

**2018
2019**

Jahresbericht



HELLERICH



HELLERICH

Jahresbericht 2018/2019

Auszeichnungen:

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



Schlagzeilen 2018

Januar



24.01.2018

DAX visiert nächstes Allzeithoch an

06.02.2018 / Flash Crash an der Wall Street

manager magazin

Februar

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

März

09.03.2018 / Kryptoanlagen unter Druck *Frankfurter Allgemeine*

Bitcoin im freien Fall

Süddeutsche Zeitung

06.04.2018 / Welthandel

April

Handelskrieg zwischen USA und China bedroht deutsche Firmen

Mai

08.05.2018 / Iran

ZEITUNG ONLINE

Donald Trump kündigt Ausstieg aus Atomabkommen an



12.06.2016 / Gipfel-Abschluss in Singapur

Juni

Kim und Trump wollen ein atomwaffenfreies Korea

Juli

DER TAGESSPIEGEL 20.07.2018 / Handelsstreit droht zu eskalieren

Donald Trump droht mit Strafzöllen auf alle chinesischen Importe

Demonstration in Chemnitz / 28. August 2018

Süddeutsche Zeitung

August

600 Polizisten gegen 5000 Rechtsextreme

September

Handelsblatt

05.09.2018 / DEUTSCHE BÖRSE

Commerzbank fliegt aus dem DAX, Wirecard steigt auf

29.10.2018 / Nach Hessen-Wahl



Oktober

Merkel verzichtet auf CDU-Vorsitz

November

Zu hohe Ausgaben / 21.11.2016

SPIEGEL ONLINE

EU-Kommission für Defizitverfahren gegen Italien

Der letzte Sieg von Merkel / 07.12.2018



Dezember

AKK zieht mit „Mut“ an die Parteispitze

27.12.2018 / Börse

finanzen.net

DAX stürzt auf Zweijahrestief



Inhalt

Rückblick / Konjunktur

Rückblick auf die Märkte	6
Rückblick auf unsere Anlagestrategien	12
Konjunkturentwicklung	20

Aktuelle Themen

Großbritannien verlässt die Europäische Union	32
Der neue EZB-Präsident: Taube oder Falke	35

Branchen

Banken im Umbruch	38
Deutsche Autoindustrie	42

Anlagethemen

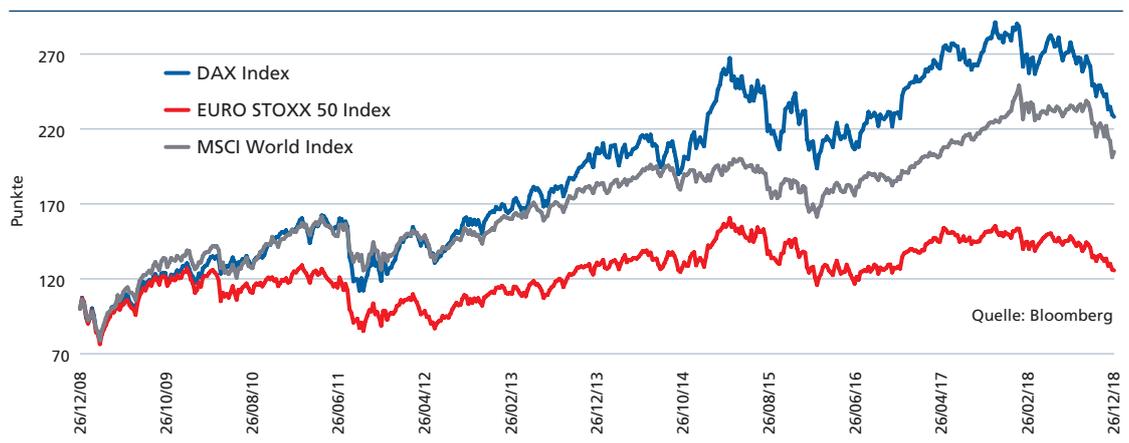
Anleger, ärgere Dich nicht!	46
Nachhaltig anlegen hat Zukunft	52

Rückblick auf die Märkte

Zehn Jahre Aufschwung – und nun?

Schwungvoll starteten die meisten wichtigen Aktienmärkte in das Jahr 2018. Sie profitierten noch von der guten Entwicklung im dritten Quartal 2017. Diese trug jedoch nur bis Ende Januar. Nach den ersten vier Wochen hatten viele Börsen die Jahreshöchststände erreicht. Beim deutschen Aktienindex DAX entsprach dieser Höchststand knapp 13.600 Punkten. Lediglich amerikanische und japanische Börsen konnten im vierten Quartal noch einmal höhere Stände erreichen. An den meisten Aktienmärkten ging es bereits in der ersten Februarhälfte teilweise rapide abwärts. Innerhalb von zehn Börsentagen sanken die Kurse um zehn und mehr Prozent, während die Wirtschaftsleistung weiter zulegte.

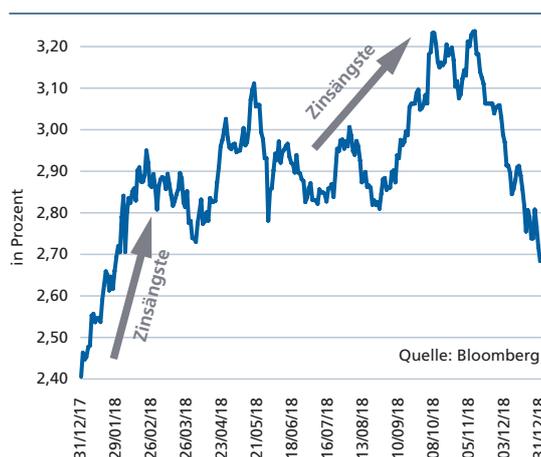
Zehn Jahre Aufschwung an den Aktienmärkten



Die starke Konjunktur ließ die Löhne in den USA steigen (drei Prozent im Januar). Das löste Zinsängste aus und führte schließlich zu dieser Kehrtwende an den Märkten. Der Zinsanstieg betraf auch die zehnjährigen

Anleihen, die ebenfalls Verluste verbuchten. Schwellenländerinvestments litten besonders unter der Entwicklung, da höhere Zinsen und schwächere Landeswährungen deren Finanzierungen verteuerten.

Zinsen 10-jährige US-Staatsanleihen

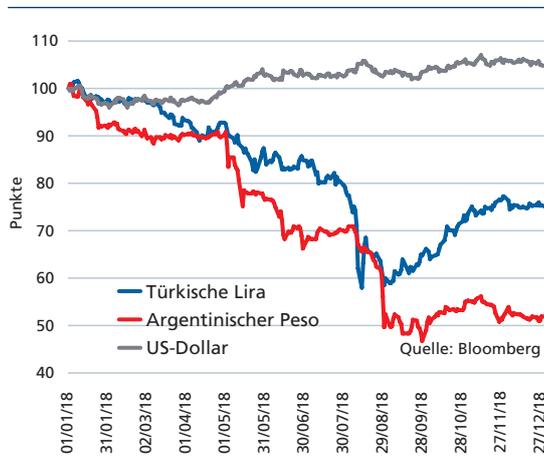


Zinsängste führten zum ersten Einbruch im Jahr

Deutlich „unter die Räder“ gerieten die argentinische und die türkische Währung. Beide Länder leiden unter einer sehr hohen Inflation. In der Türkei stieg die Inflationsrate im Jahresverlauf auf über 25 Prozent, in Argentinien sogar auf mehr als 45 Prozent! Argentinien hat mittlerweile Hilfe des Internationalen Währungsfonds (IWF) angenommen, um einen finanziellen Engpass zu vermeiden. Die Türkei steht wirtschaftlich zwar deutlich besser da, aber die Politik des autoritär regierenden Präsidenten Erdogan schreckt ausländische Anleger zunehmend ab. Den bisherigen



Währungen im Vergleich

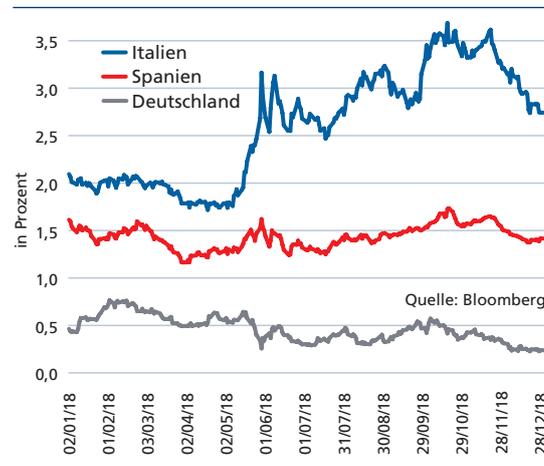


Jahrestiefstand erreichte die Lira während der Auseinandersetzung um den inhaftierten amerikanischen Pastor Andrew Brunson. Er soll Verbindungen zum Prediger Fethullah Gülen haben, der als Drahtzieher des Putschversuchs im Juli 2016 beschuldigt wird. Beide Länder verhängten gegenseitig Sanktionen, aufgrund derer die Lira um weitere 20 Prozent einbrach. Den Jahrestiefstand erreichte die Währung am 13. August 2018 mit einem Minus von 45 Prozent seit dem Jahresbeginn.

Neben dem Zinsanstieg in den USA belastete die europäischen Finanzmärkte das Programm der neuen italienischen Regierung. Es sieht für die Umsetzung der Wahlversprechen, entgegen der Zusagen der „alten“ Regierung, einen deutlichen Anstieg der Neuverschuldung vor. Dies führte dazu, dass italienische Anleihen von Anlegern massiv verkauft wurden. Die Kursabschläge bei zehnjährigen italienischen Staatsanleihen erreichten bis Ende Mai über elf Prozent. Die Rendite stieg hierbei von 1,75 auf 3,13 Prozent. Während Anleihen weiterer südeuropäischer Länder ebenfalls deutlich nachgaben, konnten deutsche Staatsanleihen als „safe haven“ profitieren. Sie gewannen in dieser Phase knapp drei Prozent.

Die von Donald Trump initiierte Eskalati-

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen im Euroraum



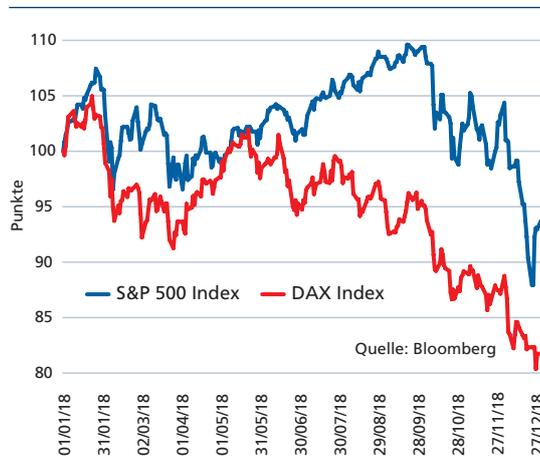
on im Handelskonflikt führte ab Mitte des Jahres bei den wichtigen Handelspartnern, insbesondere Deutschland und China, erneut zu Kursverlusten. Als der amerikanische Präsident auch noch vorzeitig vom G7-Treffen abreiste und erneut mit Zöllen auf Autoimporte drohte, war das nicht nur für Autotitel in Europa und Asien der Beginn einer neuen Abwärtswelle.

Sehr positive amerikanische Unternehmensergebnisse im zweiten Quartal (+24 %) sorgten später nochmals für eine Gegenbewegung, die in Europa jedoch schnell endete. Für amerikanische Börsen war dies hingegen der Auftakt zu neuen Höchstständen. Die bisherigen Allzeithochs wurden an der Nasdaq Ende August und beim Dow Jones Anfang Oktober 2018 erreicht. Während dieser Phase entkoppelten sich die europäischen und chinesischen Aktienmärkte völlig von den amerikanischen Märkten. Während der Dow Jones Index um knapp elf Prozent zulegte, verlor der DAX mehr als fünf Prozent seines Wertes. So entstand ein Performancevorteil von mehr als 15 Prozent für amerikanische Aktien (ohne Währungsveränderung). Europäische Anleger, die üblicherweise einen „home bias“ haben, eine Übergewichtung heimischer Titel, hatten das Nachsehen. Zwischenzeitlich stieg der Brent-Ölpreis auf über 86 US-Dollar und führte in der Euro-

Die Aktien in den USA erreichten im Herbst ihre Höchststände

Beim Handelsstreit sitzen die Amerikaner am längeren Hebel

Divergenz amerikanische vs. deutsche Aktien



zone zu einem Überschreiten des Inflationsziels von zwei Prozent.

Unterdessen mehrten sich negative Konjunkturdaten. Das exportabhängige Deutschland hat seit Februar 2018 tendenziell rückläufige Auftragseingänge im Jahresvergleich zu verzeichnen. Seit Juni sind die Zahlen negativ und erreichten im September mit minus 2,7 Prozent zudem einen sehr schlechten Wert. Ein Jahr zuvor waren es noch plus acht Prozent. Aber auch globale Frühindikatoren, wie die Einkaufsmanagerindizes schwächten sich ab. Diese Indikatoren weisen auf ein rückläufiges Wachstum hin. Eine kommende Rezession wird aber nicht angezeigt, da alle relevanten Indikatoren noch über der Wachstumsschwelle liegen. Die amerikanischen Einkaufsmanagerindizes unterstreichen immer noch den andauernden Boom. Somit ist es nicht verwunderlich, dass sich die amerikanischen Börsen zwischenzeitlich deutlich absetzen konnten. Da die Amerikaner hinsichtlich des Zollstreits am längeren Hebel sitzen als alle anderen, konnte auch dieses Thema den amerikanischen Aktien bis dato wenig anhaben.

Europa hat nicht nur mit einer deutlich schwächeren Konjunktur und niedrigeren Unternehmensgewinnen zu kämpfen, sondern auch mit hausgemachten Proble-

men. Die Themen Brexit, Zollkonflikt, Verschuldung und Haushaltskonflikt mit Italien beeinflussen die Entwicklung auf dem Kontinent erheblich. Für italienische Staatsanleihen wurde bereits der Ratingausblick von der Ratingagentur Standard & Poor's auf BBB negativ herabgestuft. Daneben steht das Problem der „Non-Performing-Loans“ bei den Banken auf der Agenda. Dies sind Kredite und Anleihen, für die Schuldner keine Zinsen und Tilgung leisten können.

Deutschland wäre insbesondere von Importzöllen auf Automobile stark betroffen. Diese träfen zum einen die Exporte in die USA, aber auch wegen der Gegenzölle die Exporte aus den USA (z. B. nach China). Im Herbst gab die deutsche Autoindustrie gleich mehrere Gewinnwarnungen heraus. Für das dritte Quartal meldete der Branchenverband VDA, dass die deutsche Automobilindustrie ein Viertel weniger Fahrzeuge produziert hatte als im Vorjahreszeitraum.

Bei dieser Gemengelage überraschte es nicht, dass nach anderen Institutionen auch die Europäische Zentralbank (EZB) die Wachstumsprognose für das Jahr 2018 reduziert hat. Nichtsdestotrotz hält sie an ihrem Plan fest, die Anleihenkäufe im Januar 2019 einzustellen.

Der obere Wendepunkt für amerikanische Aktien kam schließlich Anfang Oktober. Nach der dritten US-Leitzinserhöhung im Jahr 2018 stiegen die zehnjährigen US-Zinsen auf 3,23 Prozent an. Sowohl Anleihen als auch Aktien wurden von Zinsängsten getroffen. Kurz zuvor hatte die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich vor Crashgefahren an den Aktienmärkten gewarnt. Der Internationale Währungsfonds (IWF) senkte zudem die globale Wachstumsprognose von 3,9 auf 3,7 Prozent für 2018 und 2019. Damit summierten sich die negativen Nachrichten im Oktober.

Seit Februar gehen die Auftragseingänge in Deutschland zurück



Zunehmend wurden wieder Risiken diskutiert, die zwar lange bekannt waren, aber nicht im Vordergrund gestanden hatten. Die amerikanische Notenbank Fed wies darauf hin, dass immer mehr „leveraged loans“ begeben werden. Das sind Kredite von Unternehmen, die einen schlechten Investmentstatus mit einem Rating unter BBB haben. Seit 2004 hat sich das Volumen dieser Anleihen mehr als versechsfacht! Generell hat die Verschuldung amerikanischer Unternehmen (außerhalb der Finanzindustrie) die Rekordmarke von 6,3 Billionen US-Dollar erreicht. Im Jahr 2012 lag der Wert noch bei 3,6 Billionen US-Dollar. Die über lange Zeit rekordverdächtig niedrigen Zinsen (billiges Geld) führten zu dieser Entwicklung. Zu diesen Minimalzinsen konnten sich auch Unternehmen Kredite leisten, für die das bei einem „normalen“ Zinsniveau zu teuer gewesen wäre. „Zombie-Unternehmen“ werden diese Firmen genannt, da sie nur überleben können, weil Geld fast nichts kostet.

In Europa lehnte die EU-Kommission den italienischen Haushaltsentwurf aufgrund der hohen Neuverschuldung ab. Die Zinsen der italienischen zehnjährigen Staatsanleihen stiegen daraufhin auf knapp 3,7 Pro-

zent und die Kurse der Anleihen verloren deutlich.

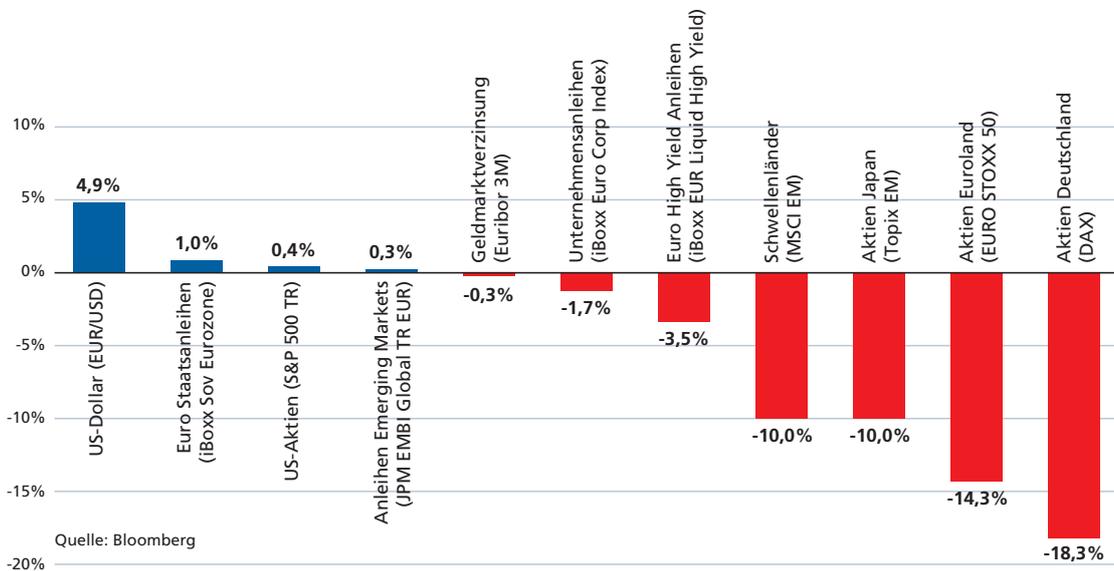
Der Oktober wurde schließlich wieder einmal seinem Ruf als schlechter Börsenmonat gerecht. Die amerikanischen und europäischen Aktienbörsen verloren jeweils über zehn Prozent, wobei die asiatischen Börsen noch stärker einbrachen.

Die auffallendste Bewegung im letzten Quartal 2018 verzeichnete jedoch der Ölmarkt. Der zuvor starke Preisanstieg auf mehr als 87 US-Dollar je Fass kehrte sich im Gleichlauf mit den Aktienmärkten um. Der einsetzende Preisverfall ließ die Notierungen in kurzer Zeit fast ohne Unterbrechung um ein Drittel fallen. Nachdem Donald Trump beim Ölembargo für den Iran Ausnahmen erlaubte, war plötzlich von einem Überangebot die Rede. Saudi-Arabien hatte die entstandene (Iran-)Lücke gefüllt und die Förderung dann nicht wieder reduziert. Gleichzeitig lag die US-Förderung auf dem höchsten Stand. Erstmals seit über 70 Jahren exportieren die USA mehr als sie importieren. Die OPEC und Russland beschlossen zwischenzeitlich, die Förderung ab 2019 wieder zu kürzen.

