

Jahresbericht 2014/2015



HELLERICH
VERMÖGENSMANAGEMENT



HELLERICH
VERMÖGENSMANAGEMENT

Inhalt

Rückblick auf die Märkte

4

Rückblick auf unsere Anlagestrategien

11

Konjunktorentwicklung

24

Märkte und Anlagethemen 2015

31

Fazit für die Anlagepolitik

37

Journal- und Gastbeiträge

Wohnimmobilien – sicherer Hafen mit Potenzial

38

Industrie 4.0 – neue Möglichkeiten für Industrie und Kunden

42

Asset Backed Securities (ABS)

44

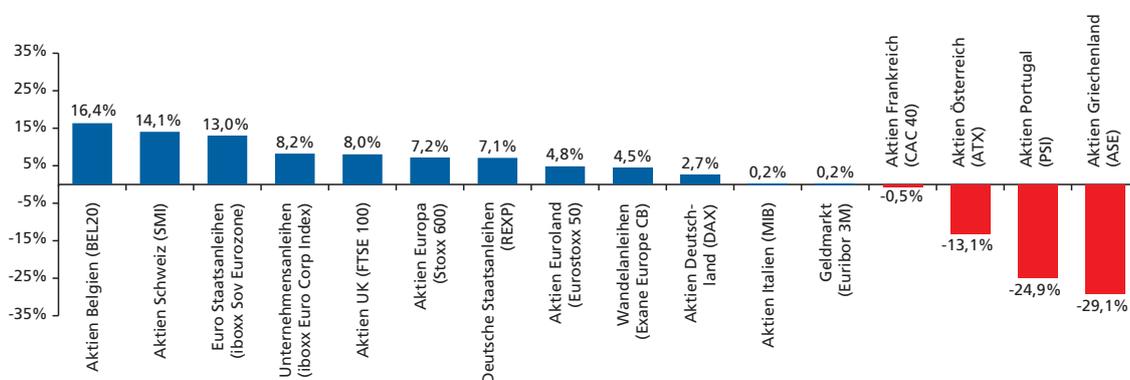
Fondsanalyse bei DR. HELLERICH & CO

47

Rückblick auf die Märkte

Rückblickend war 2014 ein recht positives Jahr für Anleihen und Aktien. Allerdings blieb der für deutsche Anleger wichtige Deutsche Aktienindex DAX trotz zwischenzeitlich neuer Höchststände mit einem relativ geringen Anstieg von 2,7 Prozent deutlich hinter den meisten anderen Indizes zurück. Die globale Diversifikation war eines der wichtigsten Elemente für eine erfolgreiche Anlagestrategie im Jahr 2014. Daneben war es ratsam, sich von den deutlich verstärkten Tagesschwankungen nicht irritieren zu lassen. Ein Überblick über die Ereignisse in chronologischer Abfolge soll die Herausforderungen und Entwicklungen des Jahres noch einmal aufzeigen.

Wertveränderung verschiedener europäischer Anlageklassen im Jahr 2014 in EUR (Stichtag 31.12.2014)



Der Start ins Jahr 2014 verlief zunächst ungewöhnlich, denn die vorherrschenden Trends aus dem vorangegangenen Jahr wurden umgekehrt. So verzeichneten die Emerging Markets eine deutliche Erholung und auch der Goldpreis konnte zwischen Januar und März mit einem Anstieg von rund 18 Prozent wieder glänzen.

Gold / Unze in USD

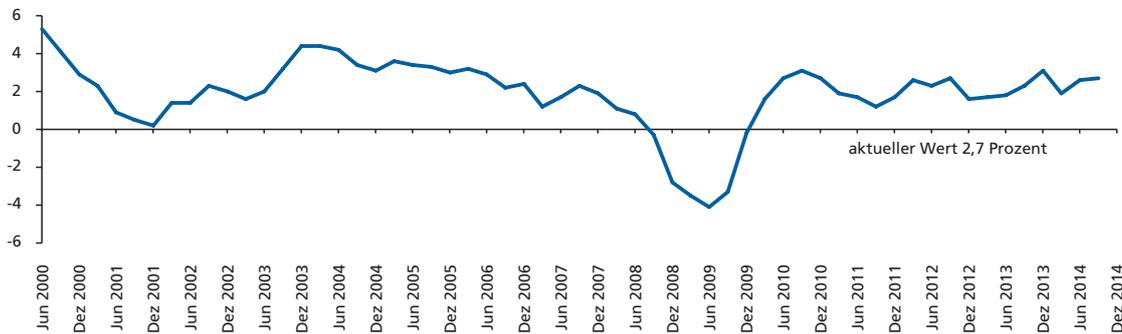


Der Wintereinbruch in den USA sorgte jedoch für einen sehr verhaltenen Start der US-amerikanischen Börsen, was ange-

sichts des Indexanstiegs von mehr als 30 Prozent im Jahr zuvor mehr als gerechtfertigt erschien. Trotz der daraufhin reduzierten Konjunkturerwartungen entwickelte sich der Markt erneut sehr positiv und die Unternehmen lieferten gute Zahlen. Das Wirtschaftswachstum der USA liegt nach einem sehr guten dritten Quartal bei 2,7 Prozent im Vergleich zum Vorjahreswert.

Wie man an der nachfolgenden Abbildung der langfristigen Entwicklung des Wirtschaftswachstums erkennen kann, haben die USA die Finanzkrise hinter sich gelassen. Dies und die fallende Arbeitslosenquote waren die makroökonomischen Faktoren, die zur Steuerung des Programms der quantitativen Lockerung (Quantitative Easing, QE) genutzt wurden. Nachdem im vergangenen Jahr das Programm beendet wurde, stellt sich nun die Frage nach einer Normalisierung des Zinsniveaus in den USA. Manche Marktteilnehmer hatten bereits 2014 mit

Bruttoinlandsprodukt USA, Jahresvergleich in %



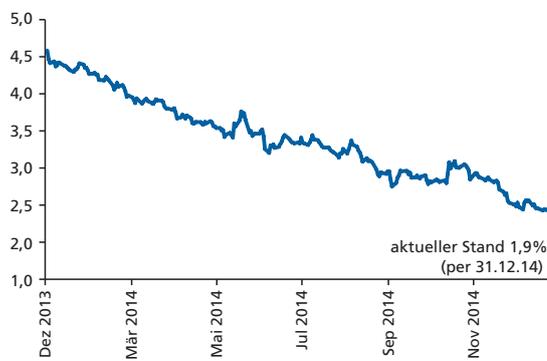
einem solchen Schritt gerechnet, der nun jedoch erst für Mitte bis Ende 2015 erwartet wird.

Der allgemeine positive Trend der Aktienmärkte wurde fast das gesamte Jahr über durch die politischen Krisen gestört. Die Annektierung der Krim durch Russland, die Eroberung von weiten Teilen des Irak durch die IS-Kämpfer, der Krieg in Syrien und der Einmarsch Israels in die Palästinensergebiete machten es nicht leicht, weiter an eine ungebremste Wirtschaftsleistung zu glauben. Doch gerade deswegen konnten Staats- und Unternehmensanleihen trotz der niedrigen Renditen auch im vergangenen Jahr noch einmal deutlich zulegen. Sowohl die Notenbanken als auch die politischen Krisen führten zu einem erhöhten Sicherheitsbedürfnis der Anleger, das sich in sinkenden Renditen (= steigende Anleihekurse) ausdrückte.

Bis Mitte des Jahres wiesen vor allem europäische Peripherieländer die höchsten Wertzuwächse auf, sowohl auf der Aktien- als auch auf der Anleihenseite. Die Renditen der italienischen zehnjährigen Staatsanleihen fielen stetig von vier Prozent auf zuletzt unter zwei Prozent zurück.

Dementsprechend war mit diesen Anleihen im vergangenen Jahr ein ordentliches Ergebnis zu erzielen, obwohl nach unserer Einschätzung Rendite und Risiko dieser Papiere in keinem angemessenen Verhältnis zueinander stehen.

Rendite der 10-jährigen italienischen Staatsanleihen im Jahresverlauf

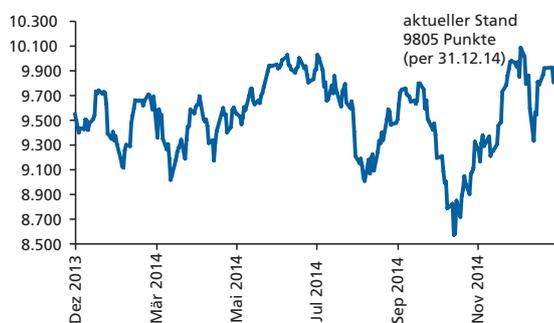


Die Emerging Markets konnten bis in das dritte Quartal hinein ebenfalls deutlich zulegen. Die zu diesem Zeitpunkt erzielten zweistelligen Kurszuwächse wurden jedoch in den letzten Monaten des Jahres wieder gänzlich eingebüßt. Mit Hilfe des festen US-Dollar verbleibt zwar auf Euro-Basis immer noch ein positives Ergebnis, aber gemessen in US-Dollar schloss der MSCI Emerging Markets im Minus. Ursächlich waren vor allem die Krise und der Rubelverfall in Russland sowie unsichere politische Verhältnisse in Brasilien. Auch die Anleihen der Emerging Markets verloren gegen Jahresende deutlich an Wert.

Im Juli machte das drohende Insolvenzverfahren der portugiesischen Banco Espírito Santo Schlagzeilen und drängte die ungelöste europäische Schuldenkrise wieder ins Blickfeld. Der deutsche Aktienindex verlor im Juli rund vier Prozent an Wert. Gleichzeitig zeigten sich die US-Unternehmen in der Berichtssaison robust.

Der nächste Rückschlag für deutsche Aktien erfolgte Anfang August mit der Meldung von Adidas-Chef Hainer, dass aufgrund eines schwachen Russlandgeschäfts ein Gewinnrückgang bevorstehe. Dies löste unter den internationalen Investoren, die mehrheitlich Aktionäre deutscher Unternehmen sind, größere Skepsis aus. Viele Marktteilnehmer befürchteten, dass die Auswirkungen der gegen Russland verhängten Sanktionen (und der Ukraine-Krise) ein höheres Ausmaß annehmen würden. Der Verlust zwischen Juli und Oktober lag bei mehr als 15 Prozent, wurde aber zunächst wieder gänzlich aufgeholt. Im Dezember führte die Nervosität wiederum zu einer V-Formation, was im DAX letztlich auf ein Gesamtergebnis von 2,7 Prozent hinauslief. Ein Markt-timing war in diesem Umfeld sehr schwierig und Durchhaltevermögen wurde letztlich belohnt. Die Verlusttoleranz der Aktienanleger war im abgelaufenen Jahr vielfach auf die Probe gestellt worden.

Entwicklung des DAX im Jahresverlauf

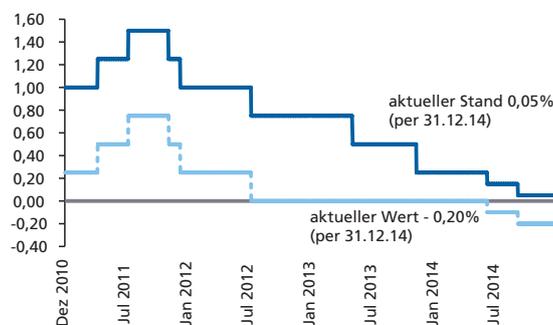


Anfang September erfolgte eine überraschende Zinssenkung der EZB auf 0,05 Prozent, die mit der Erhöhung des negativen Einlagenzinssatzes für Banken auf minus 0,20 Prozent einherging. Dies sorgte für eine schwächere Gemeinschaftswährung und verständlicherweise für großen Unmut unter deutschen Sparern.

Inwiefern die Euro-Schwäche der Wirtschaft am Ende zugutekommen wird, werden die Unternehmensergebnisse des Jahres 2015 zeigen. Die sichere Verwahrung von Geldbeständen auf Kontokorrentkonten wurde

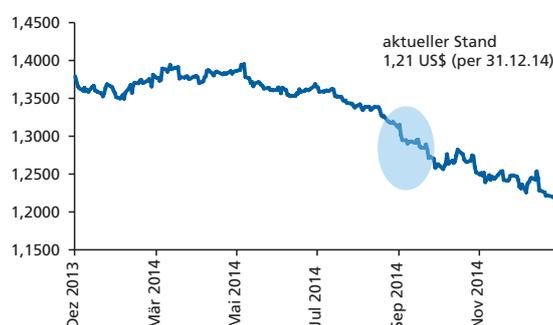
für einige große Marktteilnehmer sogar mit einem Strafzins belegt.

EZB-Hauptrefinanzierungssatz und EZB-Einlagenzinssatz für Banken (Deposit Facility)



Zweifellos ungewöhnlich erschien im Jahresverlauf die Tatsache, dass der US-Dollar trotz der internationalen Krisenherde nicht bereits zu Beginn des Jahres in seiner Eigenschaft als „sicherer Hafen“ genutzt wurde. Auch die im Markt vernehmbaren ersten Anzeichen einer bevorstehenden Zinserhöhung in den USA hätten noch viel eher zu einem Anstieg des US-Dollars führen müssen. Erst gegen Mitte des Jahres und insbesondere ab dem 4. September, als die EZB die Zinsen im Euroraum noch einmal senkte, gewann der US-Dollar schließlich klarer an Wert gegenüber dem Euro.

Entwicklung des EUR / USD Wechselkurses im Jahresverlauf



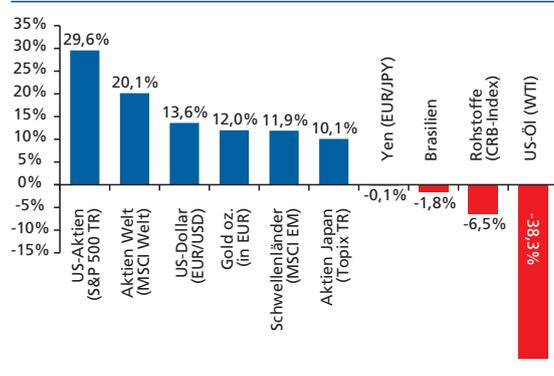
Für die positiven Ergebnisse internationaler Anlagen war vor allem der starke US-Dollar verantwortlich, der insbesondere die in Euro rechnenden Anleger erfreuen konnte.

