstresstests auf europäischer Ebene. Des Weiteren sind die Institute nun gezwungen, auch die Risiken ihrer Tochterunternehmen und Zweckgesellschaften mit Eigenkapital zu unterlegen.

Die Politik reagierte mit Regulierung, ...

Es herrschte weitgehend Konsens, dass die neuen Regeln in die richtige Richtung zielten. Vielen gingen sie jedoch nicht weit genug. Der etablierte Ökonom Martin Hellwig gab ihnen eine Stimme: „Wenn Sie nach einem Unfall bei Tempo 150 das Tempolimit für Chemikalientransporte auf 140 Stundenkilometer senken, ist das etwas sicherer, aber bei Weitem nicht sicher." Seiner Ansicht nach müssten Banken ein weitaus höheres Eigenkapital vorhalten, um halbwegs verlässlich vor krisenhaften Kreditausfällen geschützt zu sein.

Das zentrale Problem bleibt: Keine Bank geht alleine unter. Die internationale Vernetzung sorgt dafür, dass jede Insolvenz binnen kurzem globale Probleme auslösen kann. Anders als vor zehn Jahren ist dieser Umstand Politik und Finanzaufsicht rund um den Globus bewusst und in den Regu-

lierungsvorschriften berücksichtigt. Doch das Pendel schlägt zurück, und wieder sind die USA Vorreiter. Verantwortlich dafür ist US-Finanzminister Steven Mnuchin. Der Investmentbanker, der 17 Jahre bei Goldman Sachs gearbeitet hat, wurde von Donald Trump im Jahr 2016 in die Regierung geholt. Gleich an seinem ersten Amtstag erklärte er: Für ihn sei es oberste Priorität, zumindest Teile der aus seiner Sicht viel zu komplizierten Bankenregulierung wieder rückgängig zu machen. Das ist zwar nicht ohne weiteres umzusetzen, aber immerhin rund zwei Drittel der großen US-Banken dürften in Kürze von Stresstests und anderen Auflagen befreit werden.

... doch nun schlägt das Pendel zurück, ...

Angesichts der vielen denkbaren Auslöser eines erneuten Bebens an den Finanzmärkten ist diese Sorglosigkeit beunruhigend. Zu den größten Risiken gehören unverändert Derivate, also jene Finanzkonstruktionen, die auch vor zehn Jahren bereits eine unrühmliche Rolle spielten. Trotz eines Rückgangs in den vergangenen vier Jahren beträgt das ausstehende Volumen der – zu einem erheblichen Teil in unregulierten Märkten – gehandelten Derivate immer noch über 500 Billionen US-Dollar. Dies ist ungefähr das gleiche Volumen wie unmittelbar vor der Finanzkrise. Diese unvorstellbare Summe entspricht der globalen Wirtschaftsleistung von rund sieben Jahren. Allein schon aufgrund ihrer Komplexität und schieren Größe stellen diese Märkte nach wie vor ein unkalkulierbares Risiko für die weltweite Finanzstabilität dar.

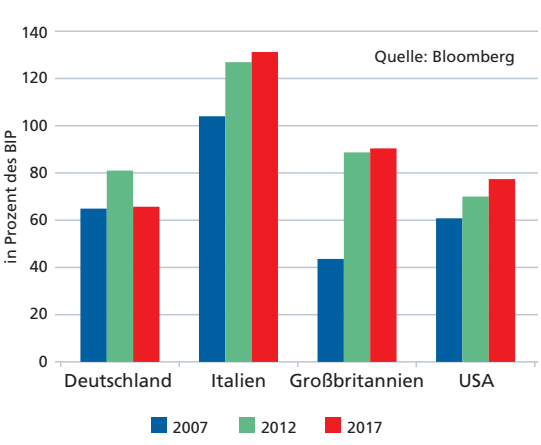
... obwohl sogar Deutschland Risiken birgt.

Doch es gibt auch neue Risikoquellen. Dazu zählt auch China als mittlerweile zweitgrößte Volkswirtschaft. Seine Bedeutung ist in den vergangenen zehn Jahren stark gestiegen, aber seine Unternehmen sind mit rund 170 Prozent der chinesischen Wirtschaftsleistung verschuldet. Noch nie konnte ein Land ohne Schwierigkeiten aus einer solchen Verschuldung herauswachsen. Unabhängige Beobachter schätzen sogar, dass mehr als ein Drittel der Verbindlichkeiten eigentlich notleidende Kredite seien. Praktisch alle dieser Kredite liegen bei chinesischen Banken, die sich nicht durch übertriebene Transparenz auszeichnen. Entsprechend schwierig gestaltet sich eine genaue Einstufung des Risikos. Klar ist: Eine Bankenkrise in China, mit einer schmerzhaften Rezession gepaart, dürfte weltweit spürbare Auswirkungen nach sich ziehen.

Ein anderer Gefahrenherd liegt direkt vor unserer Haustür: Die seit nun acht Jahren schwelende Eurokrise wurde zuletzt von mehreren Seiten wieder angeheizt. Gerade die neue Regierung in Rom trägt mit ihrer Strategie dazu bei. Sie vermengt die Flüchtlingspolitik, den hohen Schuldenstand des italienischen Staates und das Verhältnis zwischen Nationalstaat und der EU zu einem gefährlichen Cocktail. Der Euro ist ohne Italien schwer vorstellbar, und eine der gefährlichsten Sollbruchstellen des globalen Finanzsystems liegt jetzt am Tiber.