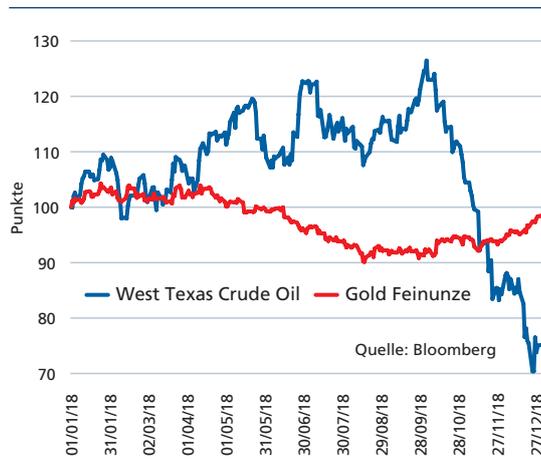
Amerikanische und europäische Börsen verlieren im Oktober über 10% an Wert

Der Ölpreis fällt um ein Drittel

Wertveränderung verschiedener Anlageklassen 2018 in EUR (01.01.2018 bis 31.12.2018)



Entwicklung Gold- und Ölpreis 2018



Obwohl die Berichtssaison im dritten Quartal relativ gut verlief, waren an den Aktienmärkten nur temporäre Erholungen zu verzeichnen. Unternehmen mit schlechten Nachrichten wurden teilweise deutlich abgestraft. In Europa überraschten relativ schlechte Wachstumszahlen die Marktteilnehmer. So hatte das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) ein Minus von 0,2 Prozent im Vergleich zum Vorquartal zu verzeichnen. Das war der erste Rückgang seit 13 Quartalen (mehr dazu im Konjunkturteil). Auf globaler Ebene stiegen die Creditspreads wieder an. Sie beziffern den Zinsunterschied zwischen den (risikoarmen) Staatsanleihen und Unternehmens-

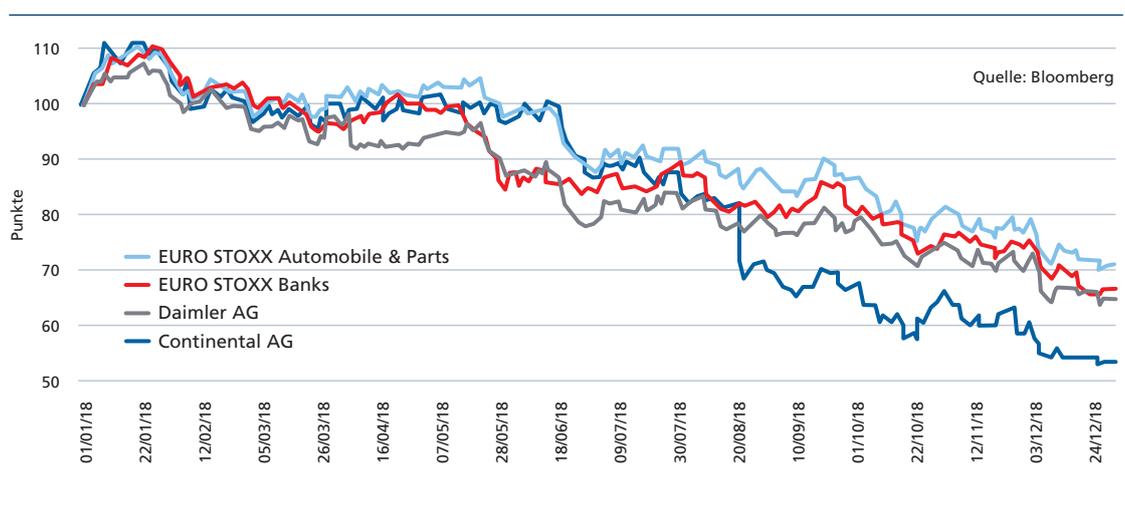
anleihen. Insbesondere hochverzinsliche Anleihen (schlechtere Bonität) mussten Aufschläge und damit Kursverluste hinnehmen.

Auch nach der Einigung der Europäischen Union mit Großbritannien auf einen Brexit-Vertrag bleibt die weitere Entwicklung ungewiss. Die geplante Abstimmung im britischen Parlament wurde von der Premierministerin Theresa May verschoben, da sich im ersten Anlauf keine Mehrheit abzeichnete. Ende November hatte die Bank of England für einen ungeordneten Brexit ein sehr düsteres Szenario gezeichnet: So könnten das Bruttoinlandsprodukt 2019 um acht Prozent einbrechen, die Hauspreise etwa 33 Prozent verlieren und die Arbeitslosigkeit könnte sich auf 7,5 Prozent beinahe verdoppeln.

Hinsichtlich des Zollstreits zwischen den USA und China erklärte Präsident Trump im Dezember nach dem G20-Gipfel in Argentinien, dass man einen großen Schritt gemacht habe: China würde die Autozölle senken und den USA entgegenkommen. Die Aktien deutscher Automobilhersteller lagen danach zwischen fünf und sieben Prozent im Plus, allerdings nur für einen Tag. Bis Ende Dezember kam es zu einer weiteren Abwärtsbewegung. Unter den

Das deutsche Wachstum dreht im dritten Quartal ins Minus

EURO STOXX: Branchen und Titel mit hohen Verlusten im Jahr 2018



Ein schlechtes Jahr für Banken und Autotitel



europäischen Branchenindizes hatten auf Jahressicht damit die Automobiltitel (EURO STOXX Automobiles & Parts) mit minus 30 Prozent die zweitschlechteste Performance. Nur der Branchenindex EURO STOXX Banks lag mit minus 34 Prozent noch stärker im Verlust. Am stabilsten erwiesen sich die lange Zeit von Anlegern gemiedenen Versorger, die im abgelaufenen Jahr nur ein kleines Minus von 0,6 Prozent zu verzeichnen hatten (EURO STOXX Utility).

Noch einmal deutlich abwärts ging es im Dezember auch für US-Aktien. Sowohl der Dow Jones, als auch der S&P 500 Index erlitten zeitweise Verluste von 16 Prozent.

Unter den etablierten Börsen gehörten deutsche Aktien mit minus 18,3 Prozent, gemessen am DAX Index im Jahr 2018, zu den großen Verlierern. Die meisten europäischen Indizes schlugen sich besser. Sogar die italienische Börse verlor mit minus 16,15 Prozent Verlust weniger. Noch tiefer in den roten Zahlen lagen lediglich asiatische Märkte. So musste die chinesische Börse (MSCI China), die besonders unter dem Handelskonflikt litt, knapp 21 Prozent abgeben. Der japanische Aktienindex (TOPIX) verbuchte knapp 18 Prozent Verlust*.

*Jeweils in Landeswährung

Jahresende mit starker Abwärtsbewegung bei US-Aktien



Rückblick auf unsere Anlagestrategien

A. Vermögensverwaltung Ausgewogen / Dynamisch

Im Jahr 2018 war es kaum möglich, mit klassischen gemischten Depots ein positives Ergebnis zu erzielen. In reinen Aktiendepots hätte man selbst mit einem indexnahen US-Aktieninvestment die Nulllinie nach Kosten knapp verfehlt. Alle anderen Kombinationen, gerade angesichts einer Übergewichtung des Heimatmarktes Europa, führten zu einem Rückgang des Depotwerts. Nicht anders verhielt es sich mit den Depots unserer Vermögensverwaltung.

Die europäischen Aktienmärkte verloren im vergangenen Jahr zwischen zehn und 20 Prozent an Wert. Der deutsche Aktienindex DAX war mit Verlusten von 18 Prozent unter den größten Verlierern. Die Aktienquote der ausgewogenen Strategie wurde deshalb im Jahresverlauf bis auf circa 40 Prozent reduziert, der Aktienanteil der dynamischen Strategie auf etwa 60 Prozent. Bei den Anleihen ergaben sich kaum interessante Rendite-Risiko-Chancen, sodass in diese Anlageklasse kaum investiert wurde. Dementsprechend hoch fiel die Liquiditätsquote aus. Letztlich war sie ein Garant für den Werterhalt in dieser Marktphase.

Ergebnisanalyse

Im Ergebnis erwirtschafteten die meisten ausgewogenen Mandate einen Rückgang im niedrigen einstelligen Prozentbereich, die der dynamischen Mandate mit einer stärkeren Aktiengewichtung im hohen einstelligen Bereich.

In den Portfolios waren deutsche Aktien nur geringfügig vertreten, sodass der negative Einfluss begrenzt war. Dennoch zählten die Aktien von BASF und der Deutschen Post zu den größten Verlierern. Der Automobilsektor, vertreten durch Peugeot- und Volvo-Aktien, gehörte neben den Industriewerten ebenfalls zu den schwächsten Branchen des Jahres. Nur wenige Werte erzielten auf Jahressicht deutliche Wertzuwächse. Erwähnenswert sind der Kreditkartenanbieter Visa oder die Siegfried Holding. Auch einige europäische Stan-

dardwerte wie L'Oréal, Münchener Rück, Novartis oder Total trotzten dem widrigen Marktumfeld und erreichten ein positives Ergebnis.

Die von uns gewählten Fonds zur Abdeckung globaler Anleihen sowie Anleihen aus Schwellenländern haben enttäuscht. Sie waren kein Gegenpol zum volatilen Aktienmarkt. Wir trennten uns daher vom Fonds für Schwellenländeranleihen der Investmentboutique Neuberger Berman. Um das Risiko zu reduzieren, haben wir im Vergleich zum Vorjahr zudem eine höhere Anzahl Einzeltitel verkauft.

Aktuelle Positionierung

Wir haben ausreichend Liquidität, um schnell zu investieren, wenn sich bei vielversprechenden neuen Einzelwerten ein guter Einstiegszeitpunkt ergibt. Es werden sich Chancen ergeben, weil der Marktrückgang eine schwächere Wachstumsentwicklung bereits vorweggenommen hat. Für die nächsten Monate bleiben wir allerdings verhalten optimistisch, da sich die Konflikte in der Weltpolitik nicht kurzfristig aus dem Weg räumen lassen werden. ●

Hohe Liquiditätsquote als Garant für Werterhalt

Geringe Gewichtung deutscher Aktien war von Vorteil



B. Fonds-Vermögensverwaltung

Auf globaler Ebene verzeichneten die Aktienmärkte im Jahr 2018 zum Teil deutliche Verluste. Lediglich die US-Aktien, gemessen am S&P 500 Index, konnten sich mit einem Minus von 6,2 Prozent vergleichsweise gut schlagen. Der US-Dollaranstieg von fünf Prozent verringerte den Verlust für Euroanleger auf lediglich 1,6 Prozent für amerikanische Aktien. Nimmt man noch die Dividenden hinzu ergab sich ein geringes Plus von 0,3 Prozent

Globale Aktien verloren, gemessen am MSCI AC World, knapp 12 Prozent*. Besonders hart traf es europäische und deutsche Titel. Der EURO STOXX 50 Aktienindex hatte per Saldo einen Verlust von 14,3 Prozent, der DAX Index von rund 18 Prozent zu verbuchen. Chinesische Aktien entwickelten sich mit rund minus 21 Prozent (MSCI China) noch schwächer. Die schlechte Entwicklung außerhalb der USA weist bereits auf einen Grund für den divergierenden Verlauf hin. Eines der dominierenden Themen im abgelaufenen Jahr war der Handelskonflikt der USA mit den großen Exportländern. Daneben scheint der globale Konjunkturzyklus sein Hoch bereits überschritten zu haben. Die Leitzinsen wurden in den USA hingegen weiter angehoben, was zusätzlich zur Verunsicherung beitrug. Dies führte dazu, dass auch die meisten Anleihenindizes mit Verlusten aus dem Jahr gingen. Die steigenden US-Zinsen und der starke US-Dollar belasteten insbesondere Schwellenländeranlagen. Der JPM Emerging Market Bond Index Total Return verlor auf Jahressicht 4,6 Prozent, der Schwellenländer-Aktienindex MSCI Emerging Markets sogar knapp 17 Prozent. Globale Anleihen, gemessen am JPM Global Aggregat Bond Index TR, lagen auf Euro-Basis 1,23 Prozent im Minus. Der Deutsche Rentenindex REXP konnte dagegen knapp 1,5 Prozent zulegen. Hier machten sich die Verunsicherung wegen der italienischen Haushaltspolitik, der bevorstehende Brexit und ein höheres Sicherheitsbedürfnis bemerkbar. Die Konsequenz war, dass die Nachfrage nach „sicheren“ deutschen Staatsanleihen deutlich stieg.

In diesem negativen Umfeld hat sich unsere Fondsvermögensverwaltung behauptet. Per Saldo liegen wir je nach Ausrichtung im einstelligen Verlustbereich.

*Wenn nichts anderes vermerkt, beziehen sich die Performanceangaben auf die jeweilige Landeswährung.

Positionen und Performancebeiträge in der Strategie „Ausgewogen“

Unser Immobilieninvestment WERTGRUND WohnSelect D konnte auch im abgelaufenen Jahr 2018 wieder den Spitzenplatz unter unseren Investments einnehmen. Mit einem Wertzuwachs von zehn Prozent und einem Beitrag von 0,53 Prozent trug es sehr positiv zum Ergebnis bei. Die Werte der Wohnimmobilien sind im Rahmen der turnusmäßigen Wertermittlungen der Gutachter weiter gestiegen. Zudem sind die Perspektiven der Objekte sehr aussichtsreich. Ganz gut behaupten konnte sich auch unser Mischfonds Acatis Gané Value Event. Trotz einer relativ schlechten Marktentwicklung musste der Fonds lediglich 0,47 Prozent abgeben und lieferte einen negativen Beitrag von drei Basispunkten. Der Fonds gehörte im abgelaufenen Jahr zu den besten im zugehörigen Segment. Der bereits Ende Januar verkaufte HWB Portfolio Plus Fonds konnte noch einen leicht positiven Beitrag leisten. Die anderen investierten Fonds entzogen sich teilweise der schlechten Marktentwicklung, schlossen jedoch allesamt im Minus. Analog zu den Märkten mit den höchsten Verlusten – den Schwellenländern im weitesten Sinne – schloss der HELLERICH Emerging

**WERTGRUND
WohnSelect
wieder mit
Top-Performance**

**Die allermeisten
Fonds konnten
sich der negativen
Marktentwicklung
nicht entziehen**



Rentenseite konnte keinen positiven Beitrag leisten

Markets Fonds mit minus 20 Prozent am Ende der Skala. Ähnlich erging es dem ETF, das in Öl- und Gasaktien investiert und einen Verlust von knapp 19 Prozent zu verbuchen hatte.

Die Rentenseite der Strategie konnte im abgelaufenen Jahr 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 wiederum Ängste vor einer neuen Schuldenkrise.

In der Folge wurden italienische Anleihen zeitweise deutlich abgestraft. Aber auch Anleihen anderer Länder mit hoher Verschuldung wurden in Mitleidenschaft gezogen. Später beruhigte sich die Situation wieder. Die Beiträge unserer Rentenfonds

Aktuelle Positionierung / Transaktionen

In vier Schritten haben wir im abgelaufenen Jahr 2018 die Investitionsquote heruntergefahren. Bereits Ende Januar verkauften wir den HWB Portfolio Plus Fonds nach der Rückzahlung der Argentinienanleihen. In der zweiten Julihälfte nutzten wir die Zwischenerholung, um die Position des DB Platinum Platow wieder zu reduzieren. Mehr als 30 Prozent konnte der in deutschen Nebenwerten anlegende Fonds seit seinem Kauf im Oktober 2016 zugelegt. Das auf über elf Prozent angewachsene Gewicht dieser Position reduzierten wir dabei um etwa 4,5 Prozent. Als sich die Marktlage weiter verschlechterte, verkauften wir Anfang Oktober den iShares EURO STOXX 50 ETF, der den Index 1:1 widerspiegelt. Als schließlich Ende Oktober auch die japanischen Aktien ins Minus drehten, stellten wir den GAM Multistock Japan zum Verkauf. Durch diese Verkäufe wurde unsere Investitionsquote bis zum Jahresende um rund 18 Prozent reduziert.

In vier Schritten wurde die Anlaagequote reduziert

Transaktionen in der Fonds-Vermögensverwaltung			
Datum	Aktion	Instrument	Strategie
24.01.18	Verkauf	HWB Umb. – HWB PORTFOLIO Plus Fd V	Fonds-VV Ausgewogen / Dynamisch
24.07.18	Verkauf	DB Platinum IV – Platow I1C	Fonds-VV Ausgewogen / Dynamisch
11.10.18	Verkauf	iShares EURO STOXX 50 UCITS ETF	Fonds-VV Ausgewogen / Dynamisch
24.10.18	Verkauf	GAM Multistock – Japan Equity Ch EUR Hdgd	Fonds-VV Ausgewogen / Dynamisch

betragen zwischen minus 0,06 bis 0,33 Prozent. Das ist ein gutes Ergebnis, wenn man das Ergebnis für deutsche Staatsanleihen in Betracht zieht. Hier sind bei Laufzeiten von bis zu acht Jahren immer noch Negativzinsen zu zahlen. So bekommt beispielsweise ein Anleger für eine einjährige Anleihe am Laufzeitende 0,65 Prozent weniger zurück als er bezahlt hatte.

In der **Strategie „Ausgewogen“** sind wir zum 31.12.2018 mit ca. 41 Prozent (inkl. der halben Mischfonds-Position) in Aktien investiert. Die Rentenfonds (inkl. der halben Mischfonds-Position) sind mit 25 Prozent gewichtet, der Immobilienfondsanteil liegt bei etwa sechseinhalb und der Kasseanteil bei 27 Prozent.

In der **Strategie „Dynamisch“** haben wir



aktuell knapp 50 Prozent in Aktien angelegt (inkl. der halben Mischfonds-Positionen). 18 Prozent sind in Rentenfonds investiert und über 32 Prozent sind in der Kasse verfügbar.

In unserer **Strategie „Multi-Asset-Fonds Ausgewogen“** sind wir zum 31.12.2018 mit etwa 45 Prozent in Aktien (inkl. des Anteils aus den Mischfonds) und zu etwa 28 Prozent in Rentenanlagen (Anteil aus den Mischfonds) investiert. Unser Immobilienfonds macht nach der hohen Ausschüttung

befinden sich die Aktienmärkte immer noch im Korrekturmodus. Daher sollte für Neuinvestments eine Bodenbildung und auch eine Verbesserung der psychologischen Marktverfassung abgewartet werden. Der Handelsstreit ist nicht gelöst und die weitere Entwicklung beim Brexit ist ebenfalls noch unklar.

Auch bei den Anleihen gibt es noch keine Entwarnung. In den USA ist der Zinssteigerungstrend noch nicht am

Transaktionen in den Multi-Asset-Strategien			
Datum	Aktion	Instrument	Strategie
11.10.18	Verkauf	iShares EURO STOXX 50 UCITS ETF	Strategie Multi-Asset-Dynamisch
16.11.18	Verkauf	M&G Global Dividend Fund EUR C Inc.	Strategie Multi-Asset-Dynamisch
04.12.18	Verkauf	HELLERICH Emerging Markets B	Strategie Multi-Asset-Ausgewogen / Dynamisch

einen Anteil von etwa elf Prozent aus. In der Kasse stehen ca. 16 Prozent für neue Investitionen bereit.

In unserer **Strategie „Multi-Asset-Fonds Dynamisch“** sind wir zum Stichtag mit circa 44 Prozent in Aktien (inkl. des Anteils aus den Mischfonds) investiert. Die im Vergleich geringere Quote liegt an der höheren Gewichtung des HELLERICH Emerging Markets B, der Anfang Dezember verkauft wurde. Etwa 19 Prozent sind in Rentenanlagen aus den Mischfonds investiert. In der Kasse stehen 37 Prozent für neue Investitionen bereit.

Ausblick

Auch nach Wertverlusten von 20 Prozent und mehr bei einzelnen Indizes

Ende angelangt und in Europa hat er kaum begonnen. Eine konjunkturelle Umkehr würde aber zumindest im Rentenbereich neue Chancen mit sich bringen. Aktuell werden bereits wieder höhere Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen geboten. Die teilweise markanten Kursverluste in einzelnen Titeln, sowohl auf der Aktien-, als auch auf der Rentenseite, bieten auch interessante Gelegenheiten.

Unsere hohen Kassebestände werden uns deshalb für den Wiedereinstieg bei günstigen Kursen gute Dienste leisten. Zunächst heißt es aber „Ruhe bewahren“. Der größte Teil der Abwärtsbewegung sollte bereits hinter uns liegen. ●

In allen Strategien halten wir hohe Kassebestände für neue Anlagen bereit



C. Rückblick Investmentfonds

HELLERICH Global Flexibel

Im vergangenen Jahr wiesen nahezu alle Anlageklassen einen Verlust auf. Der HELLERICH Global Flexibel B konnte ein Minus in diesem Umfeld nicht vermeiden, obwohl der Fonds defensiv aufgestellt war und eine ausgewogene Mischung von Aktien und Anleihen enthielt. Er verzeichnete einen Rückgang von 6,2 Prozent.