Der Oktober wurde wieder einmal seinem Ruf als schwieriger Monat gerecht,

denn die Aktienmärkte korrigierten auf Indexebene um mehr als zehn Prozent. Auf Einzeltitelebene fielen die Kursverluste zum Teil sogar noch wesentlich höher aus. In Europa flammte die Schuldenkrise angesichts der Zahlungsschwierigkeiten Griechenlands wieder auf und der Euro verlor weiter an Wert. Aber auch andere Börsenindizes verzeichneten Rückschläge. Die politische Situation in Hongkong spitzte sich mit Demonstrationen zu und Russland wurde mit schärferen Sanktionen belegt.

Wertveränderung verschiedener internationaler Anlageklassen im Jahr 2014 in EUR

(Stichtag 31.12.2014)



Im dritten Quartal des Jahres rückte Japan ins Rampenlicht.

Der Reformkurs wurde und wird bis heute international sehr skeptisch gesehen. Aus der konzertierten Aktion der Regierung unter Ministerpräsident Shinzo Abe und der Notenbank ist die „Politik der drei Pfeile“, die auch „Abenomics“ genannt wird, entstanden. Dazu gehören erstens der monetäre Stimulus, zweitens der fiskale Stimulus und drittens die Strukturreformen. Zunächst schien es, als zeigten die Maßnahmen durchaus Wirkung. So war wieder Wachstum zu verzeichnen und die Inflation stieg wie geplant an und übertraf zwischenzeitlich sogar den ausgegebenen Zielwert von zwei Prozent.

Die BIP-Zahlen zum dritten Quartal brachten dann aber wieder Ernüchterung, denn letztlich rutschte die japanische Wirtschaft in eine Rezession und Abe sah sich gezwungen, seinen Kurs politisch zu untermauern. Er kündigte Neuwahlen zur Bestätigung sei-

ner Politik an, die mit Spannung beobachtet wurden. Er gewann die Wahl und mit diesem neuen politischen Rückenwind kann er die Reformen wie geplant durchsetzen. Der Aktienmarkt in Japan konnte am Ende auf ein durchaus respektables Jahr zurückblicken. Der Yen schwächte sich gegenüber dem US-Dollar weiter ab, doch gegenüber dem Euro schloss er nahezu unverändert.

Gegen Ende des Jahres knackte der DAX noch einmal die Marke von 10.000 Indexpunkten,

bis es dann wieder größere Ausschläge in beide Richtungen gab. Angesichts dieses Kursgipfels stand die Frage im Raum, ob die Bewertung der Aktien nicht mittlerweile zu hoch geworden und wirtschaftlich nicht zu rechtfertigen sei.

DAX-KGV im Jahresverlauf



Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) deutscher Aktien, gemessen am DAX, schwankte im Jahresverlauf sehr stark und beendete das Jahr anschließend auf einem etwas niedrigeren Niveau.

Im Gegensatz zum DAX stieg das KGV für den S&P 500 Index im Verlauf des Jahres weiter an. Wie an der Abbildung auf der folgenden Seite ersichtlich, erreichte der Wert dabei sogar wieder Levels von vor der Finanzkrise.

Angesichts weltweit sehr geringer Anleiherenditen darf das KGV von Aktien, insbesondere von guten Unternehmen mit ordentlicher Gewinnentwicklung, durchaus ansteigen, ohne dass von einer Überbewertung gesprochen werden muss.

Unter dem langjährigen Durchschnitt liegen gegenwärtig die Preise vieler Rohstoffe.

S&P 500-KGV im historischen Vergleich



Rohstoffmärkte im Jahr 2014

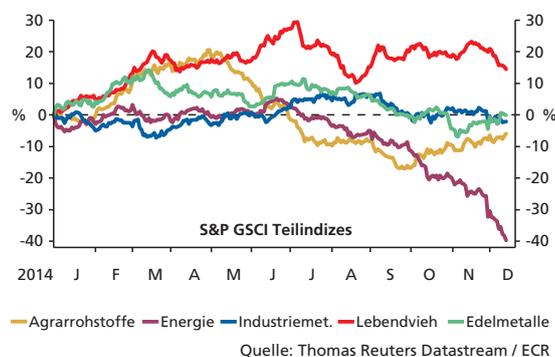
Kaum eine Anlageklasse ist im letzten Jahr so unter die Räder gekommen wie die Rohstoffe.

Dabei war 2014 bereits das vierte Jahr in Folge, das Anlegern dieser Anlageklasse gemessen an den breiten Rohstoffindizes eine negative Rendite einbrachte. Im ersten Halbjahr konnte man für den Bereich noch relativ optimistisch sein, so war über weite Strecken eine positive Entwicklung festzustellen. Der Goldman Sachs Commodity Index (S&P GSCI) konnte zunächst fast sechs Prozent zulegen und stand damit der Entwicklung der Aktienmärkte wie der des S&P 500 in nichts nach. Im weiteren Jahresverlauf wendete sich das Blatt aber.

Im zweiten Halbjahr koppelten sich die Rohstoffmärkte deutlich von der Entwicklung an den Aktienmärkten ab. Insbesondere der Energiesektor, angeführt von den Ölpreisen, hatte eine gewaltige Erosion zu verzeichnen. Mitte Juni waren für die Ölsorte Euro-Brent noch Preise von 115 US-Dollar pro Fass (159 Liter) zu erzielen. Nach diesem letzten Hoch begannen die Preise fast kontinuierlich zu fallen. Zum Jahreswechsel lag dann der Preis für ein Fass nur noch bei 56 US-Dollar, doch selbst das war noch nicht das Ende der atemberaubenden Talfahrt. Auch im neuen Jahr setzte sich die Abwärtsbewegung fort. Am 13. Januar lag der Preis schon unter 45

US-Dollar und damit noch einmal fast 20 Prozent unter dem Stand vom Jahreswechsel. Insgesamt musste Rohöl von Ende 2013 bis dato einen Preisverfall von fast 60 Prozent hinnehmen. Beim amerikanischen Öl war im selben Zeitraum ein Verlust von über 51 Prozent zu verzeichnen. Nur während der Lehman- und Finanzkrise 2008 bis 2009 war der Rückschlag noch größer. Das US-Öl fiel damals von 149 auf 33 US-Dollar und die Weltwirtschaft rutschte in eine Krise, die in einer globalen Rezession mündete. Ein solches Szenario können wir aber im Moment nicht ausmachen.

Entwicklung der Rohstoffmärkte im Jahresverlauf



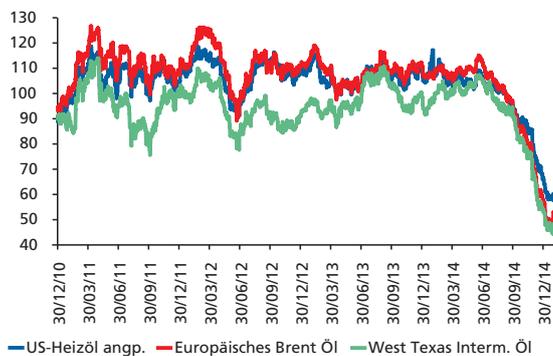
Wie kam es zu dem fast schon historischen Einbruch bei den Ölpreisen?

Seit nahezu fünf Jahren befindet sich die Weltwirtschaft im Aufwärtstrend. Auch für das abgelaufene Jahr 2014 rechnet der Internationale Währungsfonds (IWF) mit einem globalen Wachstum von 3,7 Prozent. China wuchs wieder mit über sieben Prozent und die Vereinigten Staaten nach letztem Stand wohl mit über 2,4 Prozent. Das Wachstum im neuen Jahr soll sich in China nun aber leicht abschwächen. Doch gerade in den USA scheint die Konjunktorentwicklung auf einem guten Weg zu sein, nicht zuletzt wegen der dort laufenden Reindustrialisierung, die durch vergleichsweise niedrige Energiepreise beflügelt wurde. Die neuen Technologien zur Förderung von Gas und Öl aus Schiefergestein haben dort bereits seit längerem die Energiepreise schrumpfen lassen.

Über die Hintergründe und Auswirkungen der Technologie des sogenannten Fracking haben wir schon mehrmals in unseren Berichten geschrieben.

Vom einstmals größten Erdölimporteure sind die USA nunmehr zum Exporteur geworden. Nimmt man Öl und Gas zusammen, haben die Vereinigten Staaten Russland als bisher weltgrößten Produzenten im Jahr 2014 überholt. Trotz dieser immensen Produktionsausweitung sind die anderen wichtigen Ölförderer nicht bereit, ihre Produktion zu kürzen. Auslöser für den zuletzt sehr schnellen Preisverfall waren die Verlautbarungen auf der OPEC-Konferenz am 27. November 2014 in Wien. Bei dieser Konferenz der Organisation Erdöl exportierender Länder (OPEC) wurde unter der Führung von Saudi-Arabien keine Kürzung der Förderung beschlossen. Später, als der Preis weiter gefallen war, bekräftigten die Saudis ihre Aussage, auch bei einem noch niedrigeren Preis an der Förderpolitik festzuhalten.

Entwicklung verschiedener Ölsorten



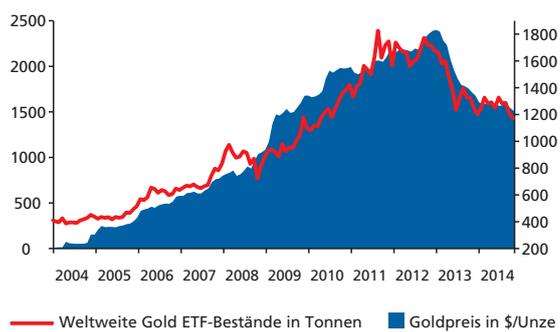
Die OPEC und insbesondere Saudi-Arabien wollen unter allen Umständen ihre Marktanteile halten und spekulieren darauf, dass andere, wirtschaftlich schwächere Produzenten ihre Förderung früher oder später einschränken. Fracking und die Tiefseeförderung sind dabei die Adressaten. Die Folge der hohen Fördermengen ist eine deutliche Überproduktion. So werden nach aktuellen Schätzungen täglich über 30 Millionen Barrel gefördert, aber nur 29,2 Millionen Fass verbraucht (bezogen auf Jahresschätzungen für 2015).

Außerdem quellen die Lager bereits über und es werden wieder Schiffstanker für zusätzlichen Lagerraum reaktiviert. Auch die seit längerem außergewöhnlich geringen Förderunterbrechungen, die sonst immer wieder für einen Lagerabbau gesorgt hatten, tragen zum Überangebot bei. Nicht zuletzt haben aber auch Hedgefonds den Trend erkannt und spekulieren auf fallende Ölpreise. Sollte sich die Situation umkehren, könnten sich diese Marktteilnehmer schnell gezwungen sehen, ihre Short-Positionen wieder einzudecken, also zurückzukaufen. Die Folge wäre eine sehr schnelle Gegenbewegung.

Bei den Edelmetallen konnte sich Gold der allgemeinen Abwärtsbewegung etwas entziehen.

Silber hingegen verlor deutlich und hatte per saldo ein Minus von fast 20 Prozent zu verzeichnen. Beim Gold ging es unter Schwankungen (bis zur Jahresmitte) deutlich aufwärts. Danach konnte sich das Edelmetall aber auch nicht mehr der allgemeinen Abwärtstendenz des Rohstoffbereichs entziehen. Bis Anfang November kehrte sich das zwischenzeitliche Plus von 15 Prozent in ein Minus von sechs Prozent um. Dieses Tief stellte mit einem Preis von 1.132 US-Dollar für eine Feinunze gleichzeitig ein 5-Jahres-Tief dar. Per saldo war ein kleiner Verlust von 1,72 Prozent in der Basiswährung US-Dollar zu verbuchen. Da die Goldproduktion nahezu unverändert blieb, führten die abermals gesunkene Gesamtnachfrage (-6 Prozent) und niedrige Preisziele der Investmentbanken zu diesem weiteren Preisverfall.

Goldpreis und ETF-Bestände



Der Goldbestand in den Exchange Traded Funds (ETF) ist ebenfalls weiter gesunken, doch der Rückgang hat sich merklich verringert.

Als Nettokäufer traten hingegen die Zentralbanken auf, die die gefallen Preise zur Aufstockung ihrer Bestände nutzten. Auch die Käufe aus Indien haben nach der Lockerung der Handelsbeschränkungen wieder deutlich zugenommen. Weiterhin ist jedoch festzustellen, dass das Angebot, obwohl seit drei Jahren fallend, immer noch beständig höher ist als die Nachfrage. Diese wiederum wird in der Regel nur sehr wenig vom industriellen Verbrauch bestimmt, sondern vor allem von den Anlegern. Letztere nutzen das Edelmetall entweder als Schutz vor Verlusten an den herkömmlichen Finanzmärkten oder als Anlagewährung, die nicht durch den Staat über seine Zentralbanken entwertet werden kann. Diesen Beweggründen und dem Goldpreis nach zu urteilen, scheinen die Anleger die (geopolitischen als auch von den Finanzmärkten ausgehenden) Risiken derzeit nicht als sehr hoch einzuschätzen. Wir würden uns jedoch nicht darauf verlassen, dass das so bleibt.

Die Entwicklung der Industriemetalle war über das Jahr hinweg relativ uneinheitlich, wobei sich der Bloomberg-Index für Industriemetalle zum Jahresende weiter nach unten bewegte. Per saldo verzeichnete der Index einen Verlust von 6,9 Prozent. Neben

Kupfer, das im abgelaufenen Jahr über 16 Prozent einbüßte, bewegte sich insbesondere Eisenerz auf dem Abwärtspfad und musste ähnlich wie Rohöl rund 60 Prozent an Wertverlust hinnehmen. Deutlich besser halten konnte sich hingegen Aluminium. Bis Ende August verbuchte das Leichtmetall sogar einen Wertgewinn von zwölf Prozent. Doch analog zu vielen anderen Rohstoffkursen verkehrte sich diese positive Entwicklung wieder ins Gegenteil, sodass zum Jahresende nur noch ein Plus von knapp drei Prozent übrig blieb.