In Deutschland glaubte man, mit Blick auf Europa ein Hort der Stabilität zu sein. Doch dies stimmte schon vor zehn Jahren nicht. Deutsche Banken hatten als fleißige wie unbedarfte Käufer der Verbriefungsprodukte erheblich zur US-Immobilienkrise beigetragen. Und die Sichtweise als Hort

Nur in Deutschland liegt die Staatsverschuldung wieder auf Vorkrisenniveau



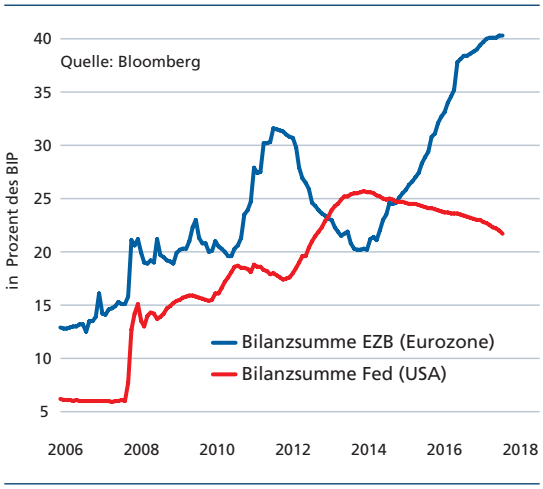
der Stabilität ist auch heute nicht korrekt. Nicht ohne Grund haben sich die Marktwerte der Deutschen Bank und der Commerzbank im europäischen Vergleich besonders schlecht entwickelt. Während die deutsche Wirtschaft seit fast einer Dekade boomt, verlieren die beiden wichtigsten Geschäftsbanken des Landes international an Boden. Nicht viel besser stehen die geschrumpften Landesbanken da. Man stelle sich vor: Ein weltweiter Handelskrieg trifft das exportorientierte Deutschland ins Mark. Wie wird es dann erst seinen Banken ergehen? Dabei muss man bedenken, dass die Deutsche Bank laut jüngster Auflistung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich immer noch zu den globalen „Top Fünf" der systemrelevanten Banken zählt.

Immerhin: Der deutsche Staat ist vergleichsweise solide aufgestellt. Einer krisenhaften Entwicklung bei einer deutschen Bank könnte er einiges entgegensetzen. Doch die andere Seite der Medaille ist: Vor zehn Jahren konnten sich die meisten Staaten noch spontan in immenser Höhe zusätzlich verschulden, um die Vertrauenskrise zu beenden und die Wirtschaft anzukurbeln. Es ist sehr fraglich, ob den Staaten dieses Vertrauen jetzt noch einmal geschenkt würde. Länder wie Frankreich, eine Säule des Euros, werden inzwischen als Wackelkandidaten gesehen. US-Staatsanleihen, lange Zeit das sichere Investment schlechthin, haben ihr Spitzenranking als ein über alle Zweifel erhabener Schuldner verloren.

Neben den Staaten haben besonders die Notenbanken in den vergangenen zehn Jahren entscheidend dazu beigetragen, die Folgen der Krise erträglich zu halten. Dafür haben sie nicht nur die Zinsen auf historische Tiefstände gesenkt, sondern auch massiv Anleihen aufgekauft. Allein die EZB hält inzwischen etwa ein Fünftel aller Anleihen der Staaten im Euroraum; viel mehr kann sie kaum noch kaufen. Wie könnte die EZB jetzt auf einen starken Schock reagieren? Bei einem bereits gewaltigen Anleihenbestand und Zinsen um die Nulllinie ist das nun deutlich schwieriger geworden.

Staaten und Notenbanken sind geschwächt.

Vor allem die EZB hat ihre Bilanz massiv ausgeweitet



Wie die BIZ bereits 2013 schrieb: Die Geldpolitik hat der Politik Zeit gekauft, aber die Zeit ist nicht genutzt worden. Fast nirgends wurden Staatsfinanzen saniert; auch die Spielregeln im Euroraum wurden nicht wetterfest gestaltet. Daran hat sich auch weitere fünf Jahre später kaum etwas geändert. Allerdings: Warnungen vor Krisengefahren, wie sie im Frühjahr vom Internationalen Währungsfonds geäußert wurden, gab es vor zehn Jahren nicht. Große Krisen aber brechen in einem Umfeld der Sorglosigkeit aus. Anleger werden daher mit einer Haltung der aufmerksamen Gelassenheit gut beraten sein. Unter strategischen Gesichtspunkten empfehlen sich in so einem Umfeld Sachwertanlagen. Insbesondere Titel mit Sachwertcharakter sind weiterhin eine gute Alternative zu vielen anderen Finanzanlagen.

Aufmerksame Gelassenheit empfiehlt sich.

Welthandel à la Trump: Ende der Globalisierung oder Neuordnung durch Stärke?

"America first does not mean America only." (Amerika zuerst bedeutet nicht Amerika allein.)