Das Jahr 2018 prägten sehr viele politische Krisen, die sich negativ auf die Weltwirtschaft auswirkten. Der Auslöser der sich ausweitenden konjunkturellen Abschwächung war eine Richtungsänderung der amerikanischen Politik. Die Beziehungen zwischen den USA und ihren internationalen Handelspartnern verschlechterten sich dramatisch. Zunächst war das Verhältnis zu Kanada und Mexiko betroffen, sodass das NAFTA-Abkommen nach neuen Verhandlungen mit dem nun gültigen USMCA-Freihandelsabkommen ersetzt werden musste. Die Europäische Union konnte mit einem Besuch Jean-Claude Junckers im Weißen Haus die Wogen glätten. Der Konflikt mit China weitete sich aus und zog den Aktienmarkt und die Währung Yuan (CNY) in Mitleidenschaft. Die Zinserhöhungen der amerikanischen Notenbank Fed schwächten zudem nicht nur die in US-Dollar verschuldeten Schwellenländer, sondern setzten auch US-Aktien unter Druck, da diese im Vergleich zu festverzinslichen Pa-

pieren teurer wurden. Europa hatte zahlreiche eigene Konflikte: Stockende Brexit-Verhandlungen, Streit mit Italien wegen der geplanten hohen Neuverschuldung, die Proteste der Gelbwesten in Frankreich und in Deutschland eine zerstrittene Koalition sowie den schwelenden Dieselskandal. Da ist es nicht verwunderlich, dass sich die Konjunkturdaten und Frühindikatoren merklich verschlechterten.

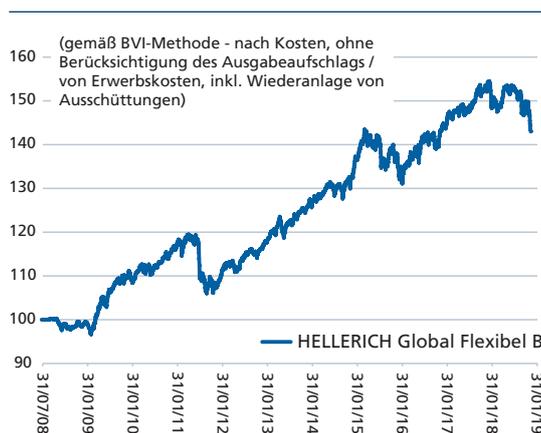
Den höchsten Wertrückgang der entwickelten Länder verzeichnete der DAX mit einem Minus von 18,3 Prozent. Amerikanische Aktien lagen lange Zeit deutlich im Plus, korrigierten jedoch Ende des Jahres. Der S&P 500 Index schloss in Euro umgerechnet nahezu unverändert. Lang laufende deutsche Staatsanleihen legten gemessen am REX-Performanceindex um 1,5 Prozent zu. Europäische Unternehmensanleihen verloren, gemessen am iBoxx Sovereigns Eurozone, rund ein Prozent.

Der HELLERICH Global Flexibel war bis Ende des Jahres trotz der dramatischen Rückgänge in nahezu allen Anlageklassen relativ stabil. Im Dezember verstärkte sich der Abwärtstrend noch einmal, und der Fonds wies dann einen höheren Rückgang auf, der letztlich das Jahresergebnis bestimmte. Bereits Anfang November 2018 wurde der Aktienanteil defensiver aufgestellt. Zudem wurden deutsche Staatsanleihen gekauft, um die Stabilität zu erhöhen.

Aktien und Aktienfonds verursachten im abgelaufenen Jahr die höchsten negativen Performancebeiträge. Viele Einzelwerte

Investments in deutschen Staatsanleihen, um Stabilität zu erhöhen

**HELLERICH Global Flexibel B
Wertentwicklung in % per 31.12.2018**





erlitten zweistellige Wertrückgänge. Aufgrund der höheren Gewichtung zählten auch der HELLERICH Sachwertaktien sowie der Medical BioHealth-Trends zu den bedeutenden Verlustbringern im Fonds. Wie an der Entwicklung des DAX abzulesen war, gehörten deutsche Aktienpositionen wie beispielsweise Porsche oder BASF ebenfalls dazu. Es gab auch Werte, die in diesem Umfeld ein positives Ergebnis aufwiesen. Auf Jahressicht waren es beispielsweise die amerikanischen Titel UnitedHealth, Medtronic und Visa. Ebenfalls positive Beiträge erzielten die Mitte des Jahres veräußerten Siegfried Holding und Zebra Technologies. Uneinheitlich war das Bild bei den Anleihen. Einen höheren Anstieg verzeichnete die in Schweizer Franken notierende Anleihe von Peach Property, die Ende des Jahres vom Unternehmen zurückgezahlt wurde.

Einige Anleihenpositionen schnitten hingegen negativ ab, wie beispielsweise die der argentinischen YPF, die von Microsoft oder von McDonalds.

Nach sechs positiven Jahren verzeichnete der HELLERICH Global Flexibel das erste Mal einen Rückgang. Unser Ausblick auf das neue Jahr ist aktuell verhalten. Die Auswirkungen des konjunkturellen Abschwungs sind mittlerweile in den Aktienkursen besser eingepreist, doch es ist bislang noch nicht absehbar, ob sich dieser Trend umkehrt. Eine Gegenbewegung ist jederzeit möglich, daher bleiben wir weiterhin in guten Unternehmen investiert. Ein besonderer Fokus wird auf das Risikomanagement gelegt, denn die politischen und ökonomischen Unwägbarkeiten werden uns verstärkt begleiten.

Amerikanische Aktien lieferten positive Beiträge

HELLERICH Global Flexibel B – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 31.12.2018 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 - 31.12.2008 Rumpffahr (Fondsauflage)	-1,7%
31.12.2008 - 31.12.2009	11,6%
31.12.2009 - 31.12.2010	5,6%
31.12.2010 - 31.12.2011	-7,0%
31.12.2011 - 31.12.2012	8,0%
31.12.2012 - 31.12.2013	7,9%
31.12.2013 - 31.12.2014	5,4%
31.12.2014 - 31.12.2015	3,8%
31.12.2015 - 31.12.2016	4,4%
31.12.2016 - 31.12.2017	6,9%
31.12.2017 - 31.12.2018	-6,4%



Morningstar Gesamtrating™ per 31.12.2018

HELLERICH Global Flexibel B – Wertentwicklung in % per 31.12.2018													
(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%	0,50%	-0,37%	-0,51%	-2,78%	1,28%	-4,07%	-6,23%

*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. Datenquellen für Fondspreise sind die Union Investment Financial Service S.A. und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Perfomancedaten. Die HELLERICH GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.



HELLERICH Sachwertaktien

Der HELLERICH Sachwertaktien B wies im abgelaufenen Jahr eine Wertentwicklung von -8,2 Prozent auf. Damit ist 2018 das erste Kalenderjahr mit einem negativen Ergebnis in der Historie des Fonds.

An den internationalen Aktienmärkten überwogen deutliche Minuszeichen. Die einzige Ausnahme war der amerikanische Aktienmarkt, der in Euro (inklusive Dividenden) einen leichten Anstieg von 0,4 Prozent verzeichnete. Einer der schlechtesten Aktienmärkte war der deutsche Markt mit einem Minus des DAX von etwas mehr als 18 Prozent. Europäische Aktien gerieten – gemessen am STOXX Europe 600 Index – ebenfalls unter Druck und beendeten das Jahr mit einem Minus von elf Prozent. Der breite Index der Schwellenländer MSCI Emerging Markets und der japanische TOPIX schlossen in ähnlicher Höhe mit rund minus zehn Prozent auf Eurobasis. Auf Sektorebene waren noch größere Unterschiede in der Wertentwicklung zu sehen. Die Sektoren Versorger, Gesundheitswesen und Informationstechnologie wiesen einen Anstieg auf, während in den Sektoren Rohstoffe, Finanzen und Energie zweistellige Verluste auftraten. Nichtzyklische Konsumgüter, die im HELLERICH

Sachwertaktien die wichtigste Rolle spielen, lagen mit rund fünf Prozent im Minus.

Die Währungen der zehn führenden Industrienationen (G10) schwankten gegenüber dem Euro weniger stark als im Vorjahr, während einige Währungen der Schwellenländer massiv abverkauft wurden, darunter die Währungen der Türkei, Russlands, Brasiliens und Südafrikas. Nur der Yen, der US-Dollar und der Schweizer Franken konnten gegenüber dem Euro an Wert gewinnen. Diese Währungen gelten im Allgemeinen als sichere Häfen und waren im vergangenen Jahr im Zuge des sich ausweitenden Handelskonflikts gefragt.

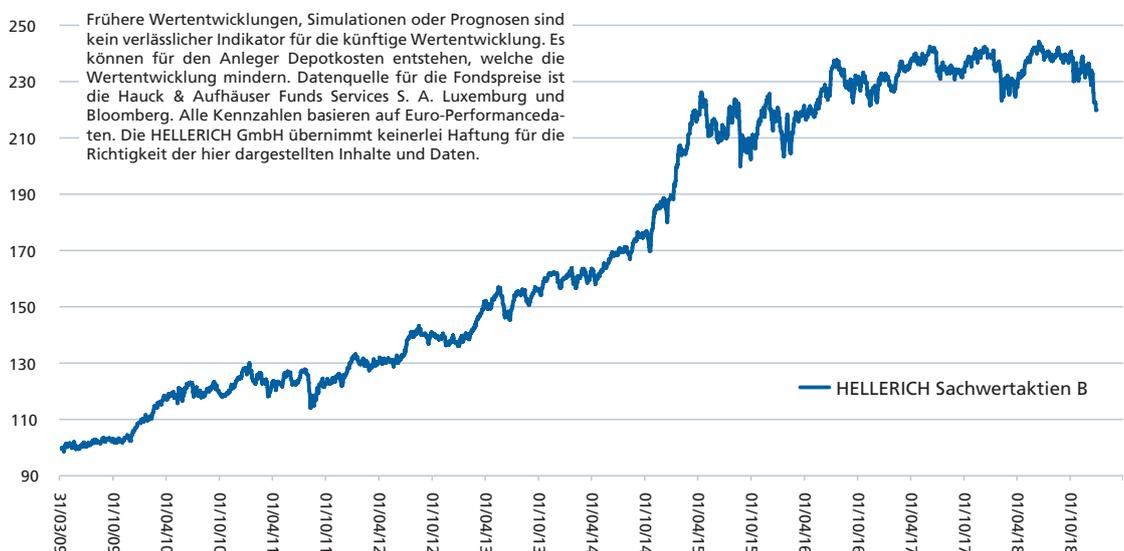
Der HELLERICH Sachwertaktien konnte sich der Abwärtsdynamik nicht entziehen. Der Hauptanteil der negativen Entwicklung entfiel auf japanische Aktien, gefolgt von Positionen aus Kanada und Großbritannien. Amerikanische Aktien konnten ihren Wert steigern. Nach Sektoren differenziert war

Japan, Kanada und Großbritannien mit negativem Einfluss

US-Aktien und Versorger konnten zulegen

HELLERICH Sachwertaktien B – Wertentwicklung in % per 31.12.2018

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



das Minus der Aktien des Gesundheitswesens am höchsten, während Versorgeraktien zulegen konnten. Bei den Währungen wurde mit den Investitionen in den Yen und den US-Dollar ein positiver Beitrag erzielt.

Die Portfoliositionen zeigten analog der allgemeinen Marktentwicklung wesentlich höhere Schwankungen. Insbesondere Schwellenländeraktien wie die chinesischen Werte WH Group, China Traditional Chinese Medicine sowie Chong Kun Dang Pharmaceuticals aus Südkorea wiesen größere Verluste auf. Dies galt auch für einige gering gewichtete kanadische Aktien der Forstwirtschaft. Sie litten unter einem Zollstreit mit den USA und einer Eintrübung des dortigen Immobilienmarkts. Den höchsten Wertzuwachs über die Haltedau-

er erreichten der österreichische Versorger Verbund AG und die US-Brauerei Boston Beer Company. Skandinavische Werte wie der finnische Telekommunikationswert DNA Oyi, der Lachsfarmer Marine Harvest (umbenannt in Mowi) oder der dänische Windfarmbetreiber Orsted zeigten ebenfalls nennenswerte Kurssteigerungen.

Es ist das erste Jahr mit einem negativen Vorzeichen, da es in diesem Umfeld kaum möglich war, einen Verlust zu vermeiden. Der Rückgang im Dezember hat ein bis dahin ordentliches Jahr in wenigen Tagen zunichte gemacht. Im weiteren Verlauf eines sich abschwächenden Weltwirtschaftswachstums sollten Sachwertaktien jedoch stabiler sein. Sie verfügen über robuste Geschäftsmodelle und sind weniger konjunkturabhängig. ●

Robuste Geschäftsmodelle wichtig bei schwächerer Konjunktur



Morningstar Gesamtrating™ per 31.12.2018

HELLERICH Sachwertaktien B – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 31.12.2018 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 - 31.12.2009 Rumpffahr (Fondsauflage*)	9,0%									
31.12.2009 - 31.12.2010	17,7%									
31.12.2010 - 31.12.2011	2,8%									
31.12.2011 - 31.12.2012	3,3%									
31.12.2012 - 31.12.2013	17,7%									
31.12.2013 - 31.12.2014	18,4%									
31.12.2014 - 31.12.2015	16,4%									
31.12.2015 - 31.12.2016	4,8%									
31.12.2016 - 31.12.2017	3,5%									
31.12.2017 - 31.12.2018	-8,2%									
Wertentwicklung in Kalenderjahren per 31.12.2018 gemäß BVI-Methode										
seit Aufl.	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	*2009
119,9%	-8,2%	3,5%	4,8%	16,4%	18,4%	17,7%	3,3%	2,8%	17,7%	9,0%
Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)	9,5%					Maximaler Verlust				-12,3%

HELLERICH Sachwertaktien B - Wertentwicklung in % per 31.12.2018

(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%	-1,49%	0,70%	0,22%	-2,66%	0,88%	-6,47%	-8,16%

*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. Datenquellen für Fondspreise sind die Hauck & Aufhäuser Funds Services S. A. Luxemburg und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Perfomancedaten. Die HELLERICH GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.



Konjunkturentwicklung

Globaler Überblick

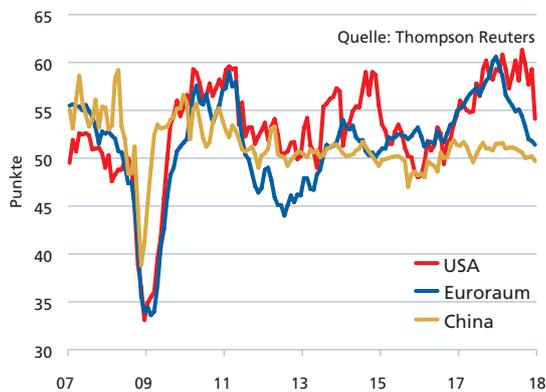
**„Repair the roof, while the sun shines“
(Man sollte das Dach reparieren, solange das Wetter schön ist)**

Mit dieser Mahnung, die eigentlich von John F. Kennedy stammte, leitete der Internationale Währungsfonds (IWF) seinen Halbjahresbericht im Oktober ein. Anlass war das verlangsamte Wirtschaftswachstum im Jahr 2018, das zunächst in Asien, dann in Europa und zuletzt auch in den USA zu beobachten war. Dabei dürfte es sich eher um eine Konjunkturerberuhigung als um ein Ende des Konjunkturaufschwungs handeln. Gleichzeitig haben die Wachstumsrisiken und der Inflationsdruck im Jahresverlauf 2018 zugenommen. Die Kursverluste an den internationalen Aktienmärkten im vierten Quartal können als guter Indikator hierfür gelten. Eine wesentliche Rolle spielen politische Entwicklungen wie der Handelskonflikt zwischen den USA und China, der Brexit und der Konfrontationskurs der italienischen Regierung. Vor diesem Hintergrund ist im Jahr 2019 mit einer expansiveren Geld- und Fiskalpolitik als bisher zu rechnen.

Zum Jahresbeginn 2018 stand die Weltkonjunktur noch unter Volldampf und wurde von politischem Rückenwind aus der amerikanischen Steuerreform und den Reformbestrebungen in China und Frankreich begleitet. In der zweiten Jahreshälfte folgte dann eine deutliche Ernüchterung. Die Stimmung schlug ins Negative um und führte zu einer scharfen Kurskorrektur der Aktienmärkte im Herbst. Als Gründe dafür sind das aktuelle Konjunkturbild wie auch die Einschätzung der Konjunkturaussichten für das Jahr 2019 auszumachen.

Die Aussichten sind weltweit sehr unterschiedlich. Im Euroraum und in China ist das Geschäftsklima auf den Stand von Anfang 2016, der letzten Konjunkturdelle, gefallen. In den USA hingegen bewegte sich dieser Indikator bis vor Kurzem noch auf einem Rekordniveau.

Geschäftsklima zeigt Abkühlung der Weltkonjunktur



Betrachtet man die Entwicklung der Börsenkurse und des Wirtschaftswachstums, zeigt sich in Europa das klassische Bild einer konjunkturellen Abschwächung mit erst fallenden Börsenkursen, gefolgt von einem rückläufigen Geschäftsklima und einem geringeren Produktionswachstum.

Die gegenwärtige Wachstumsverlangsamung lässt sich mit der Entwicklung während der Konjunkturdelle Anfang 2016 vergleichen. Die Konjunktorentwicklung

in den USA befindet sich hingegen noch in der Nähe eines Hochs. Doch auch dort könnte den aktuellen Beschäftigungs- und Auftragsdaten zufolge eine Abschwächung folgen.

Für die Marktaussichten sind neben der Konjunktorentwicklung auch die weiteren politischen Entwicklungen entscheidend. Für letztere können auf der Positivseite die amerikanische Steuerreform und auf der Negativseite der Handelskonflikt zwischen den USA und China verbucht werden. So lassen sich grundsätzlich zwei sehr unterschiedliche Szenarien darstellen.

Die Konjunktur ist eine von zwei wichtigen Einflussgrößen der Marktaussichten. Die zweite sind politische Entwicklungen. Hier sind die amerikanische Steuerreform positiv und der Handelskonflikt zwischen den USA und China negativ zu werten. Für die Entwicklung im Jahr 2019 kann man ein positives und ein negatives Szenario zeichnen.

Am wahrscheinlichsten erscheint uns das positive Szenario: Hierfür veranschlagen wir eine Wahrscheinlichkeit von etwa 70 Prozent. Der Handelsstreit wird beigelegt und die Zölle werden gesenkt. In Europa setzen die moderaten Kräfte einen Soft Brexit durch. Eine verbesserte Unternehmensstimmung, eine expansive Geldpolitik und eine leicht gelockerte Fiskalpolitik werden die Wachstumskräfte zudem stärken. Mit der Beseitigung politischer Unsicherheit und dem Zollabbau kann der Welthandel wieder an Dynamik gewinnen. Rückblickend werden die Marktteilnehmer die aktuelle Abschwächung als vorübergehende Korrektur z. B. im Rahmen des Lagerabbaus einordnen.

Für dieses Erholungsszenario spricht erstens, dass die positive Entwicklung von privatem Konsum und Einkommen bisher im Einklang war und zweitens, dass Geld- und

2018 – der Rückschlag an den Aktienmärkten passt ins Konjunkturbild

Zwei Hauptszenarien für 2019

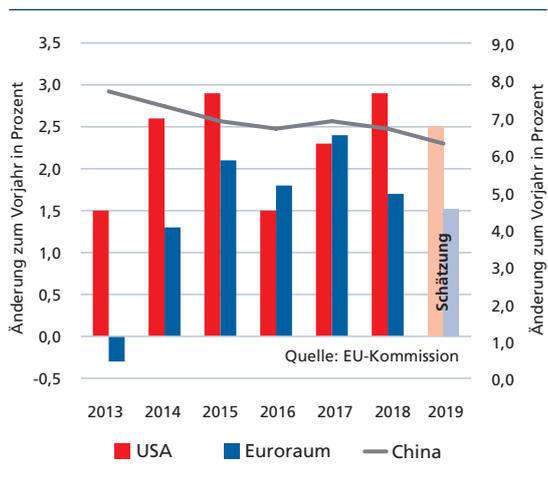
2019 – Erholung nach Entspannung in den Handelskonflikten wahrscheinlich

**Fortsetzung
des Wachstums
erwartet**

Fiskalpolitik zusammen weiterhin wachstumsfördernd wirken.