Oft werden die Preisentwicklungen von Industrierohstoffen wie Aluminium und Kupfer als Vorboten für die Konjunktorentwicklung betrachtet. Sollte dieser Schluss zutreffen, wäre wohl für das Jahr 2015 eher ein Konjunkturrückgang zu erwarten. Doch für eine schwache Entwicklung der Rohstoffpreise ist neben der Nachfrageseite ja auch die Angebotsseite verantwortlich. Hier kann festgestellt werden, dass der Preisverfall wohl eher an einem Überangebot liegt als an einer schwachen Nachfrage. Ein sehr langer Vorlauf von Minenprojekten von der Planung bis zur Förderung führt gegenwärtig zu hohen Kapazitäten. Oftmals wurden die Projekte noch in der Boomphase vor der Finanzkrise, bei stark gestiegener Nachfrage, angestoßen. Somit würden wir die fallenden Preise zum aktuellen Zeitpunkt nicht als Vorboten einer schlechteren Konjunkturentwicklung werten.



Rückblick auf unsere Anlagestrategien

Vermögensverwaltung

Ein anspruchsvolles, aber per saldo gutes Börsenjahr liegt hinter uns. Insbesondere geopolitische Ereignisse rüttelten 2014 am Vertrauen der Anleger und schlugen sich in teils abrupten Richtungswechseln und großen Schwankungsspannen nieder.

Neben dem Ebola-Virus waren insbesondere die Annektierung der Krim durch Russland und der Vormarsch der IS-Kämpfer in Nordafrika Faktoren, die die Börse nicht unberührt ließen. Die Presse spielte dabei wieder eine nicht unbedeutende Rolle. Ebola wurde nach jetzigem Ermessen zu einer globalen Bedrohung und die Grenzauseinandersetzung Russland-Ukraine zu einem globalen Konflikt hochstilisiert. Als Folge büßte der Deutsche Aktienindex DAX von Anfang Juli bis Mitte August seinen ganzen Jahresgewinn wieder ein und verlor vom Hoch fast zwölf Prozent. In dieser Zeit eskalierte der erneut aufgeflamnte Nahostkonflikt im Gazastreifen, bei dem mehr als 2.000 Palästinenser (meist Zivilisten) getötet wurden. Auch die Unsicherheit im Vorfeld des Schottland-Referendums trug letztendlich zu den Kursverlusten bei. Nach gut einem Monat waren die Verluste wieder aufgeholt, aber anstatt auf neue Hochs zuzusteuern, kam es erneut zu einem Einbruch. Hierfür waren schlechte Konjunkturdaten aus Europa und Aussagen zu ersten Zinserhöhungen nach dem Auslaufen des

Anleihekaufprogramms der US-Notenbank verantwortlich. Daneben führte die Ankündigung Griechenlands, früher als vorgesehen aus dem Hilfsprogramm aussteigen zu wollen, am 16. Oktober zu einem Ausverkauf an den europäischen Aktienmärkten. Vom Jahreshoch gemessen verlor der DAX nahezu 17 Prozent an Wert (US-amerikanische Indizes verloren etwa zehn Prozent). Doch kaum hatte sich die Aufregung gelegt, drehten die Börsen schnell wieder ins Plus. Das Jahreshoch wurde am 5. Dezember bei einem Stand von 10.093 Punkten im DAX markiert. Auch andere europäische Börsen erreichten an diesem Tag ihr Jahreshoch, lediglich die US-Börsen stiegen bis Jahresende weiter an.

Gut beraten war in diesem Jahr, wer Ruhe bewahren konnte und seine Investments mit ruhiger Hand und positiver Sichtweise tätigte. Sich von der Verunsicherung der oben angeführten Ereignisse anstecken zu lassen und die Portfolios während der „Auf und Abs“ umzugestalten, führte im vergangenen Jahr meistens zu Fehlentscheidungen.

A. Vermögensverwaltung Ausgewogen

Die Aktienquoten der ausgewogenen Strategie lagen im Jahresverlauf durchgängig bei rund 50 Prozent. Wesentlich darüber hinausgehende Aktienquoten werden üblicherweise nur in den dynamischen Strategien umgesetzt.

Die Anleihenquoten lagen bei rund 20 Prozent, da wir Schuldpapiere aufgrund ihrer geringen Attraktivität und der erwarteten erhöhten Risiken im Anleihenbereich untergewichteten.

Insgesamt wurden über das Jahr hinweg nur geringfügige Umschichtungen getätigt, da viele unserer Anlageideen aufgingen und positive Beiträge leisteten.

Ergebnisanalyse

Sowohl im Anleihen- als auch im Aktiensegment ergaben sich vielfältige Werttreiber und es konnten in beiden Anlageklassen positive Erträge erwirtschaftet werden.

Im Anleihensegment hielten wir nahezu ausschließlich Unternehmensanleihen auf Euro-Basis, um das Eingehen von Fremdwährungsrisiken vorrangig mit den Aktinvestments zu kombinieren.

Besonders die Nachranganleihen und klassischen Unternehmensanleihen guter Bonität, die wir im mittleren Laufzeitenbereich hielten, konnten hinzugewinnen. Ein noch besseres Ergebnis wäre im Nachhinein betrachtet mit italienischen oder spanischen Staatsanleihen möglich gewesen, auf die jedoch bewusst verzichtet wurde. Nach unserer Ansicht ist das Rendite-Risiko-Verhältnis bei diesen Anleihen nicht mehr angemessen.

Im Aktiensegment rentierten insbesondere US-Aktien allein schon aufgrund der günstigen Währungsentwicklung im zweistelligen positiven Bereich. Über eine gute Titelselektion in den USA (z. B. Home Depot) waren zusätzliche Wertsteigerungen in dieser Anlageklasse möglich. Im Euroraum gestaltete sich die Aktienausswahl dagegen wesentlich schwieriger. Am Ende des Jahres erreichten europäische Aktien nur ein leichtes Plus. Wir bevorzugen hier weiterhin Qualitätsaktien mit hohen Dividenden (z. B. Münchener Rückversicherungsgesellschaft, Total).

Aktuelle Positionierung

Mit einer Aktienquote von rund 50 Prozent sind wir in dieser Anlageklasse neutral positioniert. Wir gehen davon aus, dass uns die starken Schwankungen im Aktienmarkt weiter begleiten werden und wollen keine übermäßigen Risiken eingehen. Mit einer breiten, globalen Diversifikation und einem aktiven Management sind weiterhin überdurchschnittliche Renditen zu erzielen.

Im Anleihenbereich ist es schwierig, ähnliche Renditepotenziale aufzuspüren. Deshalb setzen wir in diesem Segment bewusst auf Sondersituationen. Auch Währungsentwicklungen können in diesem Segment aktiv genutzt werden. Zusätzlich halten wir ausreichend liquide Mittel, um kurzfristige Chancen wahrzunehmen.

B. Fonds-Vermögensverwaltung

In den ausgewogenen Portfolios der Fonds-Vermögensverwaltung waren wir mit einer eher gemäßigten Aktienquote im Bereich von 40 bis 48 Prozent über das Jahr hinweg investiert. Zu dieser Aktienquote hinzuzurechnen ist noch ein gewisser Anteil, der aus unseren Wandelanleihefonds stammt, da die Performancezusammensetzung innerhalb dieser Anlageklasse auch von der Aktienmarktentwicklung stammt. Dies hinzugerechnet lagen unsere Investitionsquoten im Aktienbereich (inkl. des Anteils aus den Mischfonds) zwischen 43 und 51 Prozent.

Die Rentenanlagen hielten wir über den gesamten Zeitraum stabil bei knapp 30 Prozent. Der Bereich der Mischfonds war im ausgewogenen Portfolio mit etwas über 17 Prozent dotiert. Ein besonders wertstabiler Faktor im Portfolio war unser Immobilienfonds, den wir über das gesamte Jahr nicht verändert hatten.

Ergebnisanalyse

Fast drei Viertel unserer Fondsinvestments lieferten im vergangenen Jahr einen positiven Beitrag zur Wertentwicklung. Zu den stärksten Performern gehörten allen voran unsere asiatischen und globalen Positionen. Das drittbeste Ergebnis erzielte ein amerikanischer Rentenfonds, der in hochverzinslichen Papieren mit kurzer Laufzeit anlegt. Insbesondere der im letzten Jahr gegenüber dem Euro stark gestiegene US-Dollar hatte zur sehr guten Performance dieses Fonds beigesteuert. Per saldo waren wir mit etwa 22 Prozent US-Dollar-Anlagen (ungesichert) vertreten. Negativ zu Buche schlugen zwei neu erworbene Fonds, von denen wir uns aufgrund ihrer strategischen Positionierung im neuen Jahr aber einen sehr positiven Einfluss auf die Portfolios erwarten. Dies ist zum einen der E.I. Sturza China Panda, der nach einem Minus von etwa fünf Prozent zum Jahresende heute (30.01.15) bereits 4,5 Prozent im Plus liegt. Zum anderen der ING Europe Opportunities, der eine ähnliche Entwicklung vollziehen konnte. Einen negativen Beitrag lieferte unsere Japan-Position, mit der wir im Vorjahr noch hohe Gewinne einbuchen konnten. Zur Verlustbegrenzung wurde der Fonds im Verlauf des Jahres wieder verkauft.

Bei unseren ertragsorientierten Portfolios waren prinzipiell die gleichen Entwicklungen festzustellen, wobei hier aber die Rentenquote entsprechend dem Risikoprofil der Anlage deutlich höher war. Die risikoärmere Anlagevariante machte sich auch in einer höheren Immobilienfonds- und Mischfondsquote bemerkbar. Insgesamt lagen die defensiven Anlagen bei der Strategie im Bereich von 65 Prozent. Wenngleich diese Ausrichtung im letzten Jahr noch eine sehr gute Rendite erbrachte, stellt sich hier zunehmend die Frage, wie bei dem extrem niedrigen Zinsniveau mit schwankungsarmen Anlagen noch eine angemessene Rendite erzielt werden kann. Bei Zinsen von 0,35 Prozent für zehnjährige Bundesanleihen liegen die Erträge nach Steuern und Gebühren im negativen Bereich. Vermögen zu bewahren bedeutet in diesem Umfeld auch, über etwas schwankungsreichere Anlagen nachzudenken.

Bei unseren dynamischen Strategien lagen die Aktienquoten im abgelaufenen Jahr in der Spanne von 50-65 Prozent. Daneben hatten wir noch dynamischere Renten- und Wandelanleihefonds in die Strategie einbezogen. Im Unterschied zu den ausgewogenen Portfolios waren hier auch die US-Aktien höher gewichtet. Bis auf wenige Ausnahmen (siehe Strategie „ausgewogen“) konnten alle anderen Fonds eine positive Entwicklung verzeichnen. Negativ ins Gewicht fiel jedoch auch hier unsere Japan-Position. Nachdem sich der Fonds eine gewisse Zeit lang negativ entwickelt hatte, zogen wir es vor, ihn zwecks Verlustbegrenzung in allen Strategien zu verkaufen.

Aktuelle Positionierung

Mit bis zu vier Fondspositionen im europäischen Raum lässt sich unserer Anlagefokus für das laufende Jahr eindeutig herauslesen.

Eine ganze Reihe von Faktoren sprechen gegenwärtig auch aus globaler Sicht für eine Übergewichtung des Euroraums:

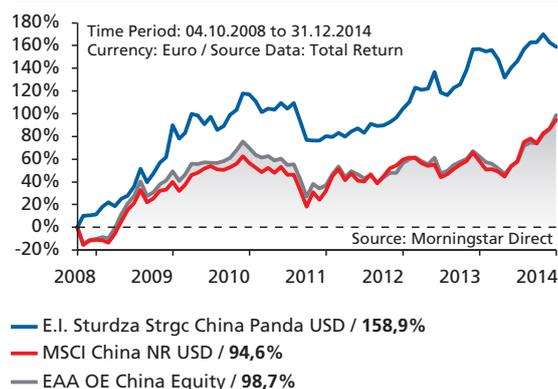
1. Billige Energiepreise als Konjunkturprogramm
2. Gegenüber vielen Handelspartnern deutlich abgewerteter Euro
3. Nachlassende Haushaltskonsolidierung
4. Infrastruktur- und Investitionsprogramm der Euroländer
5. Moderate Bewertung der europäischen Aktienmärkte
6. Anleihekaufprogramm der EZB

Neben den Chancen für den Euroraum sehen wir auch wieder gute Perspektiven für den asiatischen Raum. **Hier glauben wir, dass China nach mittlerweile mehr als vier Jahren Marktrückgang eine Trendwende an den Börsen vollziehen kann.** Im Herbst startete dort eine erste kleine Rallye. Da wir bereits im letzten Jahr diese Entwicklung sahen, haben wir eine Position für chinesische Aktien aufgebaut. Wir setzen dabei auf Lilian Co, eine uns seit Langem bekannte und geschätzte Fondsmanagerin. **Der E.I. Sturdza Strategic China Panda Fund** wird von ihr seit der Auflage im Oktober 2008 verwaltet und ist ein Paradebeispiel für aktives und erfolgreiches Fondsmanagement.

Schon bei ihrem früheren Arbeitgeber Barings hatte sie ihr Können viele Jahre unter Beweis gestellt. Zwischenzeitliche Phasen mit größerer Abweichung zu Vergleichsindizes, wie im vergangenen Jahr, können bei ihr vorkommen, bestätigen jedoch letztlich nur den sehr aktiven Managementstil. Derzeit bevorzugt die Managerin – wie auch schon 2014 – Unternehmen aus den Sektoren Konsum, Umwelttechnologie und Inter-

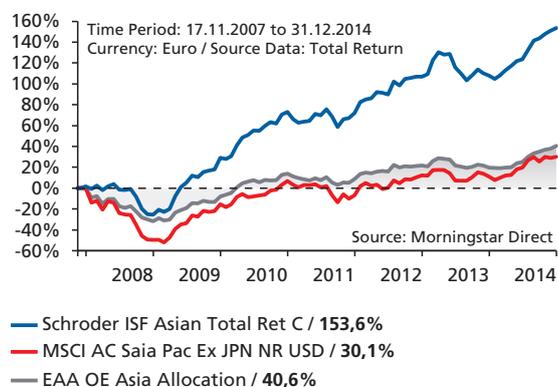
net. Chinesische Banken sind für Co aktuell kein attraktives Investment, da diese kaum wachsen und stark von politischen Entscheidungen abhängig sind. Der Fonds ist unsere erste Wahl für chinesische Aktien.