Von Dr. Michael Clauss, Dozent für Volkswirtschaftslehre und Wirtschaftspolitik

Die amerikanische Regierung hat die bisherige Doktrin des Freihandels verlassen, als sie, vor allem gegenüber China und der EU, Strafzölle verhängte. Seitdem rätseln internationale Anleger, ob die Zölle nur der Joker sind, um andere große Länder zu einem Zollabbau zu veranlassen, oder ob die Regierung eine langfristige Protektionismus-Strategie verfolgt.

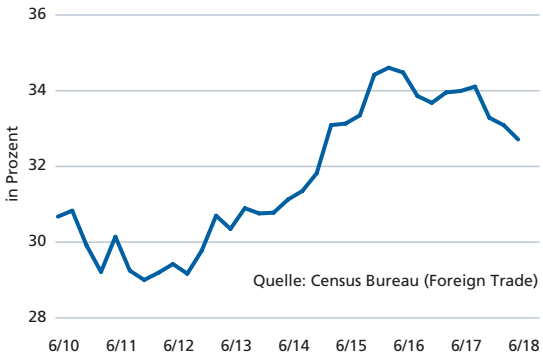
„Die USA handeln als globale Führungsmacht auch im Interesse ihrer westlichen Partner". So etwa ließ sich die internationale öffentliche Meinung und auch die Meinung der Anleger zusammenfassen, zumindest bis zum 20. Januar 2017, dem Amtsantritt Donald Trumps. Seitdem scheint dies nicht mehr zu gelten. Der Begriff „Partnerstaaten" hat in seiner amerikanischen Politik eine neue Bedeutung erhalten: „America first" bedeutet zwangsweise "Partner second". Dies hatte der Präsident bereits vor seiner Wahl 2016 durch seine Haltung zu Mexiko, zu China und auch zum Brexit deutlich gemacht. Nach seinem Amtsantritt ließ Trump seinen Worten Taten folgen. Prominente Beispiele hierfür sind der Austritt aus dem Pariser Klimaschutz-Abkommen, die Aufkündigung des Atom-Abkommens mit dem Iran und die Infragestellung des Freihandelsabkommens NAFTA.

Den Höhepunkt erreichte die Politik des „America first" mit der Verhängung von Schutzzöllen auf Einfuhren aus China, der EU und vielen Schwellenländern. Die Europäische Union und China haben inzwischen Vergeltungsmaßnahmen angekündigt oder in Kraft gesetzt. Das Ausmaß der bisherigen Maßnahmen scheint allerdings bislang begrenzt. So beträgt der Wert der betroffenen chinesischen Waren 50 Milliarden US-Dollar, also weniger als 0,5 Prozent der Wirtschaftsleistung Chinas. Wichtiger scheint jedoch die Signalwirkung: Ausgerechnet ein republikanischer Präsident unterstützt den freien Welthandel nicht mehr, der über Jahrzehnte ein Markenzeichen amerikanischer Außenpolitik war.

Anleger rätseln, was hinter der aggressiven Handelspolitik steckt. Nach offizieller Lesart, z.B. der Äußerungen des Außenministers, geht es der Regierung vor allem um den Abbau der Handelsbilanzdefizite in Höhe von jährlich ca. 600 Milliarden US-Dollar. Über 60 Prozent hiervon entfallen allein auf China. Mit Blick auf die wichtigere Leistungsbilanz, die auch den Dienstleistungsaustausch erfasst, erweist sich dieses Argument jedoch als wenig stichhaltig. Aufgrund ihrer Technologiefirmen (ebay, Paypal, Amazon, Google, Apple u.a.) erzielen die USA im Dienstleistungsverkehr einen zunehmenden Überschuss. Dieser gleicht das Handelsbilanzdefizit teilweise aus, so dass die Leistungsbilanz im letzten Jahr nur noch ein Defizit von 2,4 Prozent des BIP aufwies.

Handelsbilanz: Größtes Defizit mit China

USA: Dienstleistungsexporte im Verhältnis zu Warenexporten



Die überlegene Kursentwicklung der US-Aktien in den vergangenen Monaten im Vergleich zu chinesischen und europäischen Titeln deutet auch darauf hin, dass Großanleger die USA im gegenwärtigen Handelskonflikt in einer starken Position sehen. Dies allein spricht gegen die Einordnung als „reine Sprunghaftigkeit", die der Präsident immer wieder an den Tag legt.

Die US-Börsen spiegeln eine starke Position der USA

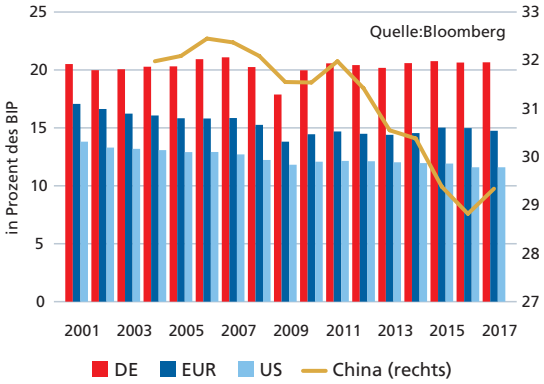
Sollte hinter den Maßnahmen aber eine gezielte Strategie stecken, kristallisieren sich derzeit unter Marktteilnehmern zwei mögliche Motive heraus. Zum einen könnte Trump die Zölle als Joker nutzen, um den Handelspartnern Zugeständnisse in Form eines allgemeinen Zollabbaus abzuringen; zum anderen könnte der Protektionismus den Handelspartnern Bedingungen aufzwingen, mit denen der Technologievor-

sprung der USA gesichert werden soll.