In diesem positiven Szenario könnte die Weltwirtschaft um knapp 3,5 Prozent wachsen (2018: 3,7 Prozent) und dem Mittel der Jahre 2014 bis 2016 entsprechen. Für den Euroraum ergäbe sich ein Wert von 1,5 Prozent, in den USA wäre ein Wachstum von etwa 2,5 Prozent zu erwarten. In China bliebe es bei einem Zuwachs von sechs bis 6,5 Prozent gegenüber 2018. Die Kapazitätsauslastung und in Folge die Gewinne der Unternehmen würden im Vergleich zum Jahr 2018 wieder zunehmen.

BIP-Wachstum in den drei großen Wirtschaftsräumen



**Geldpolitik
könnte expansiv
bleiben**

Die Geldpolitik würde im Euroraum und in China bis Ende 2019 unverändert expansiv bleiben. Danach würden die Zinsen in diesen Regionen, wie schon in den USA, allmählich angehoben werden, um einem zunehmenden Inflationsdruck zu begegnen. Die Kerninflationen (ohne Berücksichtigung von Mineralölprodukten und Nahrungsmitteln) sind derzeit mit etwa einem Prozent im Euroraum beziehungsweise zwei Prozent in den USA relativ stabil, allerdings deuten anziehende Immobilienpreise und ein höherer Lohnzuwachs in Europa auf einen steigenden Inflationsdruck hin.

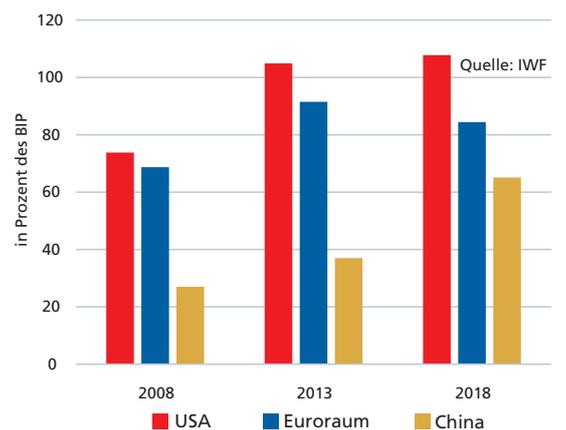
Das negative Szenario: Der Handelsstreit

eskaliert, hinzu kommen Spionagevorwürfe an China. In Europa wäre ein Hard Brexit mit einem starken Rückgang des Handels zwischen der „Rest-EU“ und Großbritannien zu erwarten. Auch ein erneutes Aufflammen der Staatsschuldenkrise ist aufgrund geringerer Staatseinnahmen und höherer Ausgaben sehr wahrscheinlich. Die aktuelle Abschwächung droht in einen ausgeprägten Abschwung oder in eine Rezession zu münden. Das Wachstum fällt in Europa auf unter ein Prozent und in den USA auf etwa 1,5 Prozent. Die Kapazitätsauslastung und damit die Unternehmensgewinne sinken, die Arbeitslosigkeit steigt.

Soweit zu den wahrscheinlichen Entwicklungen in diesem negativen Szenario. Gravierender ist allerdings, dass hier mit einer deutlich höheren Unsicherheit zu rechnen ist. Dies betrifft die Anfälligkeit des Wirtschaftswachstums gegenüber Zinsanstiegen und die abnehmende Empfänglichkeit für (positive) zins- und fiskalpolitische Impulse. Im Zentrum dieser Entwicklung stünde wieder der europäische Bankensektor. Der andauernde Konsolidierungsdruck, die Kapitalanforderungen sowie hohe Bestände an Staatsanleihen schränken in diesem Fall die Kreditvergabe noch mehr ein. (siehe Beitrag: Banken im Umbruch, S. 38).

Im dargestellten Szenario geraten die Zinsen weltweit wieder unter einen Abwärts-

Entwicklung der Staatsverschuldung





druck und die Währungskonflikte könnten sich erneut verschärfen.

Bisher spricht unseres Erachtens mehr für das positive Szenario. Und das, obwohl die amerikanische Regierung in den Handelsgesprächen die Partner offen provoziert. Diese Taktik fußt vermutlich auf der innenpolitischen Motivation und dem Schutz der amerikanischen Interessen. Eine Lösung dieser Auseinandersetzung könnte aber auch allgemein zu faireren Bedingungen und einer Liberalisierung des Handels mit generell niedrigeren Zöllen führen.

Schon die Fortführung der Gespräche zwischen den USA und China zeigt das beiderseitige Interesse an einem Abkommen. Letztlich kann die Konfrontation zu Ergebnissen führen, die unter dem Gesichtspunkt eines nachhaltigen Wirtschaftswachstums positiv zu werten sind.

Neben dem wechselseitigen Abbau der Zölle sind auch die Flexibilisierung nationaler Arbeitsmärkte und die Begrenzung der Staatsdefizite Voraussetzungen für eine nachhaltige Entwicklung der Wirtschaft.

Es gilt noch hohe Hürden zu überwinden, bevor diese Ziele verwirklicht sind, die im Übrigen auch vom IWF im jüngsten Halbjahresbericht vertreten werden. Vieles spricht für anhaltende Widerstände der Verhandlungspartner. Dies wird in Europa anhand der Konflikte in Italien, Frankreich und Großbritannien deutlich (siehe Beitrag: Brexit, S. 32).

In den USA kann sich das Verhandlungsklima mit einem neuen politischen Kräfteverhältnis nach den „midterm elections“ (Halbzeitwahlen) verbessern. Die Stärkung der Demokraten im Kongress geht vermutlich zu Lasten der Bewegungsfreiheit des Präsidenten. Die Aussichten auf eine Einigung mit China verbessern sich hierdurch. Der aktuelle „shut down“ (temporäre Schließung von Bundesbehörden) wird allerdings als ein erstes Kräftemessen der beiden politischen Lager gesehen.

Für die Entwicklung der Kapitalmärkte sind wir für das kommende Jahr vorsichtig optimistisch. Zunächst ist weiterhin mit ausgeprägten Schwankungen zu rechnen. ●

USA und China haben ein Interesse, den Handelskonflikt beizulegen

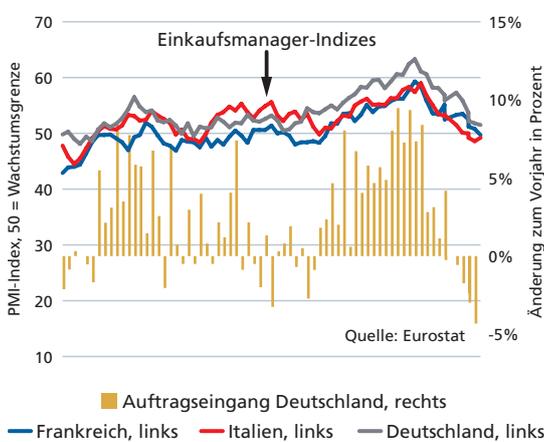


Europa: Wachstumsdelle oder Beginn einer Rezession?

Zum Jahresbeginn 2018 wurde für den Euroraum ein Wachstum von stolzen 2,4 Prozent prognostiziert. Zuletzt wurde ein so hohes Wachstum vor der Finanzkrise erreicht. Allerdings ist feststellbar, dass während Aufschwungphasen die Zuwachsraten gerade am Jahresbeginn zu hoch geschätzt werden. Auch bei Unternehmensgewinnen lässt sich dieses Phänomen statistisch belegen. So verwundert es nicht, wenn im Laufe des Jahres die Prognosen dann heruntergenommen werden. Die letzten Zahlen zum dritten Quartal zeigten mit einer Jahresrate von 1,7 Prozent allerdings einen deutlich geringeren Wachstumspfad.

Auch vorauslaufende Indikatoren, wie die Auftragseingänge oder das Geschäftsklima, weisen seit dem Sommer auf einen flacheren Wachstumspfad hin. Dies gilt insbesondere für Deutschland, das inzwischen nicht mehr die Konjunkturlokomotive, sondern die Konjunkturbremse des Euroraums ist.

**Konjunktur in Euroraum-Ländern:
Deutliche Abkühlung**



Die Rolle Deutschlands haben Länder wie Spanien und die Niederlande übernommen, und sogar Frankreich wirkte stabilisierend. Der Hauptgrund der deutschen Konjunkturschwäche ist die Abhängigkeit von der Industrie und damit vom Weltmarkt. Wenn die Weltwirtschaft wächst, profitieren deutsche Unternehmen überdurchschnittlich. Angesichts heraufziehender Handelskonflikte wird aus dieser Stärke jedoch eine Schwäche. So stagniert die Industrieproduktion seit einem Jahr. Die Auftragseingänge lagen zuletzt um drei Prozent unter ihrem Vorjahresniveau. Davon ist vor allem die Automobilindustrie betroffen (siehe Beitrag S. 42).

Vor diesem Hintergrund haben die deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute ihre Prognosen für das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2019 deutlich zurückgenommen. So erwartet zum Beispiel

das ifo Institut nur noch ein Plus von 1,1 Prozent für das BIP. Das wäre der niedrigste Wert seit dem Jahr 2013, das durch die Eurokrise geprägt war.

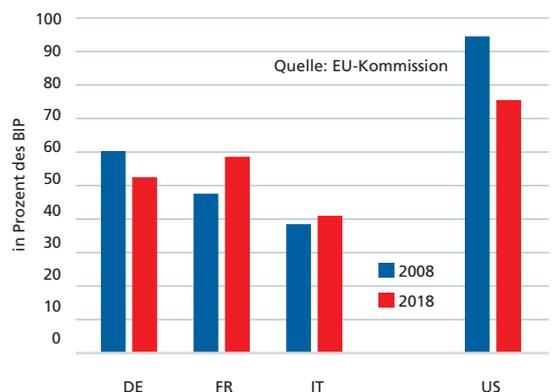
Während der Eurokrise wurde die deutsche Konjunktur zunächst ausgebremst. Dann sprang zuerst in Deutschland der Wachstumsmotor wieder an und zog die Konjunktur im übrigen Europa mit. Nun bremst die Bundesrepublik und es stellt sich die Frage, ob die aktuelle Schwäche nur eine Delle oder die Frühphase einer beginnenden Rezession ist.

Die genannten geopolitischen Wachstumsrisiken sind offensichtlich. Es gibt aber auch positive Entwicklungen im Euroraum, die dafür sprechen, dass die aktuelle Abschwächung eher vorübergehend ist.

- (1) Es gibt keine Überhitzung im Konsum- und Bausektor.**
- (2) Die Fiskalpolitik war bisher eher restriktiv.**
- (3) Die Weltwirtschaft zeigt ein nur leicht rückläufiges Wachstum.**

Zu (1): Trotz der niedrigen Zinsen ist die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen nach wie vor moderat. Entsprechendes gilt auch für die Verschuldung der privaten Haushalte, die in den drei großen Euro-Ländern zwischen 41 Prozent des

**Europa: moderate Privatverschuldung
Bruttoschulden privater Haushalte**



Deutschland wandelt sich von der Konjunkturlokomotive zur Konjunkturbremse

Positive Faktoren könnten Risiken aufwiegen

Öffentliche Verschuldung im Euroraum wurde abgebaut

Bruttoinlandsprodukts in Italien und 58 Prozent in Frankreich liegt. Insofern ist das Risiko einer schuldeninduzierten Rezession als gering zu veranschlagen. Lediglich der Preisanstieg im Immobiliensektor deutet auf den Aufbau von Ungleichgewichten hin.

Zu (2): Die öffentliche Verschuldung wurde in der Eurozone erfolgreich abgebaut. Davon ausgenommen sind noch Frankreich und Italien mit einem seit dem Jahr 2016 unverändert hohen Schuldenstand. In Frankreich wurden immerhin defizitmindernde Reformen eingeleitet. Die französische Regierung setzt auf langfristig positive Wachstumseffekte von Reformen, die mit denen vergleichbar sind, die Deutschland mit der Agenda 2010 umgesetzt hatte. Zwar zeigen die „Gelbwesten“-Proteste derzeit die Grenzen der Reformpolitik auf, eine Politikwende ist jedoch nicht zu erwarten. Anders sieht es in Italien aus, wo jüngst eingeleitete Reformen schon wieder zurückgedreht werden (siehe Beitrag: Schuldenanstieg in Italien, S. 27).

Arbeitsmarkt begrenzt langfristig das Wachstum

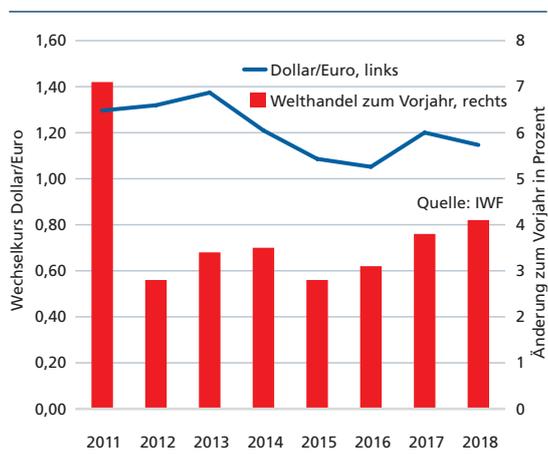
Zu (3): Auch das globale Wirtschaftswachstum sollte 2019 stützend wirken. Der IWF geht für das neue Jahr mit einem Wachstum von immerhin noch 3,5 Prozent aus. Auch der niedrige Außenwert des Euros

wird vom IWF als hilfreich betrachtet. Die provokante Handelspolitik der amerikanischen Regierung birgt allerdings beträchtliche Risiken. Sie könnte bereits jetzt für die Schwäche der deutschen Industrie verantwortlich sein, denn vor allem die Automobilindustrie ist die Zielscheibe der amerikanischen Zollpolitik. Sollten die Zölle jedoch generell abgebaut werden, könnte dies der deutschen Industrie zugutekommen. Auf der Agenda haben dies Donald Trump wie auch die EU-Kommission.

Welches Fazit ziehen wir aus den diskutierten Risiken und Chancen?

Vieles spricht dafür, dass die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland eher einer Konjunkturdelle entspricht. Die EZB-Prognose für den Euroraum ist für die kommenden Jahre nur wenig optimistisch. So wird ein BIP-Wachstum von lediglich 1,5 Prozent für 2019 und 1,6 Prozent für 2020 erwartet. In Deutschland könnte sich die Delle des dritten Quartals 2018 entsprechend der Prognose des ifo Instituts aber noch etwas länger hinziehen. Für das Jahr 2018 werden nun nur noch 1,5 Prozent und für 2019 lediglich 1,1 Prozent Zuwachs erwartet. Jedoch soll sich das Wachstum im Jahr 2020 wieder beschleunigen und auf 1,5 Prozent ansteigen.

Welthandelwachstum hilft dem Euro



Eine längerfristige Wachstumsbegrenzung könnte vor allem in Deutschland von der zunehmenden Arbeitskräfteknappheit ausgehen. Die Internationale Arbeitsorganisation (ILO) hat, nach ihrer Systematik, für Deutschland eine Arbeitslosenquote von aktuell nur 3,3 Prozent errechnet. Diese Quote entspricht dem Stand zum Ende der 1970er Jahre und nähert sich der Vollbeschäftigung.



Schuldenanstieg in Italien: Sabotiert die neue Regierung den Euroraum?

Die Sanierung des öffentlichen Haushalts in Italien ist angesichts eines Schuldenstands von 131 Prozent des Bruttoinlandsprodukts seit mehreren Jahren ein Hauptthema für die Stabilität des Euros. Rückblickend hat es die frühere Regierung des Reformers Matteo Renzi versäumt, die Konjunkturerholung und die niedrigen Zinsen für Einsparungen zu nutzen. Die Kommission tolerierte dies, weil strukturelle Reformen angestoßen worden waren. Inzwischen hat sich die politische Landschaft in Italien dramatisch verändert. Das regierende Links-Rechts-Bündnis aus Fünf-Sterne-Bewegung (CS) und Lega (LN) (früher Lega Nord) opponiert nicht nur gegen Reformen im Land, sondern fordert auch die EU-Kommission offen heraus.

Die Parteien sehen sich beide als Anti-Establishment-Parteien, vertreten aber gegensätzliche Ideologien. Die Lega, politisch eher rechts stehend, repräsentiert den wirtschaftlich starken Norden Italiens. Der im Süden beheimateten Fünf-Sterne-Bewegung geht es dagegen vor allem um eine linke Umverteilungspolitik, die ein Grundeinkommen und einen früheren Renteneintritt vorsieht.

Das ausgabenfreudige Wahlprogramm führt zwingend zu einem Konflikt mit der EU-Kommission, die für die Stabilität des Euroraums verantwortlich ist. Vordergründig geht es bei dem Streit darum, dass die Neuverschuldung im Jahr 2019 ausgeweitet und nicht wie vereinbart reduziert wird. Problematischer ist aber, dass so Mehrausgaben für Renten und Mindesteinkommen

finanziert und gleichzeitig begonnene Reformen des Arbeitsmarkts zurückgenommen werden. Diese Reformen werten internationale Ökonomen als entscheidend für die Stärkung der Wachstumskräfte. Sie sind die Voraussetzung dafür, dass Italien seinen Schuldendienst langfristig erwirtschaften kann.

Offiziell ist die Regierung mit einer Anpassung des geplanten Defizits von 2,4 auf 2,04 Prozent der EU-Kommission entgegengekommen. Die Planung beruht jedoch auf unrealistischen Wachstumsannahmen, sodass mit einem höheren Defizit und einem weiteren Anstieg des Schuldenbergs zu rechnen ist. Italiens Schulden haben trotz Konjunkturerholung und Niedrigzinsen bereits ein Rekordniveau erreicht. Sollten die Renditen steigen, ist bis zum

**Reformen wurden
zurückgenommen**

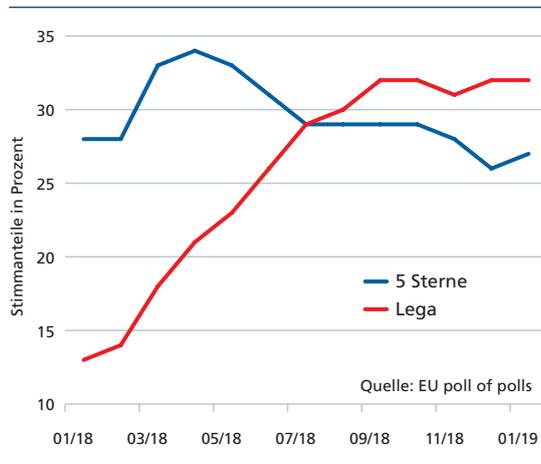
**Bei Wirtschaftsschwäche droht
in Italien Schulden-
explosion**

Wahlgeschenke verschlimmern die Situation

Jahr 2023 bei gleichzeitig schwacher Wirtschaftsleistung eine Schuldenexplosion auf circa 160 Prozent des italienischen BIPs zu erwarten. Die Verschuldung wäre dann auf dem Niveau von Griechenland! Aufgrund der wirtschaftlichen Größe Italiens würden die Schulden allerdings dem Betrag nach das Zehnfache der griechischen Schulden ausmachen!

Dennoch zeigen aktuelle Wahlumfragen, dass es für beide Regierungsparteien Italiens vorteilhaft sein kann, ihre Wähler mit Wahlgeschenken zu binden, solange dies über höhere Zinsen auf Kosten des Euro-raums beziehungsweise seiner Mitglieds-länder möglich ist.

Italien: in Umfragen Lega jetzt vorn



Angesichts der offensichtlichen Interessenkonflikte zwischen Italien und dem übrigen Euroraum erscheint eine erneute Eskalation des Konflikts unausweichlich.

Wie die Entwicklung der vergangenen Monate gezeigt hat, ist eine Kombination aus politischer und wirtschaftlicher Einflussnahme zu erwarten: Mögliche Hebel sind:

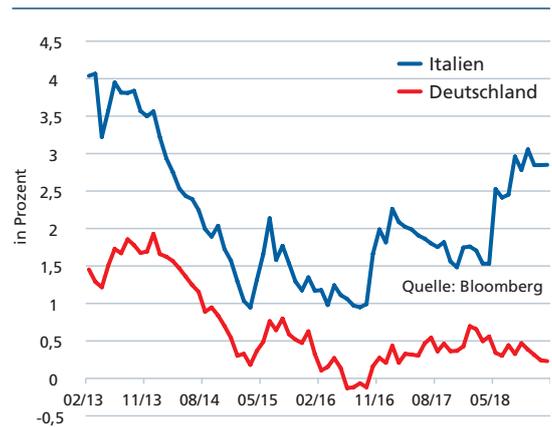
- (1) Das Defizit-Verfahren der EU-Kommission wurde vorerst ausgesetzt. In der Stellungnahme der EU-Kommission ist allerdings nur von einer Kenntnisnahme der Maßnahmen die Rede. Es heißt,

man könne zum jetzigen Zeitpunkt von der Einleitung des Defizitverfahrens Abstand nehmen. Das Verfahren bleibt damit auf der Tagesordnung.