Wertentwicklung des E.I. Sturdza Strategic China Panda seit Auflage 2008



Neben dieser neuen Position in Asien sind wir schon seit Längerem mit dem **Schroder ISF Asian Total Return** in der Region vertreten. Das Fondsmanager-Duo Robin Parbrook und Lee King Fui investiert seit Auflage sehr erfolgreich in asiatische Aktien. Die langfristige risikoadjustierte Wertentwicklung steht dabei im Mittelpunkt, weshalb der Fonds für uns ein ideales Dauerinvestment in der Anlageklasse Aktien Asien darstellt.

Wertentwicklung des Schroder ISF Asian Total Return seit Auflage 2007



Die Manager schichten in schwierigen Marktphasen aktiv in Liquidität um und können das Portfolio gegen Kursrückgänge absichern, was bisher hervorragend umge-

setzt wird. Weder die Masse der Vergleichsfonds noch der Index konnten mit der Performance unseres Zielfonds mithalten. Deshalb ändern auch kleinere Phasen mit schwächerer Wertentwicklung, wie im Sommer 2013, nichts an unserer positiven Meinung zum Fondsmanagement.

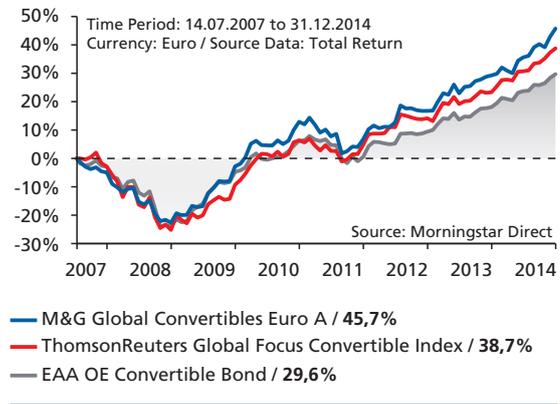
Eines unserer Basis-Investments für globale Anlagen stellt der **HELLERICH WM Sachwertaktien** dar, der auch im vergangenen Jahr wieder eine hervorragende schwankungsadjustierte Performance erzielte. Der Fonds investiert nach einem quantitativen Investmentprozess in globale Aktien von Unternehmen, die über ein möglichst konjunkturunabhängiges Geschäftsmodell verfügen. Neben großen Namen wie Novartis oder Johnson & Johnson sind viele noch unentdeckte Titel enthalten. Die USA und Japan bilden auf Länderebene einen Investitionsschwerpunkt. Auf Branchenebene wird ein strenger Filter eingesetzt, denn es werden nur Unternehmen aus den Bereichen Nahrungsmittel, Gesundheitswesen, Telekommunikation sowie der Gas-, Wasser- oder Stromversorgung ausgewählt.

Bei den dynamischeren Investments auf der Anleihe Seite der Portfolios setzen wir seit geraumer Zeit auch auf Wandelanleihefonds.

Hinsichtlich des Risiko-Ertrags-Verhältnisses zeichnen sich Wandelanleihen durch eine systematische Überlegenheit aus. Wandelanleihen besitzen ein sogenanntes asymmetrisches Risikoprofil. Bei diesen Anleihen ist ein Wandlungsrecht in Aktien der zugrunde liegenden Gesellschaft verbrieft. Aber diese Anleihen haben auch einen Zinscoupon, was zur Folge hat, dass sich die Papiere bei unveränderten Aktienmärkten wie herkömmliche Anleihen verhalten. Steigen die zugrunde liegenden Aktien, dann bewegen sich die Kurse der Anleihen je nach der speziellen Ausgestaltung mehr oder weniger stark mit den Aktienkursen nach oben. Fallen die Kurse aber, dann puffert der Zinscoupon die Abwärtsbewegung ab.

Zur Abdeckung unserer globalen Anlagen haben wir hierzu in den **M&G Global Convertibles Fund** investiert.

Wertentwicklung des M&G Global Convertibles seit Auflage 2007



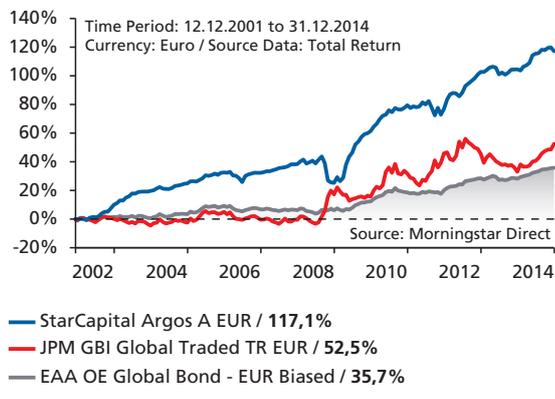
Der sehr erfahrene Fondsmanager Léonard Vinville nutzt weltweit Wandelanleihen aus sichtsreicher Unternehmen für seine Strategie. Mit einer möglichen Sensitivität zum Aktienmarkt (Delta) von 0,3 bis 0,7 hat der Manager genug Spielraum, um den Fonds in starken Marktphasen offensiv aufzustellen. Zur Erläuterung: Ein Delta von 0,5 bedeutet, dass die Bewegung des entsprechenden Aktienmarkts mit dem Faktor 0,5 nachvollzogen wird.

Das ist in den letzten Jahren auch gelungen, ohne in Abwärtsphasen zu viel zu verlieren. Auf Sektorebene war der M&G Global Convertibles zum Jahreswechsel am stärksten in den Bereichen Technologie, Finanz- und Gesundheitswesen positioniert. Auf Länderebene zählten Investments in den USA, Deutschland und Frankreich zu den größten Positionen. Mit dem M&G Global Convertibles setzen wir bereits seit Langem auf Wandelanleihen und konnten vor allem seit Sommer 2014 vom starken US-Dollar profitieren. Gut die Hälfte des Fondsvermögens ist in US-Dollar investiert.

Für globale Rentenanlagen setzen wir auf den **Starcap Argos** von Peter Huber. Das Fondshaus StarCapital ist für seine benchmarkunabhängige Vorgehensweise bekannt und scheut nicht davor zurück, sich

gegen die breite Marktmeinung zu stellen. Veränderungen im Portfolio werden bei Bedarf sehr aktiv umgesetzt.

Wertentwicklung des StarCapital Argos seit Auflage 2001

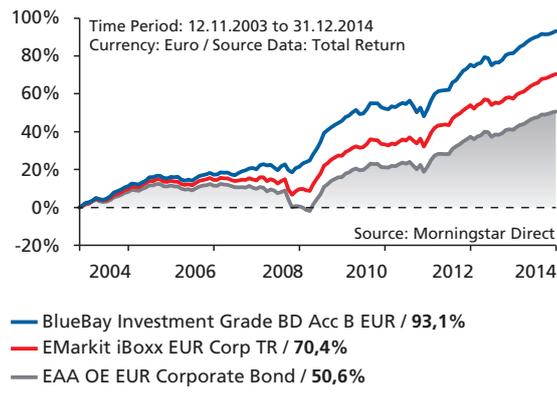


Derzeit bevorzugt der Manager Peter Huber US-Dollar-Unternehmensanleihen, bei denen noch ein höherer Coupon zu vereinbaren ist. Interessant findet der Manager aufgrund des gefallen Ölpreises gegenwärtig auch Staatsanleihen von der Türkei, Indien, Indonesien und China. Daneben wird in Anleihen mit einem Rating von BBB oder BB investiert. Diese Anleihen liegen gerade noch im Bereich Investmentgrade oder etwas darunter. Das Schwankungsverhalten kann daher auch etwas größer sein. Langfristig liefert der Fonds aber ein sehr überzeugendes Chance-Risiko-Verhältnis.

Neben einem Staatsanleihefonds von Michael Hasenstab aus dem Hause Templeton sind wir mit einem weiteren Fonds auch im Bereich der Unternehmensanleihen investiert. Der von uns selektierte **BlueBay Investment Grade Bond** Fund wird von Raphael Robelin mittels eines Absolute-Return-Ansatzes verwaltet. Er investiert über-

wiegend in Euro-Unternehmensanleihen globaler Schuldner. Anleihen in Fremdwährungen werden stets auf Euro abgesichert. Kredit- und Zinsänderungsrisiken managt Robelin ebenso wie die Sektorzusammensetzung im Portfolio sehr aktiv.

Wertentwicklung des BlueBay Investment Grade Bond seit Auflage 2003



Zum Jahreswechsel waren vom Fondsmanager die Sektoren Gesundheitswesen, Versicherung und Medien übergewichtet. Knapp zwei Drittel des Fondsvermögens waren in europäische Schuldner investiert. Dahinter folgten Positionen aus den USA und Großbritannien. Wir schätzen das Fondshaus BlueBay als Spezialist für Anleihen, das über umfangreiche Ressourcen und über Manager mit großem Know-how verfügt.

Neben diesen für unsere Portfolios wichtigen Anlagen sind wir für unsere Vermögensverwaltung natürlich in noch weiteren Positionen investiert. Eine genaue Aufstellung finden sie in Ihren Portfolioberichten, die Sie regelmäßig von uns zur Verfügung gestellt bekommen. Sollten Sie zu diesen oder anderen Investments Fragen haben, so stehen wir gerne zu Ihrer Verfügung.



C. Investmentfonds

HELLERICH Global Flexibel

Der HELLERICH Global Flexibel schloss das Jahr mit einem Plus von mehr als fünf Prozent und einem neuen Höchststand ab. Damit wurde das Anlageziel einer absoluten Performance von vier Prozent pro Jahr erneut übertroffen.

Im Rahmen der risikoadjustierten Anlagestrategie ließen wir die Aktienquote im Laufe des Jahres nie über 50 Prozent ansteigen. Renditequellen wie der US-Dollar und Spreadausweitungen wurden über die Investition in US-Anleihen und hochverzinsliche Anleihen genutzt. Den höchsten Performancebeitrag leistete der HELLERICH WM Sachwertaktien. Mit dem Fonds decken wir den Bereich internationale Aktien mit defensiver Ausrichtung ab.

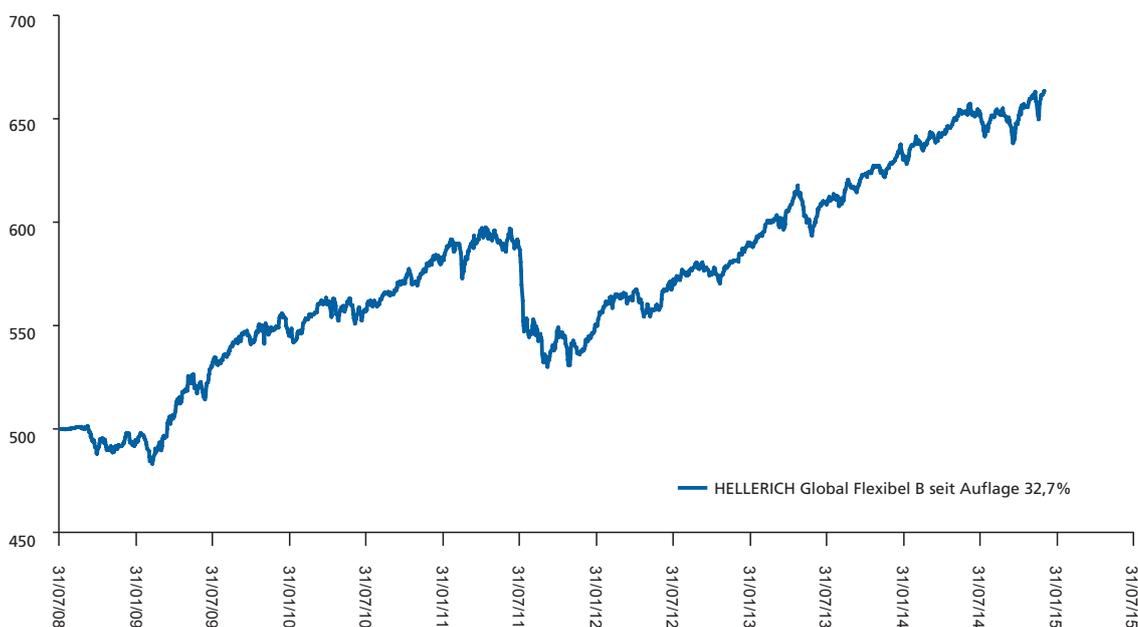
Zudem lieferten dieses Jahr erneut der auf die Biotechnologie-Branche spezialisierte OP Medical BioHealth Trends sowie der in deutsche Wohnimmobilien investierende WERTGRUND WohnSelect einen hohen Performancebeitrag. Auf Einzeltitelebene ist die Blue Cap AG mit einem Anstieg von

rund 83 Prozent besonders hervorzuheben. Die Beteiligungsholding konnte im abgelaufenen Jahr über die Veräußerung und den Neuerwerb deutscher mittelständischer Unternehmen einen hohen Mehrwert liefern. Einen negativen Beitrag brachten beispielsweise einige deutsche Aktieninvestments wie BASF und Porsche.

Zum Jahresende waren rund 40 Prozent des Fondsvermögens in Aktien und Aktienfonds, fünf Prozent in Mischfonds, 24 Prozent in Anleihen und Anleihefonds sowie fünf Prozent in Immobilienfonds investiert. Der Rest des Fondsvermögens war in Liquidität vorhanden, mit der in 2015 weitere Anlageideen umgesetzt werden können. Das Fondsvermögen lag am Jahresende bei 58 Millionen Euro.