Für die Jokerstrategie spricht die Wirkung der Zölle: Zunächst scheinen die Zollerhöhungen widersinnig, belasten sie doch die Kostenseite und damit die Wettbewerbsfähigkeit amerikanischer Firmen. Das ist aber noch nicht das Ende der Wirkungskette: Denn ausländische Lieferanten der USA sehen sich nun einer sinkenden Nachfrage gegenüber und müssten ihre Marktanteile mit Preissenkungen verteidigen. Dies bedeutet letztlich eine Schmälerung ihrer Gewinnmargen. Andererseits würden die US-Unternehmen auf dem heimischen Markt wieder wettbewerbsfähig. So gesehen könnten die USA durchaus gewinnen, und zwar sowohl durch wechselseitige Zollerhöhungen als auch dann, wenn sie dadurch einen Zollabbau bei ihren Partnern erreichen.

Die USA könnten in beiden Fällen gewinnen

Industriequote nach Ländern



Spiegelbildlich verhält es sich mit den Vergeltungsmaßnahmen von chinesischer Seite. Diese betreffen vor allem Konsumprodukte wie Meeresfrüchte und Autos sowie Technologieprodukte und -dienstleistungen von Apple oder Google. So gesehen befinden sich die US-Technologiegiganten in China in einer ähnlichen Position wie die Auslandsunternehmen in den USA. Dies könnte jedoch für China ein zweischneidiges Schwert sein. Das vermuten selbst chinesische Ökonomen, da das Land für seine eigene Entwicklung derzeit noch auf den Technologietransfer angewiesen ist. Schon der beiderseitige Einbruch der Direktinvestitionen zwischen USA und China seit dem Jahr 2016 hat diesen Transfer aber ausgebremst.

China hätte Nachteile

Dass es den USA im Handelskonflikt gerade auch um das Thema Innovation und Technologietransfer geht, belegt der Vorwurf des Außenministers Pompeo: China habe wiederholt Praktiken angewandt, um geistiges Eigentum auf unfaire Art und Weise zu erhalten. Die besondere Bedeutung, die die US-Regierung dem Technologiebereich zumisst, zeigt auch die Kritik der US-Regierung an den Steuernachzahlungen für Apple in Irland.

Gerade im Technologiebereich könnte die andere Strategie „Protektionismus zur Erreichung ökonomischer Dominanz“ zum Tragen kommen. Eine Interpretation wäre, dass es der Regierung Trump darum geht, die Innovationsstärke der USA gegenüber den Handelspartnern auszuspielen. Überspitzt könnte man das auch so deuten, dass die Handelspartner vor allem als Rohstoff- und Datenlieferanten dienen sollen, um den eigenen Wohlstand zu steigern.

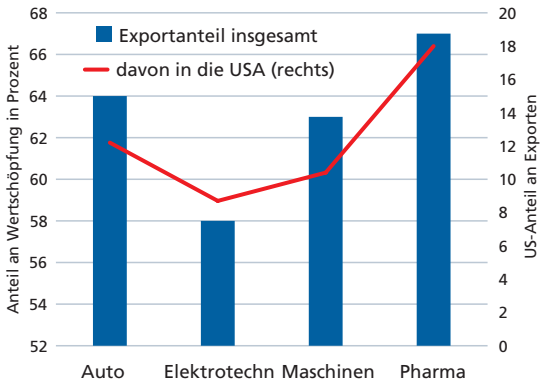
In diese Richtung weist auch die Tatsache, dass die US-Regierung internationale Handelsabkommen wie NAFTA und WTO in Frage stellt, da diese als Einengung des eigenen Handlungsspielraums gesehen werden. Stattdessen könnte es für die USA rein wirtschaftlich vorteilhaft sein, nur noch bilaterale Abkommen zu schließen. Nach dem Motto: „Teile und herrsche“ könnten die USA allein aufgrund ihrer Wirtschaftskraft den Verhandlungspartnern ihre Bedingungen leichter diktieren.

Das gilt ganz besonders für das Verhältnis zur Europäischen Union und deren Handelspolitik. Die Zuständigkeit der EU für

die Handelspolitik all ihrer Mitgliedsländer ist der US-Regierung offenbar ein Dorn im Auge. Hier steht die US-Politik in scharfem Gegensatz zu den wirtschaftlichen Interessen Deutschlands. Aufgrund der hohen Exportabhängigkeit und der Schlüsselindustrien wie dem Automobil- und Maschinenbau sind wir ganz besonders auf einen freien Welthandel und einen großen Binnenmarkt angewiesen. Dies wird von der US-Regierung offenbar bereits als Schwachstelle erkannt und genutzt.