- (2) Ein zweiter politischer Hebel wäre auf ein Auseinanderbrechen des Regierungsbündnisses um die jeweiligen Parteiführer Matteo Salvini und Luigi Di Maio zu setzen. Sollte sich der Trend von der linken Fünf-Sterne-Bewegung (CS) hin zur rechten Lega in den Europawahlen am 26. Mai 2019 bestätigen, erscheint ein Bruch nicht unwahrscheinlich. Der LN könnte es politisch (und wirtschaftlich) mehr bringen, eine offene Konfrontation mit der EU-Kommission zu vermeiden und dafür den Schuldenstand nicht zu erhöhen.

- (3) Die bereits jetzt entstandenen „Kosten“ dieser Konfrontation sind beispielsweise an der Zinssteigerung des letzten Halbjahres erkennbar. Die Verdoppelung des Zinsniveaus auf über drei Prozent zwischen Ende Mai und Ende November hat den italienischen Staat etwa drei Milliarden Euro gekostet. Das entspricht der benötigten jährlichen Summe für das geplante Grundeinkommen. Während dieses vor allem ärmeren Bevölkerungskreisen zugutekommt, sind die Zinssteigerungen zunächst mit Kursverlusten

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen: Risikoaufschlag für Italien



Italien hängt weiterhin am Tropf der Europäischen Union



verbunden. Jene betreffen vor allem die Masse der Sparer und die Banken.

Gerade bei der Sanierung des italienischen Bankensystems ist die Regierung auf die Unterstützung europäischer Institutionen wie der EZB, der Bankenaufsicht und des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) angewiesen.

Sollte die italienische Regierung auf Konfrontationskurs bleiben, könnte sie ihren Rückhalt in der Bevölkerung gefährden. Zwar findet die Regierung mit Ihrem „starken“ Auftreten gegenüber der EU große Zustimmung, aber eine wirtschaftliche Schwäche mit steigender Arbeitslosigkeit

kann sich das Land nicht leisten. In einem solchen Fall könnte die Zustimmung in Ablehnung umschlagen. Schon jetzt weist eine steigende Arbeitslosenquote auf eine wirtschaftliche Schwäche hin.

Die Unsicherheit über Italiens künftigen politischen Kurs wird die europäischen Kapitalmärkte und den Euro im kommenden Jahr belasten. Die politischen Umwälzungen und die damit verbundene Zuspitzung könnten aber auch eine Chance sein, nationale und europäische Institutionen zu stärken, um eine nachhaltige politische und wirtschaftliche Entwicklung Italiens zu gewährleisten. ●

Der Haushaltskonflikt wird auch 2019 die Märkte belasten



HELLERICH





Aktuelle Themen



Großbritannien verlässt die Europäische Union 32



Der neue EZB-Präsident: Taube oder Falke 35

Branchen



Banken im Umbruch 38



Deutsche Autoindustrie 42

Anlagethemen



Anleger, ärgere Dich nicht! 46



Nachhaltig anlegen hat Zukunft 52



Großbritannien verlässt die Europäische Union

Brexit – Ausstieg mit Vertrag oder ohne Vertrag?

In Großbritanniens Parlament regiert das Chaos, könnte man als Außenstehender vermuten. Wird keine Einigung zum Austrittsvertrag gefunden, droht ein wirtschaftliches Desaster. Doch eine Mehrheit der Abgeordneten will ihre Zustimmung zum Vertrag aus unterschiedlichen Gründen verweigern. Die Premierministerin Theresa May versucht derzeit in einem verzweifelten Kampf, doch noch eine Stimmenmehrheit für den geordneten Austritt aus der Europäischen Union (EU) zusammenzubringen. Selbst ihren Rücktritt bis zu den nächsten Wahlen hat sie bereits angekündigt.



Am 15. Januar 2019 hat das britische Unterhaus mit einer Zweidrittelmehrheit den Vertragsentwurf abgelehnt, mit dem die Modalitäten für den Austritt Großbritanniens aus der EU (Brexit) geregelt werden sollten. Diese Abstimmung bildet nur den vorläufig letzten Akt in einem Drama, das vor allem zwischen überzeugten Brexit-Befürwortern und den Pragmatikern in der britischen Regierungspartei ausgetragen wird.

Im Kern geht es bei diesem Streit um die Fragen, ob Großbritannien bis Ende 2020 de facto in der EU bleibt und ob der Austritt mit einer Lösung der Irlandfrage verknüpft werden soll. Während der Übergangszeit soll ein Freihandelsabkommen zwischen den Wirtschaftsräumen abgeschlossen werden, um der engen wirtschaftlichen Verbindung Rechnung zu tragen und die Handelsbeziehungen weiterentwickeln zu können.

Die Vorstellungen der britischen Regierung und der EU-Kommission über das künftige Verhältnis beider Wirtschaftsräume sind allerdings derzeit sehr unterschiedlich. Damit ist die Wahrscheinlichkeit, eine Einigung innerhalb der Übergangszeit zu erzielen, eher gering. Die EU bietet den Briten allenfalls eine „Norwegen-Lösung“ an, mit der das Land im Binnenmarkt bleiben könnte.

Dies würde einen freien Warenverkehr ermöglichen, ohne einen gemeinsamen Außenzoll anwenden zu müssen. Großbri-

tannien möchte hingegen eine Lösung, die mit der Schweiz vergleichbar ist. In dieser würden sowohl der Marktzugang als auch die Zölle in Einzelabkommen verhandelt werden.

Besonders brisant ist der EU-Vorschlag für Nordirland. Entsprechend dem Friedensvertrag von 1998 ist es erklärtes Ziel beider Seiten (EU und Großbritannien), Zollkontrollen zwischen der Republik Irland als EU-Mitglied und Nordirland als Teil des Vereinigten Königreichs zu vermeiden. Kommt es aber nicht zu einer Einigung in der Übergangszeit, käme eine Notfallregelung, der sogenannte „backstop“, zum Tragen. Damit bliebe Nordirland im Binnenmarkt und Großbritannien in der Zollunion mit der EU, bis ein endgültiges Freihandelsabkommen ausgehandelt wäre.

Dies wäre für die starke Fraktion der Brexit-Vertreter innerhalb der konservativen Regierungspartei ein nicht vertretbarer Souveränitätsverzicht. Nachdem es Theresa May auch bis zum 21. Januar nicht gelungen ist einen Plan B vorzulegen, droht weiter die Gefahr eines ungeordneten Brexit! Das bedeutet, Großbritannien verlässt sowohl den Binnenmarkt als auch die Zollunion, ohne die Handelsbeziehungen zur EU und zu Drittstaaten geregelt zu haben. Das Vereinigte Königreich müsste in der Folgezeit sämtliche Zölle und Marktregelungen der EU mit Drittländern durch eigene nationale Bestimmungen ersetzen.

Nach Ablehnung des Vertrags rückt das Austrittsdatum 29. März 2019 näher

Grenze zu Nordirland als große Streitfrage

Risiko des Hard Brexit belastet britische und europäische Aktien

Integrationsstufen in Europa

	Euroraum	EU	EWR	Einzelverträge
Zollunion	X	X		
Binnenmarkt	X	X	X	
Währungsunion	X			
Beispiel	Deutschland	Schweden	Norwegen	Schweiz

Die EU hat vorsorglich bereits einen Notfallplan erarbeitet

Bis dahin gäbe es aber keine verbindlichen Regelungen für den Handel zwischen beiden Wirtschaftsräumen beziehungsweise für den Waren- und Leistungsverkehr zwischen Großbritannien und Drittstaaten. Um einen damit verbundenen Handelseinbruch zu vermeiden, hat die EU für diesen Notfall entsprechende Schutzvorkehrungen getroffen. Dennoch ist es fraglich, ob sich eine tiefe Rezession für Großbritannien vermeiden lässt. Dann wäre die aktuelle Wachstumsprognose der Regierung von 1,6 Prozent für 2019 eher mit einem Minuszeichen zu versehen.

Ende November 2018 hat die Bank of England eine aufsehenerregende Studie für das Szenario eines Hard Brexit vorgestellt. Ein ungeordneter Austritt ohne Übergangsfrist hätte demzufolge für das Königreich dramatische Folgen. Die Wirtschaftsleistung würde um acht Prozent einbrechen, das Britische Pfund auf dem ohnehin niedrigen Niveau noch ein Viertel seines Wertes

verlieren und die Immobilienpreise würden um ein Drittel fallen. Was für den Normalbürger jedoch viel gravierender ist: Die Arbeitslosigkeit und die Inflation würden sich nahezu verdoppeln.

Dennoch zeigen sich die Brexiteers (die Befürworter eines Hard Brexit) unbeirrt. Möglicherweise scheitern alle Lösungsansätze an der Irlandfrage. Noch immer ist alles offen, auch ein neues Referendum wird diskutiert, wenngleich die Meinung vertreten wird, dass das eine Missachtung des Wählerwillens darstellen würde.

Das politische Tauziehen wird auch an den Aktienmärkten und der Währung nicht spurlos vorübergehen und die Kursentwicklung stark belasten. Aber ein Hard Brexit hätte für Anlagen in Großbritannien schwerwiegende Negativfolgen. Einige namhafte Hedgefonds spekulieren aber nun auf einen Verbleib in der EU. ●



Der neue EZB-Präsident: Taube oder Falke

Wer wird der Nachfolger von EZB-Präsident Mario Draghi?

Taube und Falke beschreiben in der Evolutionspsychologie menschliches Verhalten. Ein Falke ist ein sogenannter Hardliner, jemand, der sich eher aggressiv verhält. Eine Taube ist ein eher friedfertiger Typ. In der Beschreibung der Politik der Notenbanken und ihrer Präsidenten haben sich diese Begriffe auch eingebürgert. Demnach wird die Europäische Zentralbank (EZB) gegenwärtig von einer Taube geführt. Mario Draghi ist der Vertreter einer sehr marktfreundlichen Geldpolitik. Seine Nachfolge wird gegenwärtig kontrovers diskutiert.

Im Jahr 2019 werden die beiden wichtigsten Positionen innerhalb der europäischen Verwaltung neu besetzt. Das Amt des EZB-Präsidenten und die Position des Präsidenten der EU-Kommission. Die EZB gilt als die mächtigste Institution auf europäischer Ebene. Ihr Einfluss auf die Konjunkturpolitik ist stärker als der jeder nationalen Re-

gierung. Geprägt wurde die EZB seit Ende 2011 von ihrem Präsidenten Mario Draghi, der mit seiner Haltung die Entscheidungen des Rates der EZB maßgeblich prägte. Aus der Amtszeit des Präsidenten werden den Marktteilnehmern zwei Schlüsselereignisse in Erinnerung bleiben: Im Juli 2012 stoppte er mit dem Versprechen, den Euro um je-

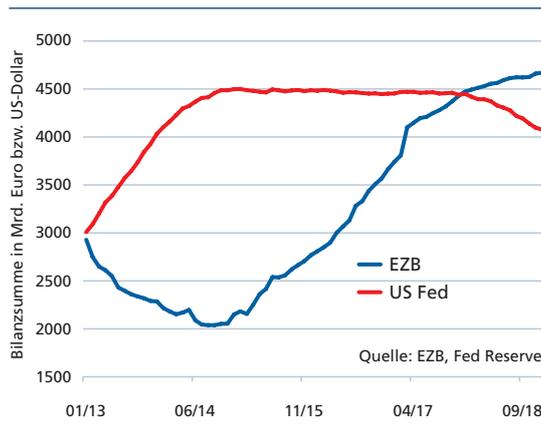
M. Draghi verhinderte das Auseinanderbrechen des Euro

den Preis zu bewahren, die Spekulation auf ein Auseinanderbrechen des Euroraums. Im Januar 2015 führte die Entscheidung, Staatsanleihen zu kaufen, zu einer anhaltenden Periode niedrigster Zinsen.

im Rennen um die Draghi-Nachfolge ausgeschieden ist, werden derzeit drei Kandidaten für die EZB-Spitze gehandelt. Jeder Kandidat steht für eine andere Ausrichtung der Geldpolitik.

Aufblähung der Bilanz durch Anleihenkäufe

Anleihenkäufe: EZB überholt Fed in der Bilanzsumme



Endet die Nullzinspolitik nach Draghi?

Vor allem der extrem expansiven Geldpolitik wird es zugeschrieben, dass sich das Wirtschaftswachstum im Euroraum stabilisierte und damit auch das Schuldenproblem zumindest bisher unter Kontrolle gehalten werden konnte.

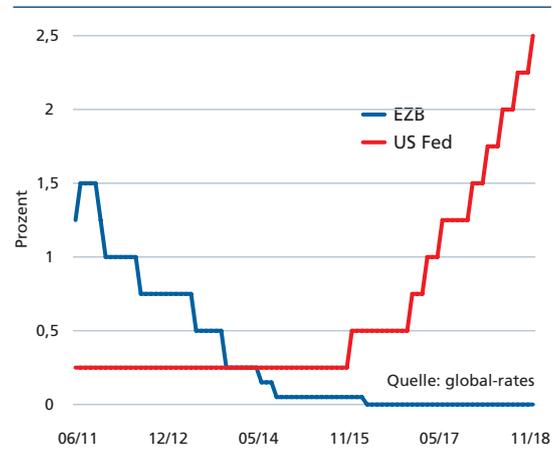
Dennoch ist die Nullzinspolitik keineswegs unumstritten im EZB-Rat. Denn zum einen macht sie festverzinsliche Papiere als Sparanlage unattraktiv, zum anderen erleichtert sie den privaten Haushalten und den Regierungen die Verschuldung. Gleichzeitig wurden die erklärten Ziele der EZB, die Sanierung des Bankensystems zu fördern und den Regierungen Zeit für Wirtschaftsreformen zu erkaufen, nur teilweise bzw. gar nicht erreicht. Insofern mehren sich die Stimmen, die auf eine Revision oder zumindest eine Modifizierung des aktuellen geldpolitischen Kurses setzen.

Anfang November wird ein neuer EZB-Präsident ernannt

Eine Gelegenheit hierzu würde sich mit dem Wechsel an der Spitze der EZB-Präsidentschaft Anfang November 2019 ergeben. Nachdem Bundesbankpräsident Jens Weidmann, ein erklärter Falke, de facto

Als Favorit unter Beobachtern gilt der Finne Erkki Liikanen, der bereits 2011 als Kandidat gehandelt wurde. Aus deutscher Sicht wäre seine Wahl positiv: In seiner aktuellen Position als Chef der finnischen Notenbank steht er am ehesten für eine konservative Ausrichtung der EZB, also eine nicht mehr so lockere Geldpolitik. Damit würde er unter den aktuellen Top-Kandidaten am ehesten dem Profil von Bundesbankchef Weidmann entsprechen, dem mangels Unterstützung durch die Bundesregierung kaum noch Chancen auf die Draghi-Nachfolge eingeräumt werden.

EZB-Refinanzierungssatz vs. US Fed Funds Rate



Außerdem könnte er seine Expertise bei der in vollem Gange befindlichen Strukturreform des europäischen Bankensystems einbringen, bei der es vor allem um die konsequente Sanierung bzw. Abwicklung südeuropäischer Banken geht.

Fast gleichauf im Rennen liegt der französische Notenbankchef François Villeroy de Galhau. Er gilt als Taube. Sollte er die Präsidentschaft übernehmen, ist die Fortsetzung der aktuellen Geldpolitik mit



allenfalls moderaten Zinsanhebungen nach 2019 am wahrscheinlichsten. Politisch stehen seine Chancen nicht schlecht, sofern Frankreich im Gegenzug den deutschen Kandidaten Manfred Weber für die Spitze der EU-Kommission mittragen würde. Dies gilt allerdings in politischen Kreisen als unsicher. Auch könnte die Tatsache, dass er bereits der zweite Franzose an der EZB-Spitze wäre, seiner Ernennung im Wege stehen.

Käme als dritter möglicher Kandidat der Ire Philip Lane in Frage. Der Chef der irischen Notenbank ist angelsächsisch ausgerichtet und sieht seinen Schwerpunkt in der Prävention systemischer Krisen. In der aktuellen Situation wäre von ihm eine vorsichtiger Gangart bei Zinserhöhungen zu erwarten. Zwar wird Lane derzeit eher für die Nachfolge des EZB-Chefvolkswirts Peter Praet gehandelt, dank seiner pragmatischen und kapitalmarktorientierten Ausrichtung könnte Philip Lane aber ein guter Kompromisskandidat für die EZB-Präsidentschaft sein.

Die Staats- und Regierungschefs entscheiden voraussichtlich nach den Wahlen zum Europäischen Parlament über die Neube-

setzung der Führungsposition der EZB. Ihr Votum wird vor allem von politischen Erwägungen bestimmt werden. Hierzu gehört das Interesse der Bundesregierung an einer deutschen Besetzung der Spitze der EU-Kommission und die damit verbundene Bereitschaft zu Zugeständnissen in der EZB-Führung.

Dennoch werden die Kapitalmärkte die Besetzung der EZB-Spitze als deutliches Signal werten, welche Rolle die EZB künftig in der wirtschaftspolitischen Ausrichtung des Euroraums spielen wird. Unter den Favoriten gibt es zwei Alternativen:

François Villeroy de Galhau (Taube) steht für die Fortsetzung der bisherigen EZB-Politik und die Idee, den Takt für die Konjunkturpolitik vorzugeben. Unter der Ägide des Falken Erkki Liikanen dürfte sich die EZB wieder auf ihre Rolle der Inflationsbekämpfung zurückziehen. Die Folge wären höhere Zins-erwartungen an den Kapitalmärkten. Bei entsprechender Konjunkturentwicklung würden sich diese dann auch bald bestätigen. ●

Die Besetzung wird richtungsweisend sein



Banken im Umbruch

„Umbruch“ beschreibt die Situation sehr gut. Umbruch ist (...) ein Synonym für einen grundlegenden Wandel. Und ich glaube: genau der steht den Banken bevor“, so Raimund Röseler, Exekutivdirektor Bankenaufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beim Symposium „Banken im Umbruch“ am 7.3.2018.

Treiber dieser Entwicklung ist unter anderem das herausfordernde Umfeld der Finanzdienstleister: Die Zinsmargen fallen seit Jahrzehnten. Hinzu kommen gestiegene Eigenkapitalanforderungen und eine einschränkende, kostenintensive Regulierung. Daneben sind die IT-Systeme vieler Institute veraltet. Zunehmende Anstrengungen in der Informationstechnologie (IT) wie bei der Kundenfokussierung zeigen aber, dass die Banken die Herausforderungen angenommen haben.

Über Jahrzehnte dominierten „altherwürdige“ Adressen den Bankenmarkt. Nun drängen neue Dienstleister in die Branche. In relativ kurzer Zeit entwickelten sich Start-ups mit einer App (Anwendungsprogramme für elektronische Geräte) zu Unternehmen, die global tätig sind. Im Zeitalter der Digitalisierung wird die Kundenbindung zu einer App größer, während die Bindung zur alten Hausbank schwindet.

Ein bekanntes Beispiel ist der Internet-Bezahldienst PayPal. Das Unternehmen wurde vor 20 Jahren als Plattform für eine einfachere Bezahlweise im Internet von eBay gegründet. Im vergangenen Jahr erzielte PayPal bereits einen Umsatz von 15,5 Mil-

liarden US-Dollar, die Marktkapitalisierung liegt beinahe dreimal so hoch wie die der Deutschen Bank. WePay, ein Wettbewerber, agiert inzwischen als Bank und hat Millionen von Kunden gewonnen. Smartphones sind immer öfter das Universalwerkzeug zur Erledigung verschiedener Alltagsaufgaben. Ob Kredite oder Anlage, ob Versicherungen oder Überweisungen, Internetfirmen und deren Apps bieten die Lösungen dazu.

Umbruch beim Branchenprimus

Die Entwicklung des früheren Branchenprimus Deutsche Bank und insbesondere der Aktie könnten seit der Finanzkrise mit dem Wort „dramatisch“ bezeichnet werden.

Die Bindung zur Hausbank schwindet

Neue Wettbewerber entstehen durch Apps



Und das, obwohl die Bank ohne Staatshilfen durch die Finanz- und Bankenkrise gekommen ist.