HELLERICH Global Flexibel B

Wertentwicklung in % per 30.12.2014 (nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



HELLERICH Global Flexibel B

Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen								
Zeitraum	Wert							
Am Tag der Anlage (bis einschließlich 31.01.2014) bei Zahlung eines Agios / Kaufspesen ggf. bis zu Am Tag der Anlage (ab 01.02.2014) bei Zahlung von Bankspesen „Negativperformance“ in Höhe der Bankspesen	-5,0%							
01.08.2008 - 31.12.2008 Rumpffjahr (Fondsauflage)	-1,4%							
31.12.2008 - 31.12.2009	11,5%							
31.12.2009 - 31.12.2010	5,7%							
31.12.2010 - 31.12.2011	-7,4%							
31.12.2011 - 31.12.2012	8,1%							
31.12.2012 - 31.12.2013	8,1%							
31.12.2013 - 30.12.2014	5,5%							
Wertentwicklung in Kalenderjahren								
seit Auflage	2014	2013	2012	2011	2010	2009	*2008	
	32,7%	5,5%	8,1%	8,2%	-7,4%	5,7%	11,5%	-1,4%
* Rumpfgeschäftsjahr ab 01.08.2008							Volatilität	3,8%
							Maximum Drawdown	-11,3%

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

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

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

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

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

*Auflagetag: 01.08.2008; Anteilsklasse B

HELLERICH WM Sachwertaktien

Der HELLERICH WM Sachwertaktien erzielte je nach Anteilsklasse eine Wertentwicklung zwischen 18,4 Prozent und 19,1 Prozent. Dies ist das beste Jahresergebnis seit Auflage des Fonds, der im Jahr 2014 sein Fünfstufiges Bestehen feierte.

Die zwischenzeitlichen Markteinbrüche wurden über die globale Diversifikation in Unternehmen mit einem möglichst krisenresistenten und konjunkturabhängigen Geschäftsmodell gut abgefedert. Den höchsten Performancebeitrag lieferten im vergangenen Jahr unter anderem US-amerikanische Unternehmen des Gesundheitssektors, wie beispielsweise Hospira, The Cooper Companies oder Sirona Dental Systems, sowie erfolgreiche japanische Aktien. Zu nennen sind vor allem Kikkoman, Astellas Pharma oder Shionogi & Co. mit Wertzuwächsen von mehr als 30 Prozent. Negative Performancebeiträge erzielten unter

anderem die britische Booker Group oder der australische Lebensmittel-Einzelhändler Woolworths Ltd. Der Fonds hielt keine Unternehmen aus dem Öl-Gas-Sektor und war vom Rückgang dieser Werte, die durchaus Schwergewichte in einigen Aktienindizes darstellen, nicht betroffen.

Die Fremdwährungen lieferten insgesamt einen positiven Performancebeitrag. Dabei gewann der im Portfolio am höchsten gewichtete US-Dollar gegenüber dem Euro rund 14 Prozent an Wert. Eine Ausnahme bildeten die skandinavischen Kronen, die Abschlüsse verzeichneten.

HELLERICH WM Sachwertaktien B

Wertentwicklung in % per 30.12.2014 (nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



HELLERICH WM Sachwertaktien B

Wertentwicklung in 12 Monats-Zeiträumen						
Zeitraum	Wert					
Am Tag der Anlage bei Zahlung eines Agios / Kaufspesen ggf. bis zu	-5,0%					
07.04.2009 - 31.12.2009 Rumpffjahr (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%					
Wertentwicklung in Kalenderjahren						
seit Auflage	2014	2013	2012	2011	2010	*2009
	89,7%	18,4%	17,7%	3,3%	2,8%	17,7%
* Rumpfgeschäftsjahr ab 07.04.2009					Volatilität	8,7%
					Maximum Drawdown	-12,3%

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

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

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

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

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

*Auflagetag: 07.04.2009; Anteilsklasse B

Prince Street Emerging Markets Flexible

Im abgelaufenen Jahr 2014 konnte der Fonds Prince Street Emerging Markets Flexible EUR um 6,8 Prozent zulegen. Im gleichen Zeitraum stieg der MSCI Emerging Markets Index um 8,7 Prozent in Euro. Seit seiner Auflage vor fast 5,5 Jahren erwirtschaftete der Fonds damit eine sehr erfreuliche annualisierte Performance von knapp 8,3 Prozent. Die Schwankungsbreite gemessen an der Volatilität war dabei nur halb so hoch wie die des MSCI Emerging Market Index (8,7 Prozent). Insgesamt betrug der Wertzuwachs des Fonds in dieser Zeit über 54 Prozent.

Ganz oben auf unserer Gewinnerliste standen im abgelaufenen Jahr die Länder China, Pakistan und Indien. Für China könnte das vierte Quartal 2014 unseres Erachtens eine strukturelle Kehrtwende eingeläutet haben. So wurde Mitte November die Börsenverbindung zwischen Hongkong und Shanghai eröffnet. Außerdem kämpft Staatspräsident Xi Jinping gegen die Korruption in der Kommunistischen Partei. Die ersten Köpfe sind bereits gerollt.

Unserem Fonds ist es derzeit nicht möglich, in auf Renminbi lautende A-Aktien zu investieren. Um dennoch von der Entwicklung zu profitieren, kauften wir einige Aktien chinesischer Maklerfirmen, die an der Hongkonger Börse notiert sind (sogenannte H-Aktien). Diesen Firmen dürften die anhaltenden Bemühungen um eine Ausweitung und Vertiefung der chinesischen Wertpapiermärkte zugutekommen. So hat China nunmehr weitere festverzinsliche und derivative Instrumente für den Markt zugelassen und die Banken haben in Zukunft freie Hand bei der Zinsgestaltung. Außerdem wurden Reformen verabschiedet, die in China für ein größeres Versicherungsangebot sorgen sollen. Im Zuge dessen leisteten unsere ebenfalls im Portfolio befindlichen Positionen in den H-Aktien zweier Versicherungsunternehmen einen starken Performancebeitrag. Angesichts ihrer hohen Abschläge gegenüber A-Aktien sind H-Aktien nach wie vor günstig bewertet. Dazu trägt auch die zunehmende Öffnung des Landes für grenzüberschreitende Investitionen bei.

Unsere Positionen in Indien und den Vereinigten Arabischen Emiraten gehörten in

der ersten Jahreshälfte zu den Top-Performern. Im weiteren Jahresverlauf trugen in Pakistan zwei Zementhersteller und unser Bestand an Staatsanleihen am stärksten zur Wertentwicklung bei. Insgesamt konnten jedoch alle unsere Positionen im pakistanischen Markt Zugewinne verzeichnen. Aus makroökonomischer Sicht macht Pakistan auch weiterhin eine recht gute Figur. Es herrscht (einigermaßen) politische Stabilität, die Inflation ist gering und die Liquidität verbessert sich, wozu die niedrige Teuerungsrate und die anhaltenden Zuflüsse aus dem Ausland beitragen. Außerdem verzeichnen die Devisenreserven einen Zuwachs und die Energiekosten sind deutlich gesunken. All dies ermöglicht eine geldpolitische Lockerung. Mit Blick auf 2015 stimmen uns diese Positivfaktoren in Verbindung mit den günstigen Bewertungen für diesen Markt recht optimistisch.

Die größten Negativfaktoren waren unsere Euro-Absicherung, unsere Brasilien-Investments und Positionen in Griechenland. Da der Euro von Juli bis Dezember fast zwölf Prozent an Wert einbüßte, wundert es nicht, dass uns durch die Absicherung die Währungsgewinne entgingen. Eine Verringerung dieser Position konnte daran auch nur wenig ändern. Die zweite Jahreshälfte war für Brasilien turbulent. Nach einer sehr dramatischen Wahlkampagne wurde Dilma Rousseff im Oktober wieder an die Spitze des Landes gewählt. Im Zuge dieser Ereignisse fiel der breitere Markt im 2. Halbjahr in Euro um 11,6 Prozent. Unsere Positionen wurden zwar in Mitleidenschaft gezogen, doch wir waren zu Beginn dieser volatilen Phase nur relativ gering (zu fünf Prozent)

in Brasilien investiert. Bis zum Jahresende wurde die Investitionsquote sogar nochmals halbiert. Bei unseren verbleibenden Positionen handelt es sich um Papiere, die wir aufgrund unternehmensspezifischer Faktoren für äußerst vielversprechend halten.

Nicht nur für die Schwellenländer waren es ereignisreiche Monate. So sanken auf globaler Ebene von Juli bis Dezember sowohl die Ölpreise (-49 Prozent) als auch der Euro (-11,6 Prozent) auf neue Tiefststände. Deshalb können wir weitere Turbulenzen für

unsere Anlageklasse nicht ausschließen. Vor diesem Hintergrund beendeten wir das Jahr mit einem Cash-Bestand von rund zehn Prozent im Prince Street Emerging Markets Flexible EUR Fund. Wir sind weiterhin zuversichtlich für unsere Positionen in China, Indien und anderen südasiatischen Ländern (Pakistan und Bangladesch). Überdies behalten wir die Bewertungen an einigen angeschlagenen Märkten wie Russland und Brasilien fest im Blick, da diese allmählich an Attraktivität gewinnen.

Prince Street Emerging Markets Flexible EUR

Wertentwicklung in % per 30.12.2014 (nach Kosten, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags / von Erwerbskosten, inkl. Wiederanlage von Ausschüttungen)



— Prince Street Emerging Markets Flexible EUR seit Auflage 54,3%

Wertentwicklung in 12 Monats-Zeiträumen

Zeitraum	Wert
Am Tag der Anlage (bis einschließlich 07.01.2013) bei Zahlung eines Agios / Kaufspesen ggf. bis zu	-5,0%
Am Tag der Anlage (ab 08.01.2013) bei Zahlung von Bankspesen „Negativperformance“ in Höhe der Bankspesen	
17.07.2009 - 31.12.2009 Rumpffjahr (Fondsauflage)	10,93%
31.12.2009 - 31.12.2010	19,22%
31.12.2010 - 31.12.2011	-8,12%
31.12.2011 - 31.12.2012	9,92%
31.12.2012 - 31.12.2013	8,12%
31.12.2013 - 30.12.2014	6,77%

Wertentwicklung in Kalenderjahren

seit Auflage	2014	2013	2012	2011	2010	*2009
	54,25%	6,81%	8,16%	9,92%	-8,20%	19,28%
* Rumpfgeschäftsjahr ab 17.07.2009					Volatilität	8,72%
					Maximum Drawdown	-11,15%

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

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

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

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

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

*Auflagetag: 17.07.2009

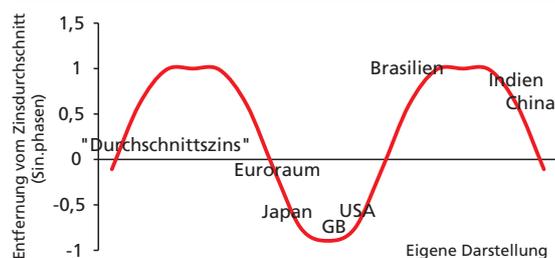
Konjunkturentwicklung

„Die Fed kann sich Zeit lassen mit der Normalisierung der Geldpolitik“, so die Chefin der amerikanischen Notenbank Janet Yellen auf der Pressekonferenz am 17.12.2014.

Bei der Betrachtung der Kapitalmärkte dürfte das Jahr 2014 den Anlegern eher durchwachsen in Erinnerung bleiben. Konjunkturell ging es in den meisten Industrieländern zwar wieder aufwärts. An den Aktienmärkten zeigte sich dies aber nur in den USA, Japan und China. In Europa stagnierten die Märkte unter teilweise heftigen Schwankungen. Auch an den Rentenmärkten war das Bild uneinheitlich. Während sich bei den Staatsanleihen die freundliche Tendenz der Vorjahre fortsetzte, sah es bei den hochverzinslichen Anleihen deutlich schlechter aus. Für die positive Entwicklung bei den Staatsanleihen war vor allem der Rückgang der Inflation verantwortlich. Die Entwicklung der Energieträger war hierbei von großer Bedeutung. Wie bereits dargestellt sind die Preise für Rohöl im letzten Jahr stark gefallen, was die Ölproduzenten bereits jetzt massiv belastet. Für die Konjunktur dürfte der tiefe Ölpreis in Verbindung mit den rekordtiefen Zinsen hingegen wie ein Schmiermittel wirken. Sollte es dazu kommen, wird das den Anleiheinvestoren nicht gefallen. Ein solcher Aufschwung wird die Kapitalmarktzingen nicht unbeeinflusst lassen und vor allem jene in den USA nach oben drücken.

Demgegenüber blieben europäische Aktien in ihrer Entwicklung zurück. Im gerade begonnenen Jahr 2015 könnten dagegen die Notenbanken den Aktien Europas und Japans wieder Rückenwind verleihen. Aber aufgrund der zu erwartenden Zinsanhebungen in den USA ist für amerikanische Aktien eine eher verhaltene Entwicklung nicht auszuschließen.

Stellung der Länder im globalen Zinszyklus (Januar 2015)



Entwicklung im Euroraum – EZB kämpft für höheres Wirtschaftswachstum

„Der Dreiklang aus Reformschwäche, Bürokratie und Steuerlast behindert Europas Erholung. Wenn wir das nicht lösen, bleibt unser Wachstum schwach.“

So lauten die eindringlichen Worte von EZB-Präsident Mario Draghi im Handelsblatt-Interview vom 02.01.2015.

Diese Diagnose auch auf Deutschland zu übertragen, scheint wohl etwas zu pessimistisch zu sein, gerade vor dem Hintergrund der zuletzt veröffentlichten Wachstumswachstumzahlen. So verzeichnete die deutsche Wirtschaft im Jahr 2014 zum ersten Mal nach über zweijähriger Stagnation wieder ein Wirtschaftswachstum von 1,5 Prozent. Im neuen Jahr zeichnet sich auch für die anderen Euroländer eine konjunkturelle

„It’s the economy, stupid!“

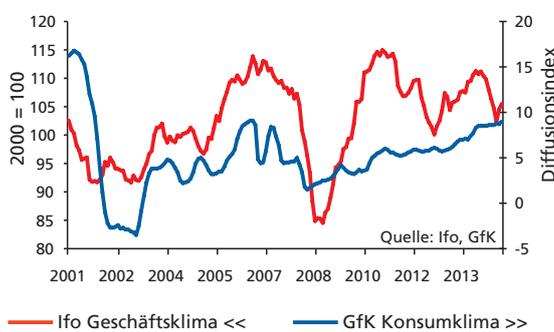


Bill Clinton

„It’s the economy, stupid!“ („Es kommt auf die Wirtschaft an, so einfach ist das!“) – diese eigentlich aus dem Wahlkampf von Bill Clinton stammende Formel fand sich 2014 auch an der Börse bestätigt. Anders als in den Vorjahren, als sich die Aktienkurse weitgehend an den Notenbanken orientierten, waren es im letzten Jahr wieder Wirtschaftswachstum und Gewinne, die den Ton an der Börse angaben. Während die positive Konjunktur in den USA für Kursaufschläge sorgte, profitierten Japans Aktien von einer überlegenen Gewinndynamik.