Eine kürzlich erschienene Studie der Deutschen Bank zeigt, dass die Automobilindustrie allein aufgrund der hohen Bedeutung ihres US-Geschäfts besonders anfällig ist. So liegt der Exportanteil dieser Branche bei 64 Prozent. Jedes achte in Deutschland produzierte Fahrzeug wird in die USA exportiert!

Exportanteile nach Branchen



Quelle: Statistisches Bundesamt

Besonders problematisch erweisen sich die amerikanischen Maßnahmen für die Werke deutscher Automobilbauer in den USA selbst. Sowohl ihre Zulieferungen aus Europa als auch ihre Exporte aus den USA nach China sind von den Zollerhöhungen betroffen. Dies hat übrigens zur Gewinnwarnung von Daimler beigetragen.

Andere europäische Unternehmen wie der schwedische Küchengerätehersteller Electrolux haben ähnliche Probleme. Hierin zeigt sich der Kern des Handelskonflikts: Die bisherigen globalen Lieferketten, vor allem der Konsumgüterhersteller, erweisen sich auf einmal als nicht mehr optimal. Dies gilt natürlich auch für in den USA beheimatete Produzenten; aber für die Gesamtwirtschaft der USA dürfte dies aufgrund der untergeordneten Bedeutung der Industrie weniger ins Gewicht fallen als für Deutschland und China. Vor allem würden aber Konsumenten aus Europa und China von eventuellen Gegenmaßnahmen belastet, indem sich beliebte US-amerikanische Massenprodukte und Dienstleistungen von Amazon & Co. verteuern würden. Amerikanische Verbraucher würden allein aufgrund der Importstruktur eher mehr für europäische Luxusgüter zahlen.

Höhere Zölle würden Lieferketten aufbrechen und zur Verlagerung von Produktion führen

Wie geht es weiter? Hierzu lassen sich drei Szenarien skizzieren:

- Im für die Verbraucher günstigsten Szenario würden die Zölle weltweit auf das Niveau des Landes mit den niedrigsten Zöllen gesenkt. In der Folge müssten vor allem chinesische Firmen ihre Produktivität steigern, was entweder Entlassungen oder Lohnsenkungen nach sich ziehen würde. Auch europäische Hersteller könnten aufgrund ihrer Sozialkosten unter Druck geraten.

Allgemeine Zollsenkung

- Im für Europa ungünstigsten Szenario würden sich die USA mit China auf einen bilateralen Zollabbau einigen. Dies würde die gegenseitige Wettbewerbsposition beider Staaten auf Kosten von Drittländern wie der EU verbessern. Diese Situation würde die Verbraucher und die Industrie belasten, die Verbraucher wegen der Zölle, die Industrie wegen des Wettbewerbsnachteils auf beiden Märkten.

Bilaterale Abkommen USA + China

- Die zweitbeste Lösung für Europa wären bilaterale Handelsabkommen der EU mit Kanada (CETA), Japan oder China.

EU schließt eigene Abkommen

Chinaabkommen müssten sehr wahrscheinlich Zugeständnisse in Richtung Technologietransfer beinhalten. Demgegenüber würden reine Rohstofflieferanten und Länder mit niedrigem Entwicklungsstand durch bilaterale Abkommen letztlich auf ihrem aktuellen Stand gehalten.

Am realistischsten scheint derzeit das letzte Szenario mit einem verstärkten Trend zu bilateralen Zollsenkungen. Für Deutschland wären damit sowohl Chancen, als auch Herausforderungen verbunden.

Durch bilaterale Abkommen der EU könnte die Exportindustrie geschützt werden

Eine besondere Chance wäre ein verbesserter Zugang der wichtigsten deutschen Industriebranchen Automobil, Maschinenbau, Elektro und Automation zu den betreffenden Märkten. Damit würde auch die Strategie deutscher Firmen, ihre Wettbewerbsfähigkeit durch Spezialisierung und Auslandsverlagerung zu steigern, in Form nachhaltiger Gewinnperspektiven belohnt.

Die wichtigste Herausforderung auf wirtschaftlichem Gebiet wäre, die Forschungsstärke in Deutschland für eine schnellere Umsetzung in Innovationen und in der Digitalisierung zu nutzen. Denn in einer Welt der Machtpolitik ist die deutsche Wirtschaft mehr denn je darauf angewiesen, die Lücke zu den Technologieführern aus den USA zu schließen bzw. den Vorsprung im Bereich der Industrieautomation gegenüber Schwellenländern wie China zu halten.

Problematisch könnten die politischen Herausforderungen bilateraler Abkommen vor allem für die EU-Grenzländer und Deutschland sein. Eine solche Welt begünstigt letztlich die Stärkeren und beschwört neue politische Konflikte in den Verliererstaaten herauf, viele davon in europäischer Nachbarschaft.