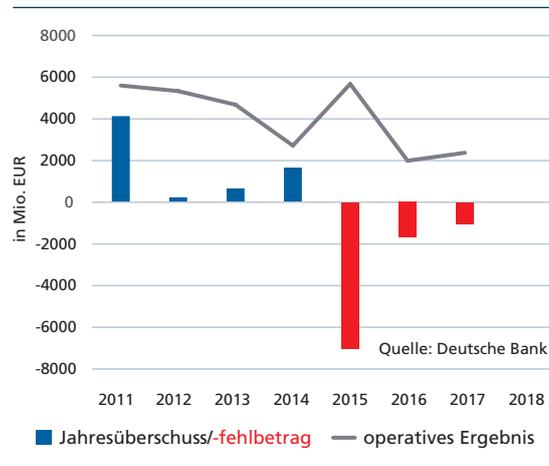
Doch die Reihe negativer Schlagzeilen will kein Ende nehmen. Dies betrifft sowohl die Strafzahlungen in Höhe von insgesamt mehr als 14 Milliarden Euro seit 2011 als auch die seit 2015 andauernde Serie von Verlusten. In diesen Fakten spiegeln sich vor allem Fehlentwicklungen der Vergangenheit. So war die Bank aufgrund übersteigter Renditeziele, wie der vom früheren Vorstandschef Josef Ackermann genannten 25 Prozent Eigenkapitalrendite, Geschäfte mit hohen wirtschaftlichen und juristischen Risiken eingegangen. Deren Folgekosten sind nun im Rahmen einer verschärften Regulierung (z.B. Basel III) in vollem Umfang zutage getreten. Sie dokumentieren das veränderte geschäftliche Umfeld der Banken.

Hintergründe der Abwärtsspirale sind neben den technologischen Herausforderungen auch der grundlegende Umbau des Bankensystems in Europa. Die Weiterentwicklung der IT, die Digitalisierung und die stärkere Regulierung verursachen zusätzliche Kosten und damit Verluste beziehungsweise niedrigere Gewinne. Werden steigende Erlöse ausgewiesen, stammen sie meist aus Sparmaßnahmen wie Stellenabbau oder Filialschließungen und weniger aus höheren Einnahmen.

Im Rahmen dieser Entwicklung ist die Deutsche Bank vom „global Player“ auf ein europäisches Mittelmaß geschrumpft. Gemessen an der Bilanzsumme rangiert sie hinter den französischen Großbanken BNP Paribas und Crédit Agricole sowie der spanischen Banco Santander auf Platz vier in der Liga der europäischen Banken.

Die Jahresberichte der Deutschen Bank spiegeln die aktuelle Problemlage mit steigenden Kosten und rückläufigen Erträgen

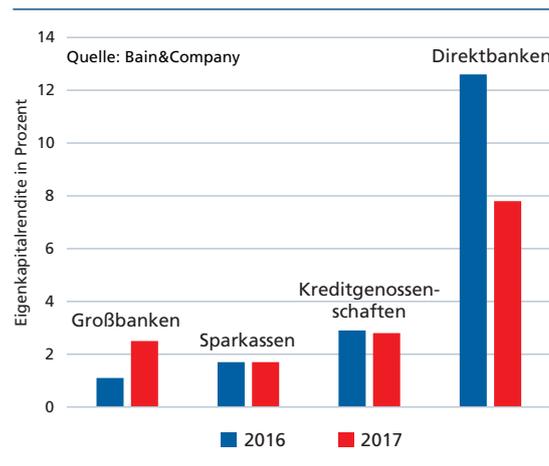
Deutsche Bank: Jahresergebnisse



Seit Jahren negative Ergebnisse bei der Deutschen Bank

eindrucksvoll wider. Gleichzeitig sind die Zahlen aber Ausdruck einer laufenden internen Konsolidierung. Denn ebenso wie ihre europäischen Konkurrenten kann die Deutsche Bank auf eine erhöhte Eigenkapitalquote und eine Stabilisierung der Kosten-Ertragsquote verweisen. Dies wird sowohl von internationalen Großinvestoren als auch von Branchenkennern inzwischen anerkannt.

Deutsche Banken mit Renditeschwäche



Besonders ermutigend ist nach einer Studie von Bain & Company aber die begonnene Neuausrichtung der Geschäftsmodelle der Deutschen Bank wie auch ihrer europäischen Konkurrenten. Konkret geht es um die erhöhte Wertschöpfung im Kerngeschäft, die über eine interne und externe

Neuausrichtung der Geschäftsmodelle macht Hoffnung

Konsolidierung erreicht wird. Was ist darunter zu verstehen?

Interne Konsolidierung steht für die Digitalisierung und Automatisierung von Arbeitsprozessen sowie die Neudefinition des Kundenverhältnisses. Beides zusammen ermöglicht maßgeschneiderte Finanzierungs- und Anlagelösungen. Letztlich sollte sich dies in einer deutlich erhöhten Wertschöpfung der Banken für sich und ihre Kunden auswirken.

Die externe Konsolidierung hingegen wird von der Unternehmensberatung Bain & Company als Königsweg für ein höheres Ertragspotenzial angesehen. Damit sind gemeint: Partnerschaften einzelner Häuser, die Entwicklung gemeinsamer Plattformen und Fusionen. Partnerschaften, die vor allem bei den Sparkassen im Mittelpunkt stehen, erleichtern die kostensparende Auslagerung von Aktivitäten, die nicht zum Kerngeschäft gehören wie Transaction Banking. Fusionen ermöglichen dagegen Skaleneffekte (größenbedingte Steigerungen der Effizienz), die gerade für das Geschäft mit international tätigen Geschäftskunden von entscheidender Bedeutung sind.

In jeder der drei Säulen des deutschen Bankwesens – private Großbanken, öffentliche Banken und Genossenschaftsbanken – hat im letzten Jahrzehnt eine deutliche Bereinigung stattgefunden. Diese trat auf verschiedenen Ebenen ein: auf der unteren Ebene der Filialen von Großbanken, von Sparkassen- und Genossenschaftsbanken, auf der oberen Ebene bei den Landesbanken und unabhängigen Großbanken. So hat sich die Zahl der Großbanken in Deutschland von fünf im Jahr 1998 auf nur noch zwei im Jahr 2008 verringert. Bei den Volks- und Raiffeisenbanken hat sich die Zahl in den letzten 18 Jahren um mehr als 1.000 verringert.

Nach Jahren des Stillstands kommt seit

2018 sowohl bei den öffentlichen Landesbanken als auch bei den Großbanken wieder Bewegung ins „Fusionskarussell.“ Bei den Landesbanken sind es vor allem die HSH Nordbank (HSH) sowie die Nord LB, die ganz wie die HSH oder teilweise (Nord LB) privatisiert wurden. Die bisherige strikte Drei-Säulen-Struktur des deutschen Bankwesens wird zwar nicht in Frage gestellt, aber auch hier ergeben sich Optimierungspotenziale. Deutschland funktioniert auch mit deutlich weniger Landesbanken.

Von größerem Interesse für die Aktionäre dürfte allerdings der Privatbankensektor sein. Offensichtliche Fusionskandidaten sind hier die beiden letzten unabhängigen Großbanken Deutsche Bank und Commerzbank. Vorbild könnte die Übernahme der Dresdner Bank durch die Commerzbank vor zehn Jahren sein. Dass die Bundesregierung einer Fusion wohlwollend gegenübersteht, war schon einem Bericht des Nachrichtendienstes Bloomberg am 12.12.2018 zu entnehmen. Demnach sucht die Bundesregierung nach Wegen, der Deutschen Bank einen Zusammenschluss mit dem Wettbewerber zu erleichtern. Dabei soll es angeblich auch um Steuererleichterungen für Holding-Gesellschaften gehen, weil die Umwandlung der Deutschen Bank in eine Holding einen Zusammenschluss der Banken vereinfacht. Mitte Januar wurde zudem bekannt, dass die Bundesregierung bereits bei der Bankenaufsicht „vorgefühlt“ habe, um Chancen auszuloten und Sympathie für einen solchen Schritt zu schaffen (HB, 16.01.2019).

Ohne auf diesbezügliche Mutmaßungen seitens verschiedener Medien einzugehen, ist festzustellen, dass der Fusionsdruck wieder zugenommen hat.

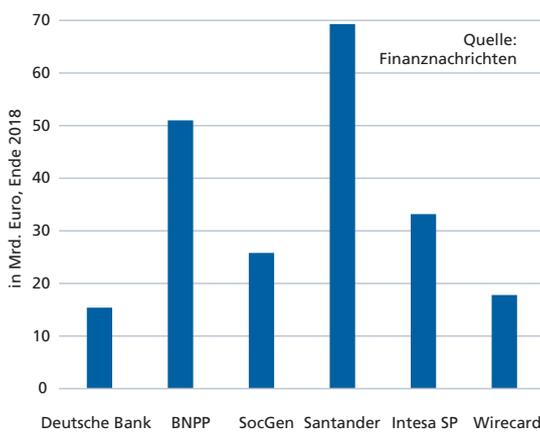
Dieser geht auch von der Europäischen Zentralbank (EZB) und der gemeinsamen europäischen Bankenaufsicht aus. So hat EZB-Präsident Mario Draghi in verschiedenen Stellungnahmen eine Schrumpfung

Eine Fusion zwischen Deutscher Bank und Commerzbank wird diskutiert

In der Banklandschaft hat eine deutliche Bereinigung stattgefunden

des Bankwesens angemahnt. Allerdings dürften in der jetzigen Marktlage Fusionen mit anderen europäischen Häusern für deutsche Banken wenig attraktiv sein, da sie sich aufgrund der Marktkapitalisierung in der Rolle des Juniorpartners befänden.

Marktkapitalisierung von Großbanken in der EU



Die Sanierungsbemühungen der deutschen und europäischen Banken sind nicht nur für die Institute selbst, sondern für die Wirtschaft insgesamt von entscheidender Bedeutung. Dies hat sich gerade in der jüngsten Vergangenheit wiederholt gezeigt. So war die Eurokrise 2011 bis 2013 mit einer Bankenkrise vor allem in Südeuropa verbunden, die zu einer mehrjährigen Rezession der betroffenen Länder führte. Umgekehrt trug die Gesundung spanischer Großbanken wesentlich zum anschließenden Wirtschaftsaufschwung des Landes bei. Gleichzeitig ging die andauernde Sanierung deutscher Banken mit dem schwächeren Wachstum der hiesigen Wirtschaft gegenüber dem Durchschnitt im Euroraum einher. Die Verkürzung der Bankbilanzen ließ keine wohlwollende Kreditvergabe mehr zu.

Letztendlich sind gesunde Banken für eine prosperierende Wirtschaft entscheidend. Angeschlagene Banken verhindern eine positive Entwicklung, da die Kreditvergabe eingeschränkt und der Wirtschaft eher

noch Geld entzogen wird. Das zeigt, wie wichtig gesunde und starke Banken für das Wirtschaftsleben und letztlich für das Gemeinwohl sind. Die seit langem laufenden Sanierungsbestrebungen sind also entscheidend und müssen erfolgreich sein.

Schon das im Jahre 1967 verabschiedete deutsche Stabilitäts- und Wachstumsgesetz hat das Ziel eines stetigen und angemessenen Wirtschaftswachstums rechtlich verankert. Anders als im Gesetz festgelegt haben die Banken bei der Erfüllung dieses Ziels eine herausragende Rolle.

„Wenn die Nacht am schwärzesten ist, ist der Morgen nicht mehr fern“

Bezieht man diese Redewendung auf den europäischen / deutschen Bankensektor, könnte man annehmen, dass bald eine Wende bevorsteht. Wann diese Wende jedoch einsetzt und ob sie nachhaltig sein wird, kann aktuell noch nicht prognostiziert werden. Für einen besseren Ausblick sprechen aber die bereits erfolgten Sanierungsarbeiten in Form einer gestärkten Kapitaldecke sowie eine höhere Eigenkapitalrentabilität. Diese sollte sich auch für die Gesamtwirtschaft in höherer Stabilität wie einer besseren Kreditversorgung auszahlen.

Bleibt der Blick auf die Herausforderungen, die sich durch die „neuen Konkurrenten“ ergeben. Aus unserer Sicht hat die Bankenbranche diese Entwicklung erkannt. Vielfach wird unter Hochdruck mit neuen Angeboten experimentiert. Bankschalter werden zu Erlebnis-zonen umgebaut, Banking- und Bezahllapps eingeführt. In den Bereichen, in denen die jungen Fintechs schneller und innovativer sind, werden Firmen gekauft, integriert oder als Tochtergesellschaft angegliedert. Diese Bemühungen kommen spät, aber nicht zu spät. ●

Kapitaldecke und Rentabilität haben sich erhöht

Die Banken haben die Herausforderungen angenommen

Deutsche Autoindustrie



Dieselskandal und Elektromobilität: Eine Vorzeigebbranche unter Druck

Von Dr. Michael
Clauss, Dozent für
Volkswirtschaftslehre
und Wirtschaftspo-
litik

Die Automobilindustrie stand in puncto Wachstum, Gewinn und Beschäftigung lange Zeit auf der Sonnenseite. Der Dieselskandal und das Thema Elektromobilität haben nun in den Bilanzen deutliche Spuren hinterlassen. Die Zulassungszahlen sind signifikant gesunken. Und es gibt eine Debatte, die weit über die Diskussion um neue Antriebe hinausgeht. Sie stellt das Geschäftsmodell, basierend auf Leistung und technischer Effizienz, ebenso infrage wie die Struktur der Automobillobby aus Herstellern, Politik und Wissenschaft. Die notwendige Veränderung dieser Strukturen stellt für die Branche eine noch größere Herausforderung dar als das Aufholen etwaiger Rückstände bei der Elektromobilität. Gleichzeitig ist die notwendige Erneuerung aber auch eine Chance für den Standort Deutschland.

Das Herzstück der deutschen Indus- trie wird in Frage gestellt

Die deutsche Automobilindustrie macht mit einem Jahresumsatz von 350 Milliarden Euro bzw. zehn Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) das Herzstück der deutschen Wirtschaft aus. Ihre lange unangefochtene Stellung wird inzwischen mehr und mehr

infrage gestellt. Vordergründig geht es um die Antriebstechnik. Hier kämpfen die führenden deutschen Autohersteller an zwei Fronten: Auf der einen Seite ging es bisher für die Hersteller und das immer kleinteiligere Netzwerk von Zulieferern darum, die



technologische Spitzenstellung zu behaupten. Mittlerweile sehen sie sich jedoch als Verteidiger einer alten Technologie, die mit den Umweltzielen immer mehr in Konflikt gerät. Auf der anderen Seite zeigt sich der technologische und organisatorische Nachteil gegenüber der internationalen Konkurrenz bei der Entwicklung der Elektromobilität.

Die Schwierigkeiten bei der Anwendung der neuen Verbrauchsmessverfahren WLTP (world-wide harmonised light-duty vehicles test procedure), sichtbar an den seit September 2018 einbrechenden Zulassungszahlen, machen das Dilemma zunehmend deutlich.

**PKW-Zulassungen in der EU:
Aufwärtstrend vorerst gestoppt**



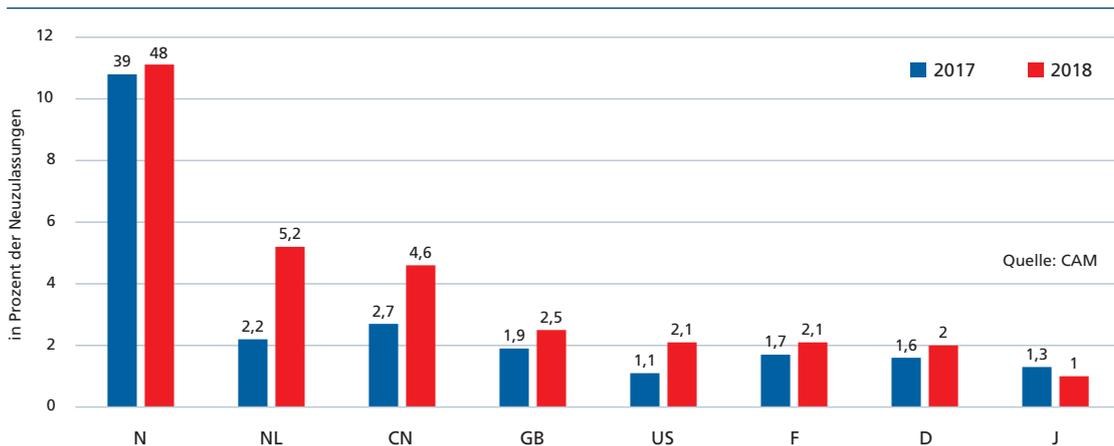
Die Anwendung des WLTP-Verfahrens, ebenso wie die bremsende Rolle der deutschen Politik in der EU-Gesetzgebung zeigen, dass es um weit mehr als um neue Technologien geht. Das WLTP legt eine Verbrauchsmessung unter realistischen Bedingungen fest. Es zeigt, dass eine hinreichende Reduzierung der Schadstoffbelastung mit konventionellen Antrieben unter vertretbarem Aufwand kaum darstellbar ist. Dies stellt letztlich das bisherige Geschäftsmodell von exzellenter Motorentechnik der deutschen Hersteller infrage.

Hinzu kommt, dass den Kunden mit alternativen Antrieben, vor allem Elektro- und Hybridantrieben, echte Alternativen geboten werden. So erreichten Elektrofahrzeuge (Electrically Chargeable Vehicles – ECV) bei den Neuzulassungen in Deutschland einen Marktanteil von einem Prozent. Zusammen mit extern aufladbaren Hybridfahrzeugen betrug der Marktanteil sogar das Doppelte (s. Grafik). Gleichzeitig verlieren gravierende Hemmnisse für eine flächendeckende Elektromobilität an Bedeutung:

1. Die Reichweite der Batterien wurde deutlich gesteigert, die Ladezeit verkürzt. Ein Mittelklasse E-Kompaktfahrzeug hat mittlerweile eine Reichweite von etwa 250 km. Die Ladezeit an

Das WLTP-Verfahren misst die Schadstoffbelastung unter realistischen Bedingungen

Anteil der Elektrofahrzeuge (ECV, BHEV) bei den Neuzulassungen



Norwegen und die Niederlande führen bei den Neuzulassungen



Es geht nicht um den Sinn von Elektromobilität, sondern um die Durchdringung

Der Übergang wird mit weiteren Friktionen einhergehen

- öffentlichen Schnellladestationen beträgt im Schnitt zwischen 30 und 60 Minuten.
2. Der Aufbau einer Elektroinfrastruktur wird seit 2018 sowohl vom Staat als auch von privaten Anbietern beschleunigt in Angriff genommen. Neue Verfahren sollen ab 2020 auch die Ladung an Straßenlaternen ermöglichen. Gleichzeitig machen die Energieversorger bei der Normierung der Abrechnungssysteme große Fortschritte. Die Niederlande und Norwegen, führende Nationen in der Elektromobilität zeigen, dass die Infrastruktur der wichtigste Treiber einer Umstellung ist.
 3. Auch die Produktionsprozesse von Batterien kommen voran. Das betrifft nicht nur den Aufbau sogenannter Giga-Produktionsstätten ab 2021 in Ostdeutschland. Es gilt auch für den Zugang deutscher Firmen zu großen Lithium-Lagerstätten in Bolivien, einem Hauptrohstoff für E-Fahrzeug-Batterien.

Seit 2017 ist auch die Bundesregierung aktiver. Mit einem Förderprogramm werden von Anfang 2018 bis Mitte 2019 rund 300.000 Elektrofahrzeuge (einschließlich Hybride) mit 4.000 Euro pro Fahrzeug gefördert (davon 2.000 Euro vom Hersteller). Allerdings wurde bis Ende 2018 noch nicht einmal ein Drittel des Fördervolumens abgerufen. Als Grund wird vor allem die bisher mangelhafte Infrastruktur genannt.

Insofern hat sich die aktuelle Debatte verlagert: Weg von der Frage nach dem Sinn der Elektromobilität hin zu den Fragen, wie der Übergang zu gestalten ist und wie weit die Durchdringung gehen soll. Für die Wirtschaft und die Umwelt sind noch wesentliche Fragen zu klären, von denen an dieser Stelle drei Probleme genannt werden.

1. In ökonomischer Hinsicht ist es wenig wahrscheinlich, dass der Übergang zur Elektromobilität reibungslos funktioniert. So ist der Aufbau der Produkti-



onkapazitäten für Elektrobatterien der aktuellen Nachfrage vorausgeeilt. Mitte 2018 lag die Fertigungskapazität um 30 Prozent über dem Bedarf, was einen entsprechenden Preisverfall erwarten lässt. Solche Ungleichgewichte und Preisschwankungen sind in einer Pionierbranche nicht ungewöhnlich. Wegen der Bedeutung des Automobilmarktes dürften solche Schwankungen in den kommenden Jahren aber auch auf die Gesamtwirtschaft durchschlagen. Dies betrifft vor allem China, mit einer globalen Fertigungskapazität von derzeit über 40 Prozent, während Europa über weniger als zehn Prozent verfügt.