Aufwärtstendenz ab. Zum einen sorgt die Abschwächung des Euros für eine Verbilligung europäischer Exporte ins Ausland, zum anderen bringen die niedrigen Energiepreise den privaten Haushalten eine deutliche Entlastung ihrer Kassen. In Deutschland stieg das Konsumklima im Januar sogar auf den höchsten Stand seit 2007. Aber auch für einen Großteil der Industrie ergeben sich Kostenvorteile aus den gesunkenen Energiepreisen. Dies zeigt sich unter anderem darin, dass sich das Geschäftsklima der Industrie im Euroraum insgesamt stabilisiert hat und in Deutschland und Spanien wieder Wachstum anzeigt. Vor diesem Hintergrund rechnet die Weltbank in ihrem jüngsten Wirtschaftsbericht von Mitte Januar für den Euroraum mit einem Wirtschaftswachstum von 1,1 Prozent in diesem Jahr nach 0,8 Prozent im Jahr 2014.

Deutschland – Stimmungsindikatoren für Konsum und Industrie



Aber damit die positive Stimmung auch zu mehr Wirtschaftswachstum führt, müssen nicht nur internationale Krisen – siehe Russland – bewältigt, sondern auch im Inland Wirtschaftsreformen neu angeschoben werden. 1997 forderte der damalige Bundespräsident Herzog: „Ein Ruck muss durch das Land gehen.“ Stichworte wären dazu unter anderem Flexibilisierung des Rentenalters statt Rente mit 63 sowie Steuerentlastungen für Unternehmen statt Belastungen durch den Mindestlohn. Vor allem aber müssen nach Jahren der Eurokrise (endlich) verstärkte Reformanstrengungen sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene erfolgen, um die Investitionsbereitschaft der Unternehmen anzukurbeln.

Wie schwierig diese Reformen durchzusetzen sind, zeigt sich gleich in mehreren Ländern des Euroraums. In Konflikten zwischen Politik und Gewerkschaften wird deutlich, wie verbissen um die bisherigen Besitzstände gekämpft wird. Zu nennen sind hier vor allem der Generalstreik in Italien, der auf die Verabschiedung eines Gesetzes zur Lockerung des bisher strengen Kündigungsschutzes folgte, oder die Streiks in diversen Branchen Frankreichs.

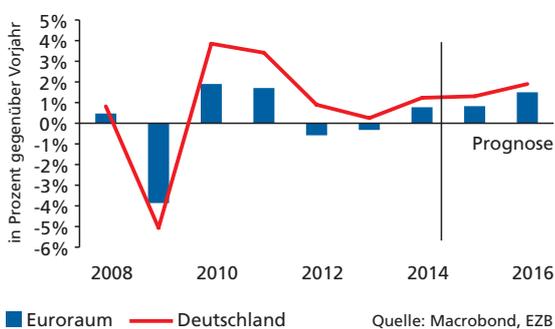
Der größte Unmut gegen Reformen geht aber wieder von Griechenland aus. Aus den vorzeitigen Neuwahlen am 25. Januar ist die Linkspartei Syriza als klarer Sieger hervorgegangen. Parteichef Tsipras, der nun die neue Regierung führt, hatte vor den Wahlen lautstark ein Ende des Spardiktats der Troika sowie einen weiteren Schuldenerlass gefordert. Auch die Auflagen für die Gewährung weiterer Eurohilfen will er nicht mehr erfüllen. Die Reaktionen europäischer Politiker auf das Wahlergebnis, darunter auch von Bundeskanzlerin Merkel, lassen die Bereitschaft zur Kooperation erkennen, ohne aber die grundsätzliche Forderung nach einer Fortsetzung des Reformkurses aufzugeben. Es wird demnach letztlich an der neuen Regierung liegen, ob sie ihre Bestimmung eher in der Korruptionsbekämpfung und Besteuerung der bisherigen Eliten als im Boykott des Rettungspakets sieht. Eine solche Politik könnte angesichts des wirtschaftlichen Drucks, der von der extremen Arbeitslosigkeit und den hohen Schulden ausgeht, letztlich auch für die Syriza attraktiver sein als die offene Konfrontation mit den Gläubigern. Die ersten Äußerungen nach der Amtsübernahme weisen aber noch in die entgegengesetzte Richtung!

Die Situation in Italien lässt sich nach der jüngst verabschiedeten Verfassungsreform mit einer Stärkung der Befugnisse der Kammer (entspricht dem Bundestag) positiv interpretieren, und zwar im Sinne einer Schaffung stabilerer politischer Verhältnisse. Und in Frankreich wird die Debatte um einen Abbau von Hemmnissen bei Unternehmen

und in der öffentlichen Verwaltung offener geführt als bisher.

Insofern könnte der wirtschaftliche Druck in der Tat helfen, die Bedingungen für Reformen im Euroraum zu verbessern – insbesondere wenn Deutschland mit unternehmens- und verbraucherfreundlichen Steuerreformen vorangeht, die für andere Länder Modellcharakter annehmen könnten.

BIP – Wachstum und Ausblick



„Die Zinsen werden niedrig, niedrig, niedrig bleiben“, prognostizierte der Chefvolkswirt der Deutschen Bank Folkerts-Landau am 5. Dezember 2014.

Kurzfristig ruhen die Hoffnungen auf eine Konjunkturbelebung jedoch vor allem auf der EZB. Diese beschloss am 22. Januar, ab März 2015 monatlich Staatsanleihen im Wert von 60 Milliarden Euro aufzukaufen. Das Programm ähnelt in seiner Ausgestaltung demjenigen der Fed aus dem Jahr 2012. Mit ihrer anhaltenden geldpolitischen Lockerung hat die EZB nicht nur ein sehr günstiges zinspolitisches Umfeld geschaffen, sondern durch die Abwertung des Euro auch dazu beigetragen, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exportindustrie zu verbessern. Hinzu kommt, dass die EZB mit der Übernahme der Bankenaufsicht im Euroraum nun auch zusätzliche Möglichkeiten erhält, auf eine strukturelle Anpassung im Finanzsektor hinzuwirken.

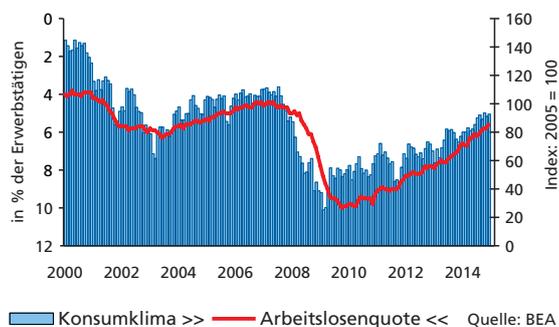
Alles in allem eröffnen sich somit auf europäischer Ebene offenbar doch Chancen, zu einer Verbesserung der

langfristigen Wachstumsperspektiven zu gelangen. Dies spiegelt sich nicht zuletzt in der Prognose der EZB wider, die für 2016 eine Festigung des Aufschwungs mit einem Wachstum von 1,5 Prozent nach einem Prozent im Jahr 2015 erwartet (siehe nebenstehende Grafik). Über eine Zunahme der Produktivität würde sich dies später auch wieder in steigenden Zinsen niederschlagen. Voraussetzung bleibt jedoch, dass die EZB die Zinsen bis weit ins kommende Jahr auf dem jetzigen Niveau halten wird. Die Sparer dürfte das allerdings nicht sehr freuen.

US-Wirtschaft – Wachstumskräfte halten dem Gegenwind stand

Nimmt man die Wachstumsprognose der Fed von über drei Prozent im laufenden Jahr ernst, dann sollte man auch steigende Kapitalmarktzinsen in den USA erwarten. Die Konjunktur ist nämlich inzwischen auf einen relativ stabilen Wachstumspfad eingeschwenkt und zieht weiter an. Die Nachfrage nach Arbeitskräften hat eine Dynamik entfaltet, wie sie zuletzt vor der Finanzkrise zu beobachten war: Seit Mitte 2014 werden im Monatsdurchschnitt 240.000 neue Stellen geschaffen, was einem Beschäftigungszuwachs von zwei Prozent pro Jahr entspricht.

USA – rückläufige Arbeitslosigkeit beflügelt Konsumklima



Mit einer Arbeitslosenquote von 5,6 Prozent nähert sich die Wirtschaft nun dem Vollbeschäftigungsniveau.

Selbst wenn man die bisherigen Schwachpunkte des Arbeitsmarktes wie die hohe Zahl nicht gemeldeter („entmutigter“) Arbeitsloser und die niedrige Erwerbsbeteiligung (von unter 63 Prozent) berücksichtigt, stehen die Zeichen weiter auf Besserung. Die zunehmende Einstellungsbereitschaft zeugt nicht nur vom Konjunkturoptimismus der Unternehmen, sondern nährt auch die Zuversicht bei den Verbrauchern.

Vor diesem Hintergrund überrascht es auch nicht, dass das Konsumklima zum Ende 2014 auf den höchsten Wert seit 2007 angestiegen war und damit wieder das Niveau vor der Finanzkrise erreichte. Der private Verbrauch dominiert mit einem Anteil von über 70 Prozent am Bruttoinlandsprodukt (BIP) die US-Wirtschaft. Mit einem geschätzten Zuwachs von drei Prozent wird der Privatkonsum deshalb zum Hauptwachstumsträger im neuen Jahr werden.

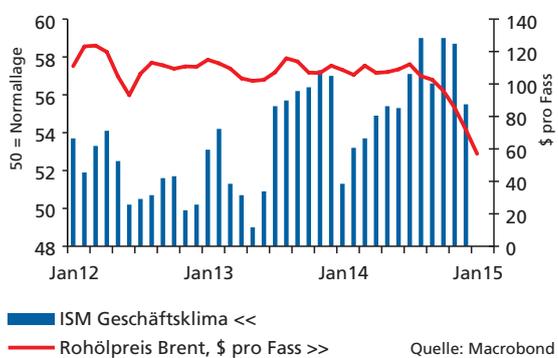
Daneben profitieren die Haushalte jetzt besonders von der Tatsache, dass sie trotz des niedrigen Zinsniveaus in den letzten Jahren ihre Schulden abgebaut haben. Mit einer Schuldenquote von 80 Prozent gemessen am BIP war die Verschuldung privater Haushalte im dritten Quartal 2014 auf dem niedrigsten Stand seit 2003. Gleichzeitig befinden sich die Zinsen nach wie vor auf einem historisch niedrigen Niveau. So kosten beispielsweise Konsumkredite mit fünfjähriger Laufzeit weniger als drei Prozent Zinsen, sodass auch der Schuldendienst im Verhältnis zum Einkommen weitaus niedriger ist als 2003. Den Privathaushalten steht damit mehr Geld für Neuanschaffungen zur Verfügung als je zuvor in den letzten fünfzig Jahren! Eine besondere Erleichterung für die Verbraucher stellt zudem der Einbruch der Rohölpreise dar. Dieser entlastet ganz besonders die Geldbeutel der Kraftfahrer und Eigenheimbesitzer. Beides hat in den USA eine deutlich höhere Bedeutung als in Europa.

Eine steigende Konsumbereitschaft und niedrige Zinsen schlagen sich nun auch po-

sitiv im Immobilienbereich nieder. Die Zahl verkaufter Eigenheime zog nach einem zwischenzeitlichen Rückgang Ende 2013 im Verlauf des letzten Jahres wieder deutlich an und nähert sich mit ca. fünf Millionen Einheiten im vierten Quartal wieder dem Niveau von 2007.

Für die Industrie ist der niedrige Rohölpreis hingegen ein zweischneidiges Schwert: Profitieren dürften vor allem die Wirtschaftszweige, deren Produktion mit hohem Rohöleinsatz verbunden ist, wie die Chemie- und die Fahrzeugindustrie. Dagegen dürfte der Verfall der Rohölpreise für die noch junge Industrie des Fracking, also der Förderung von Öl aus Schiefergestein, deutliche Bremsspuren hinterlassen. So weisen die Förderkosten für die meist mittelständische Industrie des Fracking eine weite Spanne von 40 bis 90 US-Dollar pro Fass auf. Beim aktuellen Rohölpreinsniveau dürften viele der gerade angelaufenen Explorationsvorhaben unrentabel sein, was im günstigsten Fall zu einer Verschiebung von Projekten führen würde. Im ungünstigeren Fall könnte dies zu erhöhten Kreditausfällen führen und damit die Konjunktur belasten. Die jüngsten Geschäftsklimadaten weisen anscheinend in diese Richtung, wie die folgende Grafik zeigt.

US-Geschäftsklima rückläufig trotz billigem Öl



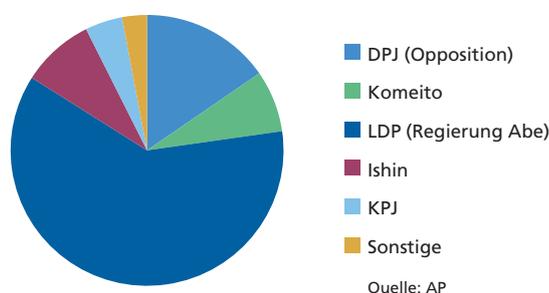
Selbst wenn eine Fortsetzung der konjunkturellen Aufwärtstendenz das wahrscheinlichste Szenario ist, wirft der jüngste Rückgang der Energiepreise Unsicherheiten auf. Das Gleiche gilt für

die Aufwertung des US-Dollars. Diese Entwicklung verteuert die aus den USA exportierten Waren und schädigt die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exportindustrie. Angesichts dieser Unsicherheiten ist die Ausrichtung der Fed nicht so eindeutig, wie es noch vor wenigen Monaten schien. Zwar hat die Fed ihr Anleihekaufprogramm im Oktober 2014 beendet, doch die Fed-Chefin deutet an, dass sie mit der ersten Zinsanhebung möglicherweise länger warten wird als bis zum Frühjahr, wie es die Kapitalmärkte derzeit antizipieren. Selbst zum Ende kommenden Jahres dürfte das Zinsniveau der Fed zufolge mit 2,5 Prozent noch deutlich unter der „historischen Norm“ bleiben.