Alter Wein in neuen Schläuchen? – Der HELLERICH Emerging Market Fonds

Von Nina Kordes, Senior Portfoliomanagerin, HELLERICH GmbH

Zum 1. Juli 2018 hat die HELLERICH GmbH das Management des Prince Street Emerging Markets Flexible EUR Fonds übernommen. Neben dem Namen ändert sich auch der Managementansatz. Der neue Fonds wird als reiner Aktienfonds verwaltet. Die neue Portfoliostruktur unterscheidet sich deutlich von der des alten Fonds. Wir haben uns als Vermögensverwalter bereits sehr früh mit den Schwellenländern befasst. Unser Unternehmensgründer erkannte bereits in den 1980er Jahren das Potenzial der Emerging Markets und pflegte immer gute Kontakte zu Experten dieser Märkte. Aus unserer Sicht sind die Schwellenländer eines der interessantesten Anlagethemen des 21sten Jahrhunderts – trotz der dort vorherrschenden spezifischen Besonderheiten und Schwankungen.

Im folgenden Beitrag erläutern wir, warum wir das so sehen, und stellen Ihnen die neue Strategie des HELLERICH Emerging Market Fonds vor.

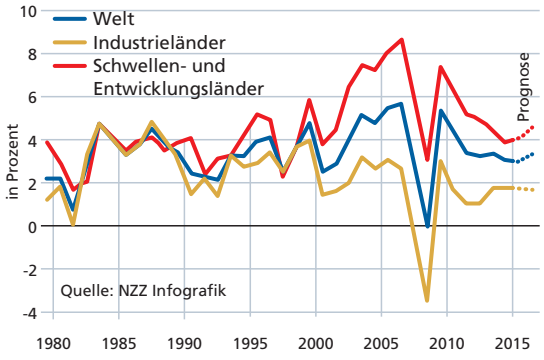
Schwellenländer sind der Wachstumsmotor der Welt

Schwellenländer zählen seit mehr als 35 Jahren zu den Volkswirtschaften mit den höchsten Zuwachsraten des Bruttoinlandsproduktes. Damit sind sie mittlerweile maßgeblich für das gesamte Weltwirtschaftswachstum. Die Prosperität der Bevölkerung nimmt zu und mit ihr wächst die Nachfrage nach Konsumgütern und Dienstleistungen.

China ist das positive Aushängeschild dieses wirtschaftlichen Erfolgs. Vor allem dort, aber auch in Südkorea und Taiwan, boomen Technologieunternehmen. Gegenüber

Neues Konzept – neues Portfolio

Reales Wachstum



Europa ist mittlerweile ein technologischer Vorsprung entstanden. Samsung Electronics, Taiwan Semiconductor, Alibaba und Tencent sind milliardenschwere Großkonzerne und dominante Marktteilnehmer. Sie haben sogar das Potenzial, die amerikanischen Technologiegiganten zu überholen. Daneben besitzen viele dieser Länder die Rohstoffe, die zum Bau von Infrastruktur, aber auch elektronischer Geräte notwendig sind. Die alte Welt der Schwellenländer bestand vor allem aus Energie- und Rohstoffunternehmen. Die russischen Energielieferanten Gazprom, Lukoil und Rosneft sowie die brasilianische Petrobras sind in dieser Anlageklasse nach wie vor prominent vertreten, doch haben sie an Gewicht und Bedeutung verloren.

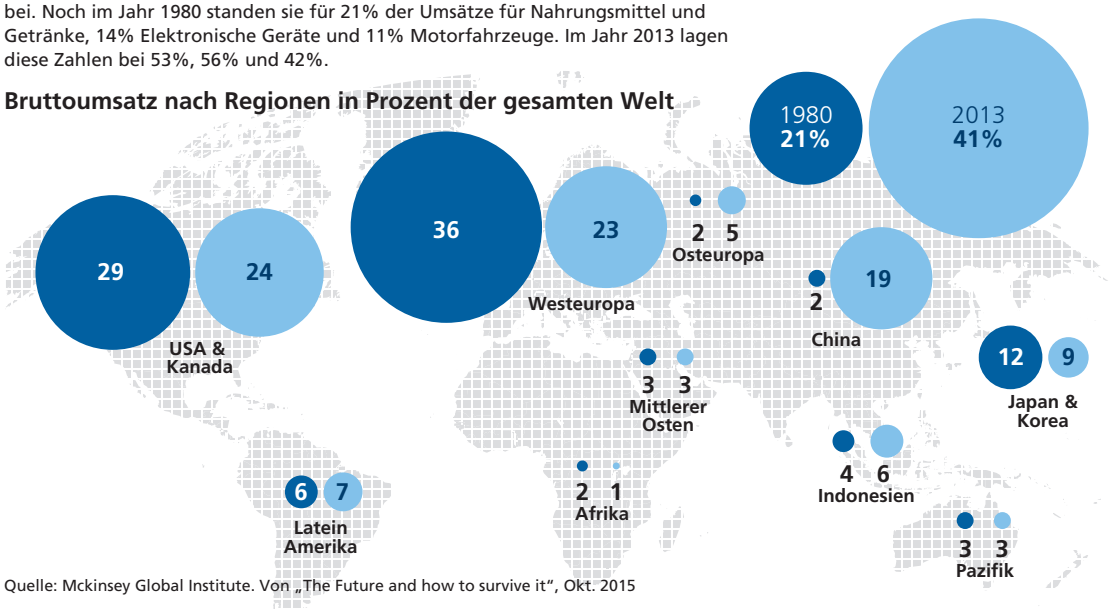
Es ist nicht alles Gold, was glänzt: Die politischen Risiken