2. Die Umweltbilanz für Elektrofahrzeuge wird kontrovers beurteilt. So fallen bei der Produktion von E-Fahrzeugen deutlich mehr CO₂-Emissionen an als bei einem Wagen mit Verbrennungsmotor. Beim VW Golf ist der Wert, gemäß Schätzungen des schwedischen IVL Swedish Environmental Research Institute, mehr als doppelt so hoch wie beim benzingetriebenen Äquivalent. Deutlich günstiger sieht die Bilanz des Fahrens aus: Gegenüber Benzinfahrzeugen können Elektrofahrzeuge, je nach Leistung, zwischen 20 und 80 Prozent der CO₂-Emissionen einsparen. Zudem ist in den kommenden Jahren mit einer erheblichen Verbesserung der Umweltbilanz durch Einsatz neuer Rohstoffe wie Lithium-Polymere in der Batterieproduktion zu rechnen.
3. Als brisant wird der Übergang zur Elektromobilität für den Arbeitsmarkt geschätzt. So werden einem Betriebsrat von Daimler zufolge (SZ 05.01.2019) durch den Wegfall der Getriebe und die Vereinfachung der Antriebe ein Drittel der Arbeitsplätze im Automobilbereich entfallen. Dies würde für die gesamte

Wirtschaft nicht ohne Folgen bleiben, legt man eine Beschäftigtenzahl von 850.000 bei Herstellern und Zulieferern zugrunde.

Alles in allem bleibt selbst bei der zu erwartenden technologischen Entwicklung offen, wie weit die Durchdringung der Elektromobilität gehen wird und ob es über 2030 hinaus ein Nebeneinander von Benzinern und „Stromern“ geben wird.

Offen bleibt auch, wie die Automobilindustrie mit dem Wandel im Personentransportwesen umgehen wird. Autonomes Fahren, Carsharing oder Fahrdienste werden die Geschäftsmodelle von Herstellern und Dienstleistern zukünftig massiv verändern. Der Bedarf an „Individualfahrzeugen“ könnte sich dadurch gravierend verringern. Um auf der Erfolgsspur bleiben zu können, werden sich Fahrzeughersteller vom Produzenten zum Dienstleister wandeln müssen. Dieses Thema werden wir in einem unserer nächsten Berichte noch aufgreifen.

Fazit:

Der Durchbruch der Elektromobilität steht kaum noch infrage. So hat die neue Führung des VW-Konzerns ein Investitionsvolumen in Höhe von 4,5 Milliarden Euro für Elektromobilität angekündigt. Unabhängig davon wird das Elektroauto VW Neo Ende des Jahres als erstes Elektroauto einer neuen Generation auf den Markt kommen. Aufgrund seiner Konzeption hat der Neo das Potenzial, die Erfolgsgeschichte des VW Golf oder gar des Ford Model T fortzusetzen, der vor einhundert Jahren das Zeitalter der Massendemobilität einläutete. Dies könnte das Straßenbild und die Infrastruktur in den kommenden Jahren mehr verändern, als es die meisten Autofahrer bislang erlebt haben. ●

Elektromobilität könnte 1/3 der Arbeitsplätze kosten!

Die Produktion eines Elektroautos verursacht doppelt so viel CO₂ wie die eines herkömmlichen Autos!

Die E-Mobilität wird das Straßenbild und die Infrastruktur gravierend verändern



Anleger, ärgere Dich nicht!

An der Börse ist nicht jeder Wurf ein Sechser – doch nur wer mitspielt, kann gewinnen

Es ist nur allzu menschlich: Am Ende eines schwachen Börsenjahres hadern Anleger oftmals mit ihren Entscheidungen. Das Jahr 2018 erwies sich als ein Jahr, in dem es schwierig und teils unmöglich war, Gewinne zu erzielen. Wer mit Indexfonds in den Deutschen Aktienindex DAX investierte, hat sogar fast 20 Prozent verloren. Da stellen sich Fragen wie: Hätte ich das nicht irgendwie wissen können? Hätte ich etwas dagegen tun können?

Verluste schmerzen mehr als Gewinne erfreuen

Gerade bei Privatanlegern ist der Konjunktiv immer präsenter als der Indikativ. Sie neigen dazu, sich mehr mit den entgangenen Gewinnen zu beschäftigen als mit den tatsächlichen Erfolgen. Verluste werden stärker empfunden als die Freude über Ge-

winne, weiß die Wissenschaft der „Behavioural Finance“. Sie befasst sich mit den verhaltenspsychologischen Aspekten des Umgangs mit Geld.

Was hilft gegen destruktive Gefühle? Fak-

ten, Fakten, Fakten! Wir unternehmen deshalb einen Spaziergang durch den Zoo finanzmathematischer Effekte. Deren Kenntnis macht es dem Anleger leichter, mit der Volatilität, also dem Schwankungsverhalten der Kurse zurechtzukommen.

Das Auf und Ab gehört zur Natur der Börse. Trotzdem verunsichern Kursbewegungen viele Anleger. Stets fürchten sie, eine Chance zu verpassen oder bereits einen folgenschweren Fehler begangen zu haben. Nicht wenige fühlen sich unwohl dabei. Und dieses Unwohlsein lässt sich sogar mathematisch belegen:

Wir unterstellen, dass ein Anleger mit sich und der Welt zufrieden ist, wenn sein Vermögensstand nicht oder zumindest nicht deutlich unter einen bereits erreichten Stand fällt. Um zu erahnen, wie selten ein Anleger zufrieden ist, sehen wir uns der Einfachheit halber den DAX an. Diesen Index auf deutsche Standardaktien gibt es seit dem Jahr 1987, zurückgerechnet wurde er bis 1959. Wir wollen uns jene Phasen ansehen, in denen der DAX höchstens fünf Prozent unter seinem bis dahin erreichten Höchststand lag. Obwohl der DAX in der Tendenz immer gestiegen ist, lag er die meiste Zeit aber nicht nah an seinem

jeweils gültigen Höchststand. Tatsächlich bescherte er Anlegern seit 1959 statistisch betrachtet in vier von fünf Tagen den Ärger, dass man schon einmal deutlich besser dastand. Nur in knapp einem Fünftel der Zeit konnten sich die Anleger also wohl fühlen! Kosten aller Art und Steuern blieben in allen Rechnungen unberücksichtigt. Sie würden an den Ergebnissen qualitativ nichts ändern.

So selten konnte ein DAX-Anleger in den letzten 20 Jahren entspannt sein



Börsenkurse liegen die meiste Zeit deutlich unter dem letzten Hoch

Grüne Phasen zeigen wann der DAX maximal 5% unter seinem letzten Hoch oder besser lag (Anleger entspannt)

Die folgende Grafik zeigt, welche Gefühle einen Anleger im Laufe eines Börsenzyklus umtreiben können und wie sich das auf sein Handeln auswirken mag:

Stimmungskurve eines typischen Anlegers



Anleger verkaufen oft nach herben Kursverlusten ...

Fatal ist vor allem die Reaktion, nach einem Kursrückgang entnervt das Handtuch zu werfen, was Anleger öfter tun, weil sie Verluste schwer ertragen. Welche massiven Auswirkungen dieses Verhalten haben kann, zeigt ein kleines Gedankenexperiment: Stellen Sie sich vor, ein Anleger ist in den vergangenen 20 Jahren immer im DAX investiert gewesen. Ein zweiter Anleger war – bis auf zehn Tage – fast immer investiert. Wir nehmen nun an, dies seien die besten zehn Tage dieses Zeitraums gewesen. Wie lautet Ihr Tipp? Um wie viel schlechter wird das Anlageergebnis des zweiten Anlegers ausfallen? Er hat die zehn besten Tage verpasst, aber es sind nur zehn von mehr als 5.200 Tagen. Das sollte nicht allzu schlimm sein, weniger als 0,2 Prozent der zwei Dekaden zu versäumen!

... und verpassen so die besten Börsentage

Die Grafik zeigt: Man überschätzt sich gewaltig. Der erste Anleger, der Silvester 1998 den Gegenwert von 100.000 Euro in den DAX investiert und liegen gelassen hat, verfügt über einen Depotwert von mehr als 211.000 Euro. Das entspricht einer jährlichen Rendite von plus 3,81 Prozent. Den zweiten Anleger hingegen kommen seine zehn Tage Abstinenz teuer zu stehen: Er verfügt über weniger als 95.000 Euro! Er hat also sogar einen Verlust erlitten. Seine jährliche Rendite beträgt frustrierende minus 0,29 Prozent.

DAX:
Die letzten 20 Jahre ohne die zehn besten Tage



Nun mögen Sie einwenden: „Es ist ja schon extrem, anzunehmen, dass ein Anleger genau die zehn besten Tage versäumt. So viel Pech kann man ja gar nicht haben!“ Das ist genau der Punkt, an dem es interessant wird. Die zehn höchsten Tagesgewinne des DAX treten nämlich nicht bunt gemischt an beliebigen Tagen auf. Überraschenderweise fällt kein einziger Tag auf eine Aufwärtsphase des Index. Vielmehr ballen sich sechs der stärksten Tage zwischen dem Sommer 2002 und dem Frühling 2003! Mit Tag Nummer 10 startete am 13. März 2003 sogar die fast fünf Jahre währende Aufwärtsbewegung, die den DAX von 2.200 Punkten auf über 8.000 Punkte trieb. Es folgte die Finanzkrise und der DAX stürzte erneut ab. Im nervösen vierten Quartal 2008, nach der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers, finden sich die vier übrigen stärksten Tage, gleich drei davon sogar mit mehr als zehn Prozent Zugewinn.

Rang	Tagesrendite	Datum
4	7,8%	29.07.2002
8	7,0%	06.08.2002
7	7,2%	11.10.2002
9	9,9%	15.10.2002
6	7,3%	02.01.2003
10	6,8%	13.03.2008
1	11,4%	13.10.2008
2	11,2%	28.10.2008
3	10,3%	24.11.2008
5	7,6%	08.12.2008

Die höchsten Tagesgewinne entstehen also als Reaktion auf vorangegangene Verluste. Und genau das macht es für Anleger gefährlich. Wir neigen dazu, nach einer enttäuschenden Börsenphase aufzugeben und zu verkaufen. Es ist demzufolge sogar wahrscheinlich, dass ein Anleger der Börse im falschen Moment den Rücken kehrt. Nach einer Kapitulation verunsicherter Anleger dreht der Markt meist kräftig nach oben. Nicht besser ergeht es übrigens In-



vestoren, die emotionslos Verluste begrenzen wollen: Wer mit Stop-Loss-Marken automatisch verkauft, sobald der Markt ein gewisses Niveau unterschritten hat, ist nicht mehr investiert, wenn die Börse abrupt wieder in den Gewinnmodus schaltet. Das ist ein alarmierendes Ergebnis. Sobald man seinem menschlichen Naturell nachgibt, schmilzt die Performance dahin.

Sehen wir uns ein anderes typisches Verhaltensmuster an: Das Warten darauf, dass die Kurse endlich sinken, und wenn sie es dann nicht tun, irgendwann dem Trend hinterherzulaufen. Stellen Sie sich vor, drei Sparer haben vor zwanzig Jahren begonnen, jedes Quartal Geld zur Seite zu legen, 2.000 D-Mark zunächst, später den Gegenwert in Euro. Ein Sparer traut Aktien nicht und legt alles zu Hause in den Safe. Ein zweiter investiert das Geld jedes Quartalsende in den DAX. Der Dritte möchte das Geld auch in den DAX investieren, schreckt aber zunächst zurück: Es ist das Jahr 1998, die Asienkrise ist gerade vorbei, die Kurse haben sich etwas erholt, aber die Situation erscheint ihm zu unsicher. Sparer Drei legt sein Geld daher, wie der erste Sparer, zunächst unverzinst auf die Seite. Er beobachtet, wie der DAX von 5.000 auf fast 8.000 Punkte steigt. Da wird es ihm zu bunt und er investiert den angesammelten Betrag. Aber er hat kein Glück: Die Internet-Blase platzt, der DAX verliert zwei Drittel seines Wertes.

Verschreckt legt unser ungeschickter Investor seine neuen Sparraten abermals auf die Seite und fasst erst wieder Mut, nachdem der DAX jahrelang gestiegen ist – also im Jahr 2007. So geht es weiter. Kurz gesagt, er ist ein Pechvogel, der wiederholt direkt vor einem Kursabschwung investiert, immer und immer wieder. So ein Anleger muss unweigerlich Verluste erzielen, oder?

Es ist schwer zu glauben, aber so schlecht schneidet der Pechvogel gar nicht ab. Natürlich macht sich sein missglücktes Timing bemerkbar: Er kommt auf ein Vermögen von 97.329 Euro, während der disziplinierte Aktien-Sparer 143.682 Euro erreicht. Beim ersten Sparer aber liegen 81.807 Euro im Safe – diesem fehlt der Renditevorteil von durchschnittlich über 1,5 Prozent pro Jahr, die der ungeschickte Investor trotzdem noch erreicht hat. Es zeigt sich: Langfristig ist jeder Investitionszeitpunkt im Rückblick renditeträchtig. Daher geht es in erster Linie darum, überhaupt investiert zu sein. Kein Aktienanleger schneidet langfristig so schlecht ab wie jene Anleger, die ihr Vermögen in den Safe oder auf das Tagesgeldkonto legen. Letzteres ist aus Renditesicht ähnlich schlecht wie der Safe.

Trotzdem versuchen sich viele Anleger weiterhin am sogenannten „Market Timing“. Immer wieder erklären selbsternannte Börsengurus: „Die Talfahrt der Kurse ist doch

Lieber schlecht investiert als gar nicht

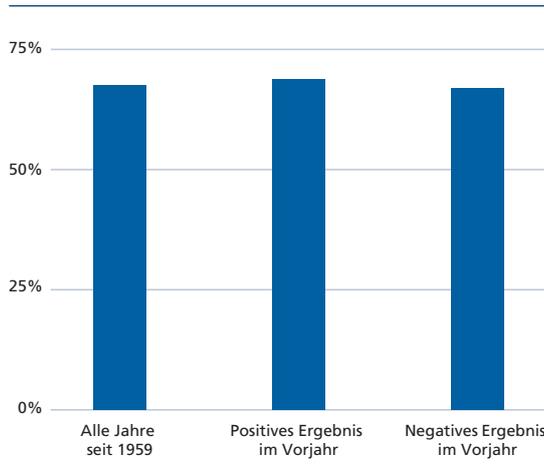
Der ungeschickte Investor kauft stets kurz vor dem nächsten Kursrutsch



Es gibt keine einfachen Börsenregeln

absehbar gewesen. Man hätte die Reißleine ziehen müssen.“ Oder: „Der Einstieg auf dem niedrigen Niveau ist doch eine klare Einladung gewesen.“ Wer so etwas sagt, unterstellt, es gäbe eindeutige einfache Regeln, wie es nach einer bestimmten Bewegung der Kurse weitergeht. Doch die Realität ist komplexer. So kann die Börse nach einem Kursrutsch zum Ergebnis kommen, es sei übertrieben worden. Dann folgt eine kräftige Erholung. Oder der Trend erweist sich als stabil und es geht weiter südwärts. Bei einzelnen Aktien gibt es Anhaltspunkte. Simple Regeln, nach denen man erfolgreich handeln könnte, sucht man jedoch vergeblich. Dies illustrieren die Jahresrenditen des DAX:

Anteil der Börsenjahre, die der DAX im Plus beendet



Erfolgsfaktoren sind Fehlervermeidung ...

Von den 58 Jahren, die man den DAX zurückverfolgen kann, endeten 39 Jahre mit einem Plus – das sind 67 Prozent. Nun lässt sich fragen: Hätte das Jahresergebnis einen Hinweis auf das folgende Jahr geben können? Mitnichten! In den 39 Jahren, die auf ein positives Vorjahr folgten, wurde 26 Mal ein Gewinn erzielt – das sind ebenfalls 67 Prozent. In 19 Fällen, in denen ein Jahr mit einer negativen Vorgabe gestartet war, gelangen 13 Trendwenden, das sind 68 Prozent. Kurz und gut: Die Chance, mit dem DAX in einem Kalenderjahr Gewinne zu erzielen, ist etwa zwei Drittel, egal, was

vorher passierte. Man kann den Verlauf des DAX in jede Richtung analysieren, immer stößt man auf die kalte Eleganz des Zufalls. Auch für andere Aktienindizes gilt: Die Ergebnisse wirken, als seien sie ausgewürfelt.

Man wird sich damit abfinden müssen: Souverän auf allen Börsenwellen zu surfen, wie es im Marketing von Handelsplattformen gerne suggeriert wird, ist ein Ding der Unmöglichkeit. Das kann deshalb nicht funktionieren, weil die Kursprognose keine Wettervorhersage ist. Wenn alle Meteorologen das Wetter korrekt vorher sagen, ist das eben so. Wenn hingegen alle oder viele Börsianer vermuten, der DAX werde in einem halben Jahr tiefer stehen als aktuell, dann fällt der DAX sofort. Der Grund ist, dass jeder sofort verkauft, der die Marktentwicklung skeptisch sieht. Wer die Börse perfekt prognostizieren wollte, müsste also wissen, was jeder einzelne Anleger tut und tun wird. Anleger dürfen also keine Perfektion anstreben, sie benötigen Langmut wie beim Brettspiel „Mensch ärgere Dich nicht“. Auf dem Weg zum Sieg würfelt jeder auch mal nur Einser.

Aber wie sollte man sich dann konstruktiv an den Finanzmärkten verhalten? Es ist doch nicht nur ein Glücksspiel!? Oder was zeichnet einen guten Anleger, einen guten Vermögensverwalter aus?

Es sind zwei Aspekte. Zunächst geht es darum, Fehler zu vermeiden. Es gehören gute Nerven dazu, in einem turbulenten Marktumfeld nicht einfach alles zu verkaufen. Besser ist es, ab und zu einfach mal zu verkaufen, um Gewinne zu sichern, und an anderer Stelle neu zu investieren. Das ist die Verbindung zum zweiten Aspekt: Die Auswahl der Wertpapiere bildet den zentralen Erfolgsfaktor der Vermögensanlage. Dabei gelten immer noch die Grundsätze, die der berühmte Ökonom John Maynard Keynes bereits im Jahr 1938 festhielt. Im Zentrum seiner Überlegungen steht die Unterschei-



dung zwischen dem Kurs und dem Wert eines Investments. Er empfahl, Investments zu wählen, die im Vergleich zum Börsenkurs einen hohen aktuellen oder immanenten (inneren) Wert aufweisen. Es geht also um Titel, von denen man in der Zukunft begründet einen hohen Wert erwarten kann. Diese Wertpapiere solle man halten, bis der Erfolg eintrete oder bis offenkundig sei, dass man sich geirrt habe. Die ausgewählten Investments sind so zusammenzustellen, dass man sich einer Vielzahl von Risiken in einem ausbalancierten Verhältnis aussetze, denn: Wer Risiken streut, wird

nicht von einem einzelnen unglücklichen Ereignis schwer getroffen. Und wer sich für werthaltige Investitionen entscheidet, wird bei geringeren Schwankungen bessere Resultate erzielen.

Am Ende ist es wieder einfach: Wichtig ist es, in den richtigen Märkten dauerhaft investiert zu sein. Disziplin und Frustrationstoleranz helfen, der Rest sind Handwerk, Können, Erfahrung und ein langer Atem. Dann macht es auch Freude! ●

... und eine langfristige disziplinierte Strategie



Nachhaltig anlegen hat Zukunft

Verantwortliches Investieren: Das vermeintliche Modethema etabliert sich

Von Dr. Stefan Klotz,
VIF-KlotzConsulting

Mitte Dezember 2018, kurz vor Weihnachten: Auf der Weltklimakonferenz in Kattowitz tritt eine 15-jährige Schülerin aus Schweden ans Rednerpult. Greta Thunberg erlebt die wohl wichtigsten drei Minuten ihres jungen Lebens und beeindruckt ihre Zuhörer. Wie, fragt sie, soll sie einmal ihren Kindern erklären, warum die Menschen heute so wenig gegen die drohende Klimakatastrophe tun? Und das, obwohl die Menschheit mehr tun könnte.