Japan – Notenbank bleibt auf Expansionskurs, neues Mandat für Premier Abe

Premier Minister Shinzo Abe hat mit den Unterhauswahlen im Dezember ein eindrucksvolles Mandat für die Fortführung seiner Politik erhalten. Diese konzentriert sich vor allem auf die Stimulierung des Wirtschaftswachstums unter Einbeziehung der Notenbank und wird offenbar von den Wählern als „alternativlos“ gesehen.

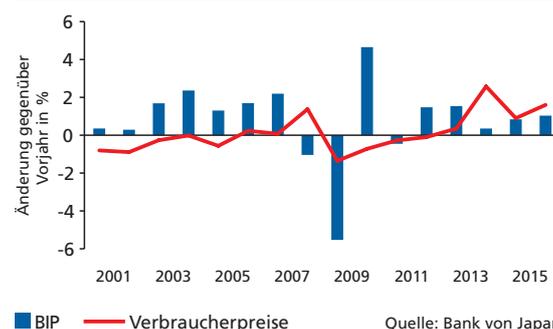
Wahl am 14. Dezember – Bestätigung von Abes Regierungspartei LDP (Parlamentssitze)



Die Dringlichkeit einer Förderung des Wirtschaftswachstums wird allein darin deutlich, dass sich die Wirtschaft der Prognose des IWF zufolge in diesem Jahr mit einem Wachstum von etwa 1,2 Prozent erst allmählich von ihrer Stagnation des Jahres 2014 erholen wird.

Seit zwei Jahren ist die japanische Notenbank (BoJ) Hauptimpulsgeber für das Wirtschaftswachstum. Dies wird sich auch im Jahr 2015 nicht ändern. Die BoJ hat im Oktober 2014 ihr Anleihekaufprogramm, mit dem sie der Wirtschaft zusätzliche Liquidität zuführt, um umgerechnet 180 Milliarden Euro erhöht – das sind etwa fünf Prozent des BIP. In diesem Jahr wird die BoJ aber noch durch die Regierung unterstützt. Diese hat nach den Erfahrungen mit der Mehrwertsteuererhöhung im April, die im zweiten Quartal 2014 zu einem Wachstumseinbruch führte, auf eine weitere Erhöhung in diesem Jahr verzichtet. Stattdessen plant sie aktuell ein neues Konjunkturprogramm, mit dem sie das Wachstum ankurbeln will.

Japan – Chance auf Ende der Deflation



Damit hellt sich das Bild für die Unternehmen zunehmend auf: Beflügelt durch die Abwertung des japanischen Yens um etwa 50 Prozent gegenüber dem US-Dollar seit 2012, konnten die japanischen Unternehmen ihre Gewinnmargen auf 4,2 Prozent fast verdoppeln. Eine weitere Triebfeder zeichnet sich mit dem Verfall der Rohölpreise ab, da Rohöl als Energieträger für die Industrie in Japan einen höheren Anteil hat als in sämtlichen anderen großen Industrieländern. Vor diesem Hintergrund erwarten zum Beispiel die Analysten von der Credit Suisse einen weiteren Anstieg der Unternehmensgewinne um 15 Prozent im Jahr 2015.

Zu einem weiteren Lichtblick könnten sich die wirtschaftlichen Reformen entwickeln, die die Regierung auf dem Arbeitsmarkt ebenso wie bei den Unternehmen auf den

Weg gebracht hat. Der Regierungschef Abe bezeichnet sie selbst als „dritten Pfeil“ seines Programms zur wirtschaftlichen Belebung. Hierzu gehören die Liberalisierung der Zeitarbeit, die Öffnung der Unternehmen für externe Führungskräfte sowie eine erhöhte Transparenz durch internationale Standards in der Rechnungslegung. Daneben ist eine Senkung der Unternehmenssteuern von derzeit 35 Prozent mittelfristig geplant.

Angesichts der Tatsache, dass sich das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr erst allmählich auf ein Prozent beschleunigen wird (siehe vorstehende Grafik), ist seitens der Notenbank eine Fortführung des aktuellen Expansionskurses zumindest bis Ende 2016 absehbar.

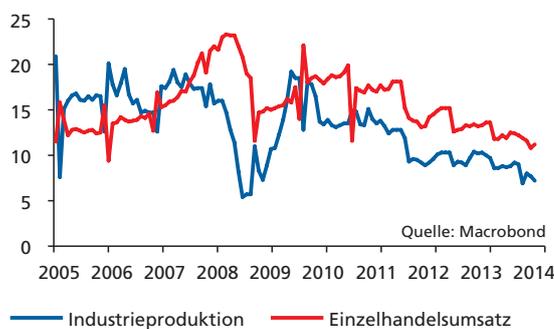
China – Reformen treffen auf Widerstand der alten Garde

Die zunehmende Bedeutung der Schwellenländer für die Weltkonjunktur wird bereits durch den Internationalen Währungsfonds bestätigt. Demnach hat China im Jahr 2014 nach realer Kaufkraft die USA als größte Wirtschaftsnation der Welt abgelöst. In aktuellen Währungsrelationen nimmt sich der Umfang der chinesischen Wirtschaft aber noch bescheidener aus. Auch hat sich das Wirtschaftswachstum selbst im letzten Jahr auf 7,4 Prozent weiter abgekühlt. Der IWF hat vor diesem Hintergrund seine Wachstumsprognose für dieses Jahr auf unter sieben Prozent und für kommendes Jahr auf 6,3 Prozent gesenkt. Das wäre das niedrigste Wirtschaftswachstum seit den 1980er-Jahren.

Dazu steht China, ebenso wie die anderen großen Schwellenländer, derzeit vor enormen wirtschaftlichen und politischen Herausforderungen, die sich mit dem Leitsatz „Verlagerung vom Export zur Binnennachfrage“ zusammenfassen lassen. Dies würde das Wachstum besonders in den Bereichen Konsum und Einzelhandel beflügeln. Aber auch weitere Reformen sind in Umsetzung.

Anders als bisher können ab diesem Jahr jetzt nicht nur ausländische Unternehmen am Wachstum der chinesischen Wirtschaft teilhaben, sondern auch Anleger. Denn mit der Eröffnung der „Börsenverbindung“ zwischen Hongkong und Schanghai am 17. November 2014 ist es ausländischen institutionellen Anlegern nun auch möglich, chinesische Aktien zu erwerben, was bisher nur Inländern vorbehalten waren. Ausländer konnten nur Hongkong-Aktien erwerben. Mit der für Ende 2016 geplanten vollen Konvertierbarkeit der Währung wird sich für ausländische Anleger das Anlagespektrum noch einmal verbreitern.

China – Hinwendung zum Binnenhandel



Entscheidend für die Anlageperspektiven wird es allerdings sein, wie schnell die bereits im November 2013 angekündigten Reformen (siehe hierzu unseren letzten Halbjahresbericht) umgesetzt werden können. Eine besondere Rolle aus Sicht der Anleger spielen zwei Vorhaben, und zwar die Reform des Bankwesens und die Reform der Staatsunternehmen.

Bei der Bankenreform geht es darum, die Kreditvergabe durch Investmentfonds stärker zu überwachen und bei Banken die Anwendung wirtschaftlicher Prinzipien bei der Kreditvergabe durchzusetzen. Ohne eine striktere Regulierung könnten Marktentwicklungen wie im Vorfeld der US-Immobilienkrise im Jahr 2008 entstehen, warnt zum Beispiel der Hedgefonds-Manager George Soros.

Die Reform der Staatsunternehmen, die eine volle Selbstverantwortung für wirt-

schaftliche Entscheidungen einschließlich der Möglichkeit einer Insolvenz vorsieht, steht in engem Zusammenhang mit der Bankenreform. Denn nur eine wirtschaftliche Verwendung der Kreditmittel durch die Unternehmen bietet die Gewähr dafür, dass es nicht zu Exzessen kommt und das Geschäft auch für Banken und Anleger ertragreich bleibt.

Um die Reformen durchsetzen zu können, geht es für die Führung unter Präsident Xi Jinping und Premierminister Li Keqiang auch darum, sich gegen die alte Garde aus Partei, Verwaltung und Staatsunterneh-

men durchzusetzen. Die laufende Anti-Korruptions-Kampagne kann dazu als hoffnungsvoller Auftakt gelten.

Im September folgte die chinesische Notenbank PBoC dem expansiven Kurs anderer Notenbanken und senkte ihren Leitzins von sechs Prozent auf 5,6 Prozent. In diesem Jahr könnte noch einmal eine moderate Zinssenkung erfolgen, nicht zuletzt in Begleitung des Programms zur Liberalisierung von Zinsen und Kreditvergabe. Mit ihrer Zinssenkung könnte die PBoC Vorreiter für andere Schwellenländer wie Indien oder – ab 2016 – Brasilien sein.



Märkte und Anlagethemen 2015

Neben dem aktuellen Ausblick für die Weltwirtschaft, der gekennzeichnet ist von moderatem Wachstum in den meisten Regionen außerhalb der USA, werden die Anlageperspektiven für die einzelnen Vermögensklassen von strategischen Themen bestimmt. Für das Jahr 2015 haben wir folgende Schlüsselthemen ausgemacht:

Die Zinswende in den USA in Verbindung mit der aktuellen Stärke des US-Dollars:

- Hier gehen wir davon aus, dass die aktuelle Euro-Schwäche vorerst anhält und zu einer weiteren Abwertung führt.

Der Absturz des Rohölpreises im Wechselspiel mit Wirtschaft und Politik:

- Obwohl der dramatische Rückgang der Rohölpreise politische Auslöser hat und teilweise korrigiert werden dürfte, sprechen auch wirtschaftliche Faktoren für deutlich niedrigere Preise als in den vergangenen Jahren.

Der Ausblick für die internationalen Aktienmärkte nach drei sehr positiven Jahren in Folge:

- Ein Ende des Aufwärtstrends ist nicht in Sicht, wohl aber eine Verlangsamung, wie sie bereits im vergangenen Jahr in Europa zu beobachten war.

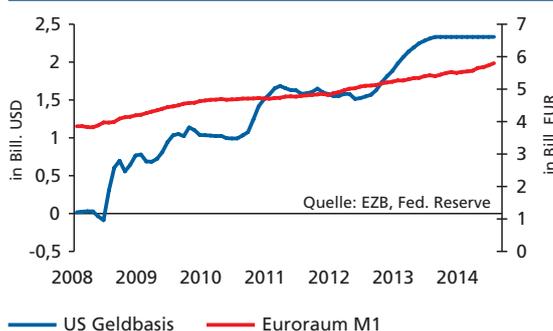
Zinswende in den USA und die Stärke des Dollars – konjunkturelles oder strukturelles Phänomen?

„Die Wirtschaftserholung ist schwächer, die Arbeitslosigkeit höher. Das hat zu einem schwachen Wechselkurs beigetragen.“ So die Feststellung von EZB-Präsident Draghi zum Euroraum (Handelsblatt vom 02.01.2015). Weiter stellt er fest: „Die Märkte erwarten für die USA eine weniger lockere Geldpolitik. Auch das trägt zu einem stärkeren Dollar bei.“

Die Wende in der US-Geldpolitik zeichnete sich bereits im Dezember 2013 ab, als die Notenbank beschloss, zunächst das Anleihekaufprogramm auslaufen zu lassen. Inzwischen rechnen die Marktteilnehmer etwa ab Mitte 2015 mit der ersten Zinserhöhung. Der amerikanische Leitzins (Fed Fund Rate) würde demnach von aktuell 0,25 auf ein Prozent ansteigen. Doch völlig konträr dazu stellt sich die Position der Europäischen Zentralbank (EZB) dar. Mitte 2014 kündigte Draghi an, die Zentralbank-

geldmenge durch den Kauf von Anleihen massiv ausweiten zu wollen. Eine noch stärkere Vermehrung der Geldmenge betreibt gegenwärtig nur noch die Bank of Japan.

Monetäre Expansion USA vs. Euroraum

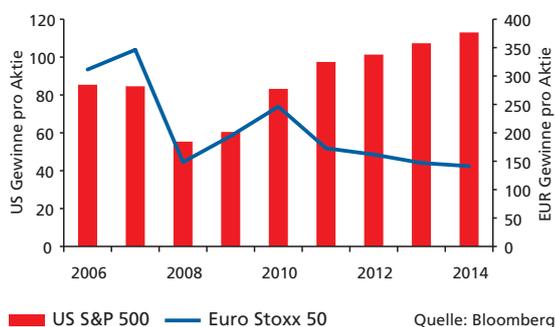


Der Euro ist aktuell am stärksten von der auseinanderdriftenden Zinspolitik der Fed und der EZB betroffen. Anfang des Jahres 2015 war ein Euro nur noch 1,20 US-Dollar wert, so wenig wie seit 2006 nicht mehr. In diesem Zusammenhang entspricht die Aufwertung des US-Dollars sowohl der volkswirtschaftlichen Theorie als auch der praktischen Erfahrung der letzten Jahre. Demnach neigte der Dollar immer dann zur

Schwäche, wenn die Fed wie im Jahr 2012 die Geldpolitik lockerte, und zur Stärke, wenn die US-Notenbank die geldpolitischen Zügel anzog.

Diesmal mehren sich jedoch die Anzeichen dafür, dass die Aufwertung des US-Dollars kaum als kurzfristiges Zinsphänomen zu sehen ist. Die 15-prozentige Abwertung des Euros kann vielmehr als Ausdruck eines ausgeprägteren Pessimismus hinsichtlich der Entwicklung des Euroraums bewertet werden, der zu Kapitalabflüssen führt. Denn letzten Endes sind es nicht die Leitzinsen der Notenbanken, sondern die zu erwartenden Renditen der Kapitalanlagen eines Landes, die Anleger in ihrer Bereitschaft beeinflussen, ihr Geld in diesem Land in der entsprechenden Landeswährung anzulegen.

Gewinntrend USA vs. Euroraum – US-Firmen ziehen davon



Anders als in den USA, wo sich die Unternehmen in den letzten Jahren weitgehend sanieren konnten, bleiben die Wachstumsaussichten im Euroraum wegen der Reformschwäche eher verhalten (siehe vorhergehender Beitrag). Selbst nach dem optimistischen Szenario der EZB wird das Wirtschaftswachstum im Euroraum auch im Jahr 2016 nur 1,5 Prozent und damit nicht einmal die Hälfte des US-Wachstums betragen. Das mäßige Wirtschaftswachstum spricht nicht nur für den Fortbestand des aktuellen Niedrigzinsumfelds, sondern es dürfte auch die langfristigen Kursperspektiven am Aktienmarkt beeinträchtigen. Für dieses Jahr ist jedoch zu erwarten, dass der positive Impuls aus der Euro-Abwertung überwiegen wird, ähnlich wie es beispielsweise in Japan oder

in Indien in den letzten beiden Jahren zu beobachten war.