Neben dem Erfolg bestehen politische Risiken, die in den Schwellenländern besonders ausgeprägt sind. Die fehlende Rechtssicherheit für Investitionen wird ebenso diskutiert wie die Achtung der Menschenrechte. Im Korruptionswahrnehmungsindex von Transparency International stehen viele Emerging und Frontier Markets auf den hinteren Rängen. Das besondere Augenmerk hinsichtlich länderspezifischer Risiken gilt den Währungen, die das jeweilige Länderrisiko spiegeln. Dies hat jüngst sehr deutlich die Entwicklung der türkischen Lira nach der Äußerung des Präsidenten zur Zentralbankpolitik gezeigt. Die Währung geriet unter Druck, als die Investoren fürchteten, die Politik werde sich in den Kurs der unabhängigen Notenbank einmischen. Der Abzug von Kapital war ein Warnsignal der internationalen Marktteilnehmer. Solche Unwägbarkeiten müssen immer kalkuliert werden und fließen in die Anlageentschei-

A Shifting Center of Gravity (Veränderung der Schwergewichte)

Schwellenländer tragen mittlerweile in hohem Maße zu Unternehmensumsätzen bei. Noch im Jahr 1980 standen sie für 21% der Umsätze für Nahrungsmittel und Getränke, 14% Elektronische Geräte und 11% Motorfahrzeuge. Im Jahr 2013 lagen diese Zahlen bei 53%, 56% und 42%.

Bruttoumsatz nach Regionen in Prozent der gesamten Welt



Quelle: Mckinsey Global Institute. Von „The Future and how to survive it", Okt. 2015

Schwellenländer auf dem Vormarsch

dungen ein.

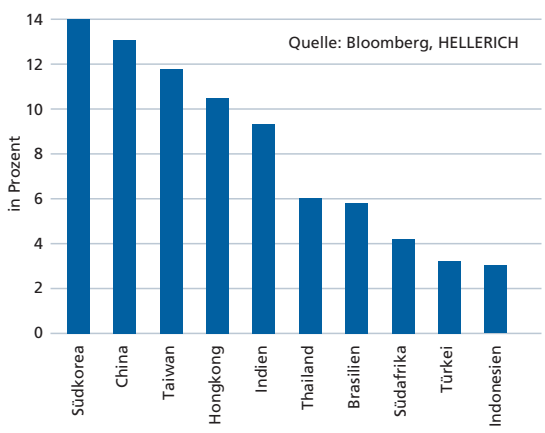
Über diese Länder sprechen wir: Das relevante Anlageuniversum

Sieben Länder stellen rund zwei Drittel des Anlageuniversums. Die meisten Unternehmen stammen aus China mit Hongkong und Taiwan, gefolgt von Südkorea, Indien, Thailand und Brasilien. Insgesamt setzt sich also ein Schwellenländer-Portfolio zu einem großen Teil aus asiatischen Ländern zusammen. Zu den weiteren Ländern zählen beispielsweise Südafrika, Indonesien, Türkei und Mexiko. In den anderen, vergleichsweise unterentwickelten Märkten sind es oft staatliche Unternehmen oder Banken, die an den dortigen Börsen liquide gehandelt werden. Die hier dargestellte prozentuale Aufteilung, die rein nach Anzahl der Titel berechnet wurde, unterscheidet sich deutlich von der Benchmark. Da diese mit der Marktkapitalisierung der Aktien gewichtet wird, und größere Unternehmen ein höheres Gewicht einnehmen, steht bei der Aktienbenchmark für Emerging Markets die Informationstechnologie an erster Stelle.

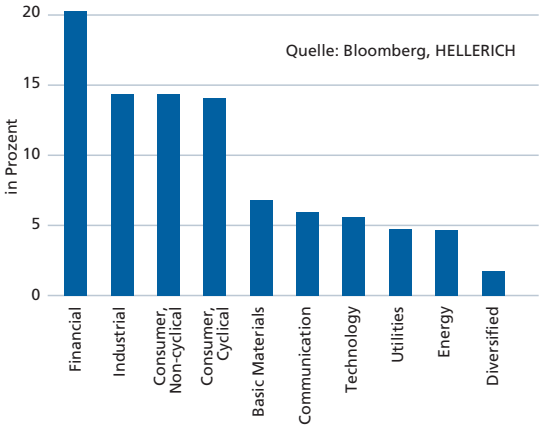
HELLERICH Emerging Markets: Management aus Sicht eines Euro-Anlegers

Der HELLERICH Emerging Markets zeichnet sich durch sein aktives Management und die Perspektive aus. Er wird aus Sicht eines

Top 10 Länder des Anlageuniversums (ex A-Shares)



Sektoren des Anlageuniversums (ex A-Shares)



Euro-Anlegers verwaltet. Auch das Risikomanagement spielt eine wichtige Rolle. Mit einer Anlagestrategie, die auf unterschiedlichen Investmentstilen basiert, sowie einer breit gestreuten Zusammensetzung der Unternehmen entsteht ein Portfolio, das in unterschiedlichen Marktphasen ein attraktives Rendite-Risiko-Profil aufweisen soll.