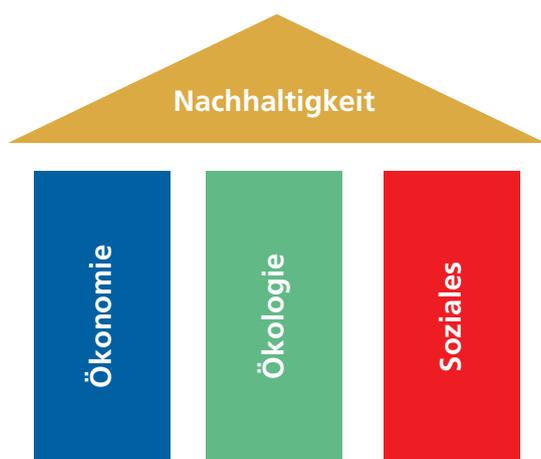
Greta Thunbergs Frage stellt sich auch Anlegern: Wie hoch ist der CO₂-Ausstoß des eigenen Portfolios? Und wie fühlt man sich, wenn die Umweltkosten und andere Lasten nicht die Wirtschaft, sondern die Allgemeinheit trägt? Die Antworten finden sich im Begriff „SRI“, der für „Socially Responsible Investing“ steht. Dahinter verbirgt sich die Idee, beim Investieren auch Verantwortung gegenüber der Allgemeinheit zu übernehmen.

„Verantwortlich“ und „Nachhaltig“ – zwischen Worthülsen und Sinn

SRI sagt noch nichts darüber aus, wie man diese Verantwortung übernehmen kann. Das Gleiche gilt für den meist identisch verwendeten Begriff des „Sustainable Investing“, also der „Nachhaltigen Geldanlage“. Nachhaltigkeit – dieser Begriff ist sicherlich überstrapaziert. Wer denkt da nicht an Gurken, vermeintlich Bio, aber um den halben Erdball transportiert und in Plastik eingeschweißt. Oder an Investmentfonds, die sich nachhaltig nennen und in Rüstungsaktien investieren!

Dabei ist nachhaltiges Wirtschaften im Grunde ein präzise definiertes und sinnvolles Konzept. Es besagt, dass langfristig erfolgreiches Wirtschaften auf drei Säulen basiert: Wichtig sind eine bedachte Nutzung der natürlichen Ressourcen und die soziale Verträglichkeit des wirtschaftlichen Handelns, aber ebenso unverzichtbar ist auch der ökonomische Erfolg. Nachhaltiges Investieren bedeutet also nicht, zu spenden oder auf eine Rendite zu verzichten.

Säulen der Nachhaltigkeit



Besondere Bedeutung für nachhaltige Investments haben die drei Strategien der Ausschlusskriterien, der Themeninvestments und des „Best in Class“ mit Environmental-Social-Governance-Kriterien (ESG).

Die Anwendung von Ausschlusskriterien wird auch mit anderen Ansätzen kombiniert.

Strategie der Ausschlusskriterien

Die erste Strategie von SRI bestand darin, Unternehmen mit moralisch fragwürdigen ökonomischen Aktivitäten zu meiden. Gerade Stiftungen oder kirchliche Einrichtungen wollen nichts mit der Produktion von Kriegswaffen oder mit ausbeuterischer Kinderarbeit zu tun haben. Dabei gehen moralische Überzeugungen sicherlich Hand in Hand mit dem Bestreben, unangenehme Schlagzeilen vermeiden zu wollen. Solche Ausschlusskriterien sind bis heute ein selbstverständlicher, unbestrittener Bestandteil verantwortlichen Investierens.

Strategie der Themeninvestments

Themeninvestments stellen auf Unternehmen mit offenkundig nachhaltigen Aktivitäten ab. Wer Windanlagen oder Solarmodule produziert, ist dafür ein natürlicher Kandidat. In seiner reinen Form hat dieser Ansatz jedoch klare Grenzen. Wer nur thematisch investieren würde, könnte nur unter wenigen Anlagen wählen und hätte in der Konsequenz ein Portfolio, das eine geringe Risikostreuung aufweist. Zudem sind Themeninvestments anfällig für Unstimmigkeiten, wie das Beispiel Tesla zeigt: Der Elektroauto-Pionier kann den Anspruch eines nachhaltigen Themas erheben, doch das Gebaren des schillernden Chefs Elon Musk steht in klarem Widerspruch zum Ziel eines sozial verträglichen Verhaltens. Sein – offenbar auch der eigenen Belegschaft gegenüber – oft rücksichtsloses Verhalten kann einem verantwortungsbewussten Investor nicht gefallen.

„Best-in-Class“-Strategie mit ESG-Kriterien

Um der Vielschichtigkeit der Aspekte gerecht zu werden, entstand das ESG-Konzept. Dabei werden meist über einhundert Kriterien aus den Bereichen Ökologie

Nachhaltige Geldanlage hat nichts mit Renditeverzicht zu tun

Es gibt verschiedene Ansätze des nachhaltigen Investierens

(„Ecology“), Soziales („Social“) und gute Unternehmensführung („Governance“) analysiert und bewertet. Inzwischen ist es zum Standard geworden, diese Vielzahl von Kriterien zu einer ESG-Gesamtnote zu aggregieren und diese für einen „Best-in-Class“-Ansatz (BiC) heranzuziehen. Nur die jeweils nach ESG besten Unternehmen einer Branche kommen dann für ein Investment in Frage.

Die notwendige Analyse der ESG-Kriterien liefern meist Rating-Agenturen, die sich auf Nachhaltigkeits-Research spezialisiert haben. Diese ähneln durchaus den bekannten Credit-Rating-Agenturen, die die Bonität von Anleihe-Emittenten überprüfen und im besten Fall das begehrte „AAA“ vergeben; nur in einem wichtigen Punkt ist die Nachhaltigkeits-Branche weiter: Sie lässt sich nicht von den Emittenten bezahlen, sondern von den Investoren. Diese Lösung schließt Interessenskonflikte aus.

ESG-Kriterien unterstützen das Risikomanagement ...

Nachhaltigkeits-Research wird immer wieder unterstellt, die Benotung spiegele eher die geschickte Selbstdarstellung eines Unternehmens als dessen Nachhaltigkeitsleistung wider. Natürlich können auch Rating-Agenturen nicht alles wissen, aber durch akribische Detailanalyse und Plausibilitätschecks lässt sich durchaus ein hohes Maß an Transparenz erreichen. So kam die Explosion der Ölbohrplattform Deepwater Horizon, die im Jahr 2010 die verheerende Ölpest im Golf von Mexiko verursachte, für einen nachhaltigen Anleger wenig überraschend: Betreiber British Petroleum war den Rating-Agenturen zuvor bereits negativ durch geringe Sicherheitsstandards und eine Reihe kleinerer Störfälle aufgefallen. Wer nach „Best in Class“ investiert hatte, vermied also die massiven Kursverluste der BP-Aktie nach der Katastrophe.

Das Beispiel BP zeigt: Nachhaltigkeits-

aspekte zu berücksichtigen, kann sogar gut für die Wertentwicklung des Portfolios sein. Entgegen dem sich hartnäckig haltenden Vorurteil, nachhaltiges Investieren würde zwangsläufig zu Renditeeinbußen führen, zeigen Studien: Das ist nicht der Fall, das Gegenteil scheint sogar richtig zu sein. Wer sich auf Unternehmen mit einer guten Nachhaltigkeitsleistung konzentriert, hat weniger mit Anlagerisiken zu kämpfen und meist sogar eine leicht bessere Rendite. Dafür gibt es einen nachvollziehbaren Grund: Wenn eine Unternehmenskultur Verantwortlichkeit fördert, dann steht der langfristige Erfolg im Mittelpunkt. Ein fairer Umgang mit der eigenen Belegschaft ist dann ebenso selbstverständlich wie es klare und saubere Entscheidungswege sind. Und wer bereits von sich aus versucht, seine Emissionen möglichst niedrig zu halten, muss nicht wegen einer neuen gesetzlichen Umweltauflage hektisch und teuer nachbessern. Aus diesem Grund entdecken immer mehr Aktienanalysten ESG-Kriterien als Risikokennzahlen und integrieren Nachhaltigkeitsaspekte direkt in ihren Auswahlprozess. Diese Herangehensweise wird inzwischen oft als „Integration“ bezeichnet, weil die ESG-Betrachtung mit klassischer Unternehmensanalyse vereint wird.

... und treiben ökologischen und sozialen Fortschritt voran

Die ESG-Analyse hat den Vorteil, dass sie zu einem Wettbewerb zwischen den Unternehmen führt: Auch bei der Nachhaltigkeit will keiner zu den Nachzüglern gehören. So löste das relative Konzept einen absoluten Fortschritt aus: Die Nachhaltigkeitsagenturen können ihre Kriterien Jahr für Jahr verschärfen, weil die Gesamtheit der Unternehmen deutliche Fortschritte gemacht hat.

Für den Investor offenkundigere Ergebnisse des eigenen Investments liefert das „Impact Investing“. Dieser Begriff des wirkungsorientierten Investierens entstand in der Welt

Spezialisierte Agenturen messen Nachhaltigkeits-Performance der Unternehmen

Nachhaltige Unternehmensführung reduziert Risiken



der Unternehmensbeteiligungen: Investoren, die sowohl eine Rendite erzielen wollen, als auch eine Wirkung im nachhaltigen Sinne, stecken ihr Geld in junge Unternehmen, deren Geschäftsmodell mehrere Ziele verfolgt. Dazu zählen der soziale und ökologische Fortschritt sowie die Gewinnerzielung. Inzwischen sind zwei Konzepte des wirkungsorientierten Investierens auch für Wertpapieranleger entstanden:

„Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung“ (SDG)

Ein Ansatz baut auf den 17 „Zielen für nachhaltige Entwicklung“ auf. Diese „Sustainable Development Goals“ oder kurz „SDG“ haben die Vereinten Nationen 2015 beschlossen. Die SDG lösen die recht erfolgreichen Millenniumsziele ab, mit deren Hilfe unter anderem die extreme Armut deutlich reduziert werden konnte. Derzeit bauen die Nachhaltigkeitsagenturen Analysensysteme auf, die angeben, wie ein Unternehmen zur Erreichung der einzelnen Ziele beiträgt. Wem also Ziel Nr. 13, der Klimaschutz, besonders wichtig ist, kann ein

Portfolio zusammenstellen, in dem keine Aktien klimaschädlicher Unternehmen enthalten sind, dafür aber Aktien von Unternehmen, die die Klimaziele unterstützen.

Green Bonds

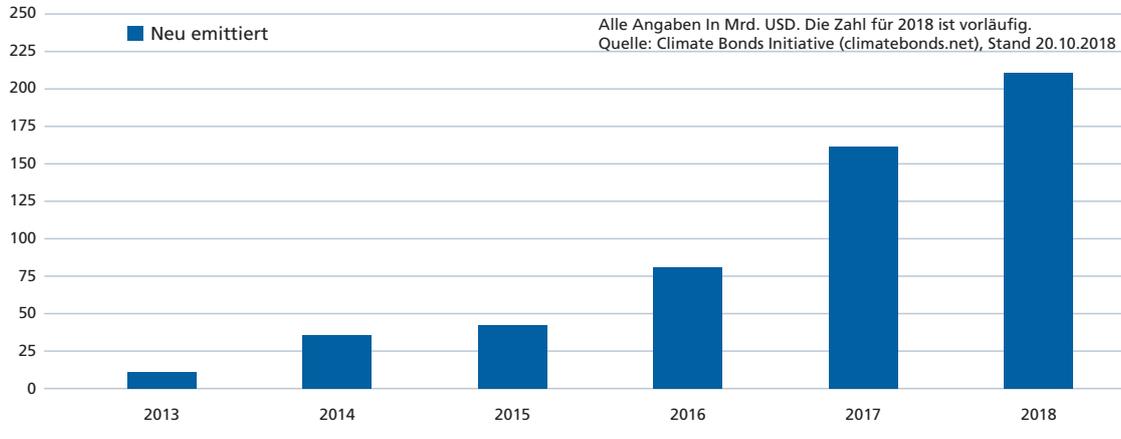
Green Bonds gibt es bereits einige Jahre. In der letzten Zeit etabliert sich diese Anlageklasse. Grüne Anleihen finanzieren ökologisch wirksame Investitionen wie zum Beispiel regenerative Energien, emissionsfreie Fahrzeuge oder die energetische Sanierung von Gebäuden. Formell betrachtet unterscheiden sich Green Bonds nicht von anderen börsennotierten Anleihen. Ihre Besonderheit besteht darin, dass der Emittent die damit eingesammelten Gelder nur für bestimmte Projekte einsetzen darf. Über diese Projekte muss der Emittent transparent berichten, damit die Anleger wissen, wofür ihr Geld verwendet wird. Die Fokussierung auf Projekte ermöglicht es nachhaltigen Investoren, ihre Mittel nicht nur bei kleinen Unternehmen zielgerichtet einzusetzen. Das Konzept der Green Bonds ist derart erfolgreich, dass es mittlerweile kopiert wird:

Anleger können die Ziele der UN unterstützen



Quelle: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/>

Marktentwicklung der Green Bonds



„Social Bonds“ sollen nach einem gleichartigen Ansatz Mittel für sozial nützliche Investitionen einsammeln, und kürzlich wurden „Blue Bonds“ erfunden, die bei der Erhaltung der Ozeane helfen sollen.

Man könnte meinen, da wird es inzwischen zu bunt getrieben, zumal es selbst dem etablierten Konzept der Green Bonds noch an einem Fundament mangelt. Zwar existiert seit 2013 eine freiwillige Vereinbarung, die Green Bond Principles, aber letztlich kann jeder ungestraft behaupten, seine Anleihe sei ein Green Bond. Auf dem Spiel steht höchstens eine gute Reputation. Daher ist es nachvollziehbar, dass die Europäische Union an einem verbindlichen Rahmen für Green Bonds arbeitet.

Klimaziele sollen mit Hilfe der Investoren erreicht werden

Doch dies ist nur ein kleiner Aspekt in einer viel größeren Regulierungsanstrengung. Um die auf dem Pariser Klimagipfel festgelegten CO₂-Emissionsziele doch noch zu erreichen, will die Europäische Union den Hebel nutzen, den die Finanzwirtschaft aufgrund der Investitionsströme hat. Dazu berief sie zunächst eine Expertengruppe ein, die im Frühling 2018 weitreichende Vorschläge formulierte. Derzeit wird in mehreren Arbeitsgruppen an entsprechenden

Gesetzesvorlagen gearbeitet. Mit Ergebnissen ist schon in diesem Jahr zu rechnen.

Man darf davon ausgehen, dass die in Frankreich bereits gültige Rechtslage dabei das Mindestmaß darstellt. Institutionelle Investoren sind westlich des Rheins gehalten, ihre Nachhaltigkeitsstrategie jährlich gegenüber den Aufsichtsbehörden darzulegen. Das heißt auch, sie müssen es begründen, wenn sie keine SRI-Strategie verfolgen. Darüber hinaus könnten Vermögensverwalter verpflichtet werden, ihre Kunden zu fragen, inwieweit sie Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigt wissen wollen. Die Verpflichtung zu mehr Transparenz über Nachhaltigkeitsrisiken im Kundenreporting ist ebenfalls wahrscheinlich. Dazu dürfte auch eine Maßzahl für den CO₂-Ausstoß gehören.

Wettbewerb der guten Ideen auch bei SRI

Wie so oft gilt: Gut gemeint ist nicht gut gemacht. Es besteht die Gefahr einer Gängelung der Investoren, die im Extremfall sogar die Stabilität der Finanzmärkte gefährden könnte. Daneben droht die Regulierung, wie häufig, hinter der Entwicklung zurückzubleiben. Aktuell erweitern die Nachhaltigkeitsagenturen ihre Forschung auch um

**Weitreichende
Regulierung steht
kurz bevor**



ein sogenanntes „Engagement“-Angebot: Sie bündeln die Interessen der Aktionäre und treten mit dem Management der Unternehmen in einen kritischen Dialog. Dieser aktive Beitrag als Miteigentümer, nachhaltige Veränderungen anzustoßen, erscheint konstruktiver und erfolgversprechender, als eine gesetzlich verordnete Investmentstrategie.

Die immer wieder beklagte Uneindeutigkeit des Nachhaltigkeitsbegriffs hat deshalb letztlich ihr Gutes. Denn abweichende

Meinungen waren schon immer ein unverzichtbarer Bestandteil der Finanzmärkte. So sind sich zwar fast alle einig, dass man günstige Aktien kaufen sollte. Doch wann eine Aktie als günstig einzustufen ist, darüber scheiden sich seit jeher die Geister. Und das ist gut so: Wären sich alle einig, käme der Börsenhandel praktisch zum Erliegen. Genauso darf es unterschiedliche Ansichten zur Nachhaltigkeit und dem verantwortlichen Investieren geben. Denn dies ist offenkundig mehr als eine Modeerscheinung.

Die Bedeutung verantwortlicher Kapitalanlage wird weiter wachsen

Fazit / Weitere Entwicklung

Seit Jahren wächst die Bedeutung der Nachhaltigkeitsaspekte vor allem in der institutionellen Kapitalanlage. Schon aufgrund der absehbaren Regulierungsschritte wird sich diese Entwicklung weiter beschleunigen. Da institutionellen Investoren, wenn sie verantwortliches Investieren gänzlich ausklammern, zusätzlicher Aufwand droht, werden sie verstärkt Angebote wie Green Bonds nutzen. Diese erfordern von Investoren keine größere Änderung ihres Investmentprozesses. Die mit Green Bonds einhergehende Transparenz dürften Investoren mit der Zeit selbstverständlich finden und grundsätzlich einfordern. Aber auch bei Privatanlegern wird das bereits jetzt stetig wachsende und sich ausdifferenzierende Angebot nachhaltiger Anlagekonzepte und -produkte für zusätzliches Interesse sorgen. Daneben wird die Demografie eine Rolle spielen: Jüngere Anleger sind überdurchschnittlich oft an verantwortlichen Investments interessiert. An den Finanzmärkten nimmt der Kampf um eine nachhaltigere Welt Konturen an. Davon wird der Klimaschutz in jedem Fall profitieren. ●



HELLERICH

HELLERICH GmbH

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

WICHTIGE HINWEISE:

Diese Unterlage darf ohne vorherige schriftliche Einwilligung der HELLERICH GmbH weder geändert, vervielfältigt noch reproduziert werden. Die Inhalte werden Ihnen lediglich als Information zugänglich gemacht und dürfen weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weitergegeben oder veröffentlicht werden. Hiervon ausgenommen ist die Nutzung zum persönlichen, nicht kommerziellen Gebrauch. Sie richtet 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. Insbesondere dürfen Anteile der dargestellten 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 richten sich weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA, noch dürfen sie in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokuments kann darüber hinaus auch in anderen Rechtsordnungen beschränkt sein.

Anteile an den dargestellten 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.

Die Inhalte dienen lediglich zu Informationszwecken; dies gilt insbesondere auch für Produktinformationen sowie Ausarbeitungen/Veröffentlichungen oder Einschätzungen zu Wertpapieren. Die Inhalte stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Einladung zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Sie sollen lediglich eine selbstständige Anlageentscheidung des Kunden erleichtern und ersetzen nicht eine anleger- und anlagegerechte Beratung.

Die Informationen in dieser Unterlage wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; die HELLERICH GmbH übernimmt jedoch weder Haftung noch irgendeine Garantie. Die in der Unterlage gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden. Eine dargestellte Strategie darf ebenso wenig wie irgendein anderer Inhalt als Empfehlung bestimmter Finanzinstrumente verstanden werden; Fondsporträts und alle hier enthaltenen Angaben dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar.

Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind die Verkaufsunterlagen zu dem jeweiligen Fonds (der aktuelle Verkaufsprospekt, die Wesentlichen Anlegerinformationen, der aktuelle Rechenschaftsbericht und – falls dieser älter als acht Monate ist – der aktuelle Halbjahresbericht), die der Anleger von der HELLERICH GmbH, der Verwahrstelle (am Sitz der Verwaltungsgesellschaft) sowie im Internet unter www.hellerich.de kostenfrei erhält. Dem Anleger werden die Verkaufsunterlagen rechtzeitig vor Vertragsabschluss auf Verlangen auch in Papierform ausgehändigt. Hinweise zu Chancen und Risiken des Investmentfonds können dem Verkaufsprospekt und der Wesentlichen Anlegerinformation entnommen werden.

Anbieter der Fondsanteile sind die IPCConcept (Luxemburg) S.A. bzw. die Hauck & Aufhäuser Fund Services S.A., Luxemburg.

Grundlage für die in der Präsentation enthaltenen Tabellen und Grafiken sind, soweit keine Quelle vermerkt ist, eigene Daten der HELLERICH GmbH.

© 2019 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen: (1) sind für Morningstar und/oder ihre Inhalte-Anbieter urheberrechtlich geschützt; (2) dürfen nicht vervielfältigt oder verbreitet werden; und (3) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird nicht garantiert. Weder Morningstar noch deren Inhalte-Anbieter sind verantwortlich für etwaige Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieser Informationen entstehen.



HELLERICH



HELLERICH

2018
2019