Für Euro-Anleger konzipiert

Was bedeutet in diesem Zusammenhang aus Sicht eines Euro-Anlegers? Viele internationale Häuser mit guten Emerging-Markets-Spezialisten richten das Management meist an der Benchmark aus, die zunächst einmal in US-Dollar gerechnet wird. Eine währungsgesicherte Anteilklasse sichert dann meist nur das Verhältnis zwischen Euro und US-Dollar ab. Es ist also ein Unterschied, ob die Fremdwährungen (z.B. Hongkong-Dollar, Südkoreanischer Won, Brasilianischer Real) tatsächlich abgesichert werden oder eine Dollarabsicherung „übergestülpt" wird. Ungeachtet dessen bedeutet eine Anlage in dieser Anlagekategorie generell ein Währungsrisiko.

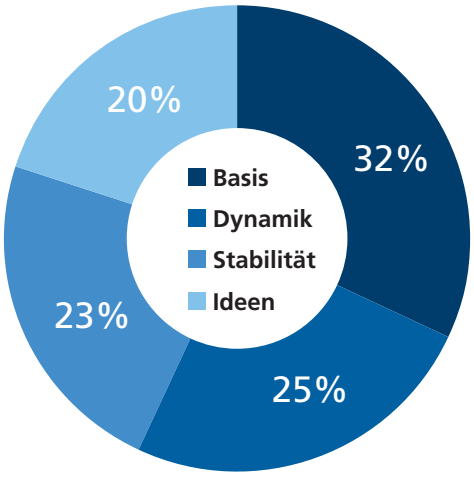
Im Gegensatz zu einer passiven Schwellenländer-Anlage weicht der HELLERICH Emerging Markets deutlicher von der Benchmark ab. Zwar werden auch hier die großen, bekannten Namen im Portfolio zu finden sein, darüber hinaus werden viele hierzulande unbekannte Unternehmen ausgewählt.

Im Rahmen des Risikomanagements sollen die Schwankungen auf ein geringeres Maß reduziert werden. Zum Einsatz kommen neben einer klassischen Liquiditätshaltung auch Absicherungsinstrumente auf Länderindizes (Indexfutures) sowie auf Währungen (Devisentermingeschäfte).

Kombination von Investmentstilen

Die Anlagestrategie: Verteilung auf vier Bausteine

Die Anlagestrategie beruht auf der Idee, mehrere Investmentstile zu kombinieren. Damit soll das Risiko eines bestimmten Anlagestils diversifiziert werden, um in unterschiedlichen Marktphasen eine möglichst überdurchschnittliche Wertentwicklung zu erzielen. Die verschiedenen Bausteine werden in Basis, Dynamik, Stabilität und Ideen unterteilt.



Prozentsätze können variieren Quelle: HELLERICH

Es werden jeweils unterschiedliche Schwerpunkte bei der Auswahlmethodik und Kennziffernanalyse verfolgt. Für den Baustein Basis wird vornehmlich innerhalb der größten Unternehmen ausgewählt, um einen Teil des Portfolios an die Entwicklung der Benchmark anzulehnen. Der Baustein Dynamik setzt auf wachstumsstarke Unternehmen, denen teils auch höhere Bewertungen zugestanden werden. Der Baustein Stabilität soll, wie der Name schon sagt, eher geringe Volatilität aufweisen. Es werden möglichst solide Unternehmen für diesen Baustein gewählt. Im Ideen-Baustein sind hauptsächlich Finanzwerte, Immobilienaktien und Holdinggesellschaften zu finden oder auch Liquidität als Puffer für volatile Marktphasen.

Risikomanagement: Einsatz von Absicherungsinstrumenten

Wenn es Chancen gibt, gibt es auch Risiken. Die Risiken dieser Anlageklasse sollten nach wie vor nicht unterschätzt werden. Es muss mit überdurchschnittlichen Schwankungen gerechnet werden. Dennoch wird das Fondsmanagement überaus umsichtig mit den Risiken umgehen und zahlreiche Absicherungsinstrumente aktiv nutzen.

Unser Fokus: Interessante Unternehmen und Geschäftsmodelle

Unternehmen wie Alibaba, Tencent, Samsung, Petrobras und Taiwan Semiconductor sind bekannt und im Emerging Markets Index hoch gewichtet. Für den HELLERICH Emerging Markets werden jedoch auch Unternehmen wie die chinesische Restaurantkette XiabuXiabu oder das brasilianische Agrarunternehmen SLC Agricola ausgewählt. In einem Anlageuniversum von mehr als 1.500 Unternehmen ist die Anzahl der Möglichkeiten groß.

Fazit:

Der HELLERICH Emerging Markets ist eher ein „Neuer Wein in alten Schläuchen", da das bisherige Fondsvehikel für eine neue Strategie verwendet wird. Nach wie vor ist diese Anlageklasse in den meisten Anlegerportfolios unterrepräsentiert. Zu Unrecht, wie wir meinen. Die globale Weltordnung ist im Umbruch, da sollten Anleger durchaus über den Tellerrand sehen und ihre globale Vermögensanlage mit einem Investment in die Emerging Markets ergänzen.

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 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. Anbieterin der Fondsanteile ist die jeweilige Verwaltungsgesellschaft. 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.

2018

www.hellerich.de