Ein Fall des Euro-Wechselkurses „ins Bodenlose“ ist dabei jedoch nicht zu erwarten. Denn letztlich bremst die wirtschaftliche Schwäche Kontinentaleuropas auch die weltweite Inflation und damit die Zinsentwicklung. Insofern könnte es sein, dass auch in den USA zumindest die Kapitalmarktzinsen nicht so kräftig steigen werden, wie es große Investmentbanken bisher prognostizieren. Nach deren Vorhersagen würden die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen zum Ende dieses Jahres bereits bei 3,4 Prozent liegen. Dies würde einen Anstieg von über 1,4 Prozent bedeuten. Ein geringerer Anstieg der Renditen würde aber die Attraktivität des US-Dollars für Anleger schmälern und damit den Euro entlasten.

Absturz des Rohölpreises – ökonomisch bedingt oder politisches Kalkül?

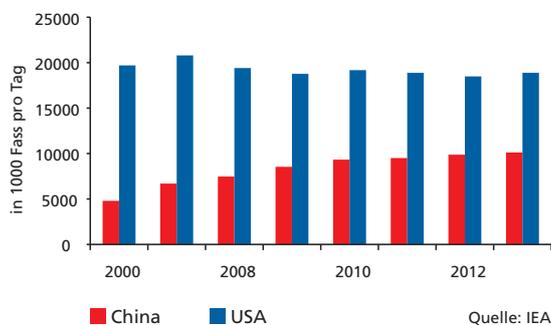
„Billigeres Öl wirkt wie ein Konjunkturprogramm.“ (ifw-Präsident Dennis Snower am 28.12.2014)

Bis vor wenigen Jahren schienen sich alle einig zu sein, dass der Rohölpreis nur in eine Richtung gehen kann: nach oben. Begründet wurde dies zum einen durch China, das als globale Wirtschaftsmacht über einen schier unbegrenzten Hunger nach Energie verfüge. Zum anderen wurde unter dem Stichwort „Überschreiten der Förderspitze (peak-oil)“ mit der Erschöpfung der Ölreserven in den Förderländern argumentiert.

Solche Prognosen lesen sich angesichts des Absturzes der Rohölpreisnotierungen seit Herbst 2014 wie aus einem anderen Zeitalter. Allein nach dem Scheitern der Konferenz der Organisation Erdöl exportierender Staaten (OPEC) Ende November 2014 war der Rohölpreis innerhalb von zwei Wochen um 25 Prozent eingebrochen und setzt seitdem seine Talfahrt ungebremst fort. Mit 45 US-Dollar lag der Preis für ein Fass Rohöl (Brent) Mitte Januar 2015 auf dem niedrigs-

ten Stand seit 2009. Offenbar wurden viele Marktbeobachter vom Zeitpunkt wie auch vom Umfang des Preisverfalls überrascht, gingen doch selbst „Experten“ im Herbst 2014 noch von einem konstanten Rohölpreis von etwa 100 US-Dollar pro Fass aus. Im Nachhinein erscheint ein Rohölpreis von 150 US-Dollar im Jahr 2008 und selbst von 120 US-Dollar wie noch vor zwei Jahren als ein Überschießen aufgrund von Sonderfaktoren, die sich inzwischen dramatisch umgekehrt haben.

Rohölverbrauch – Chinas Dynamik lässt nach

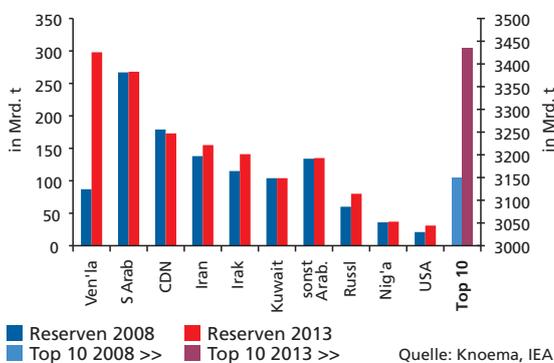


Auf der Nachfrageseite ist die wirtschaftliche Dynamik Chinas und damit sein Energiehunger zunehmend verblasst. Im internationalen Vergleich war das Wirtschaftswachstum mit über sieben Prozent noch bemerkenswert; gemessen an den zweistelligen prozentualen Wachstumsraten der Jahre 2003-2008 hingegen nimmt sich der Zuwachs bescheiden aus. Internationale Ökonomen erwarten in den kommenden Jahren eine weitere Abschwächung des Wirtschaftswachstums in China. Im Jahr 2014 überholte der chinesische Dienstleistungsbereich bei der Wirtschaftsleistung erstmals die Industrie, die bekanntlich Hauptenergieverbraucher ist.

Auf der Angebotsseite ist der Zeitpunkt, zu dem die Rohölreserven erschöpft sein werden, mit der Möglichkeit der Förderung aus Schiefergestein sowie der Entdeckung neuer Vorkommen in der Tiefsee um mehrere Jahrzehnte in die Zukunft verschoben worden. Wurde die Reichweite der Rohölvorkommen im Jahr 2007 noch auf unter 50 Jahre geschätzt, kann bei Ausbeutung aller nachgewiesenen Ressourcen aktuell noch

bis 2085 die Rohölversorgung gewährleistet werden.

Rohölreserven wieder zunehmend



Für die Industrie, aber auch für die Konsumenten der Verbraucherländer bedeutet der Verfall der Rohölpreise zunächst einmal eine massive Entlastung. So errechnen beispielsweise die Analysten der Bank Credit Suisse, dass bei einem Rohölpreis von 55 US-Dollar die Wirtschaft Japans in diesem Jahr um 0,6 Prozent zusätzlich wachsen könnte. Für die deutsche Wirtschaft gilt ein ähnlicher Wert. Anders sieht es dagegen für die Produzentenländer wie Saudi-Arabien und Russland aus. Diese müssen quasi über Nacht auf die Hälfte ihrer Einnahmen aus der Rohölförderung in Form von Steuern oder Lizenzgebühren verzichten. Ganz besonders düster sieht es in Russland aus, dessen Wirtschaft nach zwei Jahren der Stagnation in diesem Jahr sogar in eine Rezession mit einem Negativwachstum von 3,5 Prozent fallen wird. Für Russland ist dies auch politisch besonders schmerzlich, hat das Land aktuell doch auch gleichzeitig einen Absturz seiner Währung zu verkraften.

Unter geostrategischen Überlegungen könnte die Schwächung des früheren geopolitischen Rivalen den USA durchaus willkommen sein. Das gilt ganz besonders im Hinblick auf die gegensätzlichen politischen Positionen, die beide Länder beispielsweise zur Ukraine, aber auch zum Iran vertreten. So plausibel eine Verschwörungstheorie aus politischer Sicht scheinen mag, unter wirtschaftlichen Erwägungen macht sie deutlich weniger Sinn.

Denn anders als in den Vorjahren sind die USA derzeit sowohl als Konsument wie auch als Produzent betroffen. Bei den Produzenten sind seit Ende 2014 Gegenreaktionen seitens der Förderer zu erkennen. So kündigte beispielsweise der US-Rohölkonzern Conoco im November die Verschiebung von Projekten zur Exploration von Schiefervorkommen in Texas an. Schließlich kommen mit dem anhaltenden Verfall der Rohölpreise nun immer mehr Fracking-Projekte unter ihre Gewinnschwelle, wie die folgende Tabelle zeigt.

Ölfeld	Gewinnschwelle pro Fass
Eagle Ford-Liquids Rich	\$46.05
Niobrara	\$46.10
Wolfcamp-N. Midland (Horizontal)	\$53.92
Eagle Ford-Oil Window	\$55.29
Wolfcamp-S. Midland (Horizontal)	\$61.57
Mississippian Horizontal-West	\$64.05
Wolfberry	\$64.63
Bakken Shale	\$64.74
Wolfcamp-N. Delaware (Horizontal)	\$68.54
Uinta-Green River	\$68.77
Uinta-Wasatch (H)	\$72.15
Granite Wash-Liquids Rich (Horizontal)	\$73.10
Uinta-Wasatch (V)	\$74.95
Barnett Shale-Southern Liquids Rich	\$84.45

Quelle: Motley Fool

Insofern ist es plausibel, den aktuellen Rückgang der Rohölpreise als „Überschießen“ nach unten zu werten, das durch einen Preiskrieg von Saudi-Arabien gegen die US-Schieferölproduzenten ausgelöst wurde. Sollte es wie erwartet in diesem Jahr gleichzeitig zu einer Erholung der Weltwirtschaft kommen, könnte sich der Rohölpreis wieder

auf etwa 70 US-Dollar erholen. Dies würde in etwa den Niveaus von 2006 oder 2010 entsprechen.

Aktienmarkt – Korrektur oder Trendwechsel?

Zu Beginn des Jahres 2015 weisen die internationalen Aktienmärkte zwei Gesichter auf. Einerseits ist nach sechs Jahren Aufwärtstrend in den USA und drei Jahren in Europa (nach Fukushima) mit Kursgewinnen von 200 Prozent beim Dow Jones und beim DAX die Luft für weitere Kursgewinne dünner geworden. Andererseits fehlen die Anlagealternativen: 10-jährige Bundesanleihen werfen gerade noch 0,35 Prozent ab; Spareinlagen bringen fast keinen Zins mehr. Immobilien sind nach dem Preisanstieg der letzten Jahre unter Anlagegesichtspunkten auch nicht mehr als billig einzustufen.

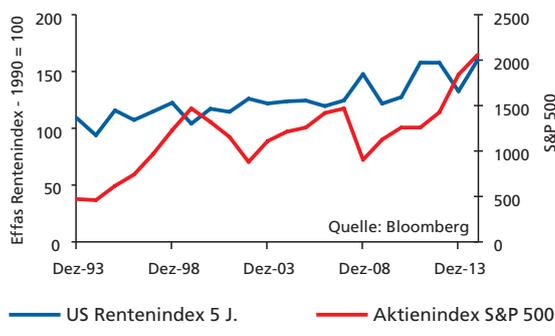
Nach einer solchen Entwicklung stellt sich naturgemäß die Frage: Nähert sich der „Bullenmarkt“ bei Aktien nun seinem Ende, insbesondere, wenn es zu dem seit Längerem erwarteten Zinsanstieg kommen sollte? Oder würde ein solcher Attraktivitätsgewinn von Alternativenanlagen bestenfalls zu einer vorübergehenden Korrektur führen, die den Anlegern günstige Einstiegsgelegenheiten für (weitere) Aktienkäufe böte?

Für eine Antwort empfiehlt sich ein Blick in die Historie: Wie haben sich die verschiedenen Märkte in der Vergangenheit zueinander verhalten und warum kam es bei vorhergehenden Bullenmärkten zum Crash wie in den Jahren 1987, 2000 oder 2008. Was waren die Auslöser?

Zur ersten Frage nach dem Verhalten der Märkte zueinander fällt einem Folgendes auf: Der Gleichlauf von festen Rentenmärkten, steigenden Immobilienpreisen und freundlichen Aktienmärkten, wie er seit fast drei Jahren zu beobachten ist, ist eher die Ausnahme als die Regel. Die gemeinsame Aufwärtsentwicklung ist vielmehr das Ergebnis der hohen Liquidität, die die Noten-

banken in den letzten Jahren als Antwort auf die internationale Wachstumsschwäche geschaffen haben.

Aktien- und Rentenmarkt – mehr Gegenlauf als Gleichlauf



Mit der allmählich absehbaren Normalisierung des Wachstums in den USA und anderen Ländern werden die Verringerung von Liquidität und die Zinsanhebungen vor allem renditeschwache Vermögenswerte wie Staatsanleihen und Rohstoffe treffen. Eine derartige Entwicklung war beispielsweise in den jeweiligen Zinserhöhungsphasen der USA in den Jahren 1994 oder 2004 zu beobachten. Die Zinserhöhungen der Fed führten bei Staatsanleihen zu Kursverlusten von 20 Prozent im Jahr 1994 bzw. zehn Prozent in den Jahren 2004 bis 2007, während die Aktienkurse entweder ihr Niveau hielten wie im ersten Fall oder sogar deutlich zulegen konnten.

In diesem Zusammenhang stellt sich aus aktuellem Anlass die Frage, ob und inwieweit vom Einbruch der Rohölpreise Ansteckungseffekte ausgehen könnten. Denn zum einen bedeutet der Preisverfall einen Einnahmeausfall für die Förderländer. Diese agieren ja auch als Großinvestoren auf den Kapitalmärkten, haben aber nun weniger Anlagemittel zur Verfügung.

Zum anderen verlängern sich mit dem niedrigeren Rohölpreisniveau die Amortisationszeiten von Projekten zur Schieferölförderung. Und schließlich ist die Wirtschaftlichkeit von Investitionen zur Energieeinsparung, z. B. im Verkehrsbereich und bei der Energieerzeugung, nicht mehr

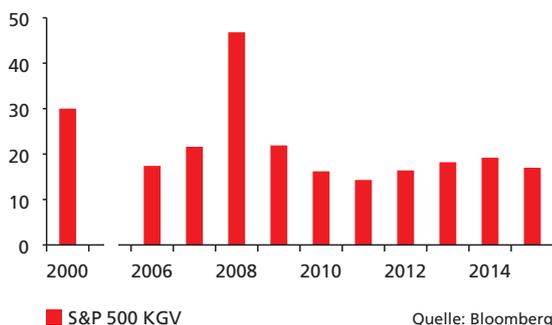
gegeben. Dem steht jedoch der Entlastungseffekt für Industrieunternehmen und Verbraucher gegenüber, sodass per saldo zumindest hierzulande eher mit positiven Auswirkungen zu rechnen ist.

Land	Import / Export von Öl bezogen auf BIP	Ölpreis-einfluss auf Inflation in %	Auswirkung auf Zinsen
Japan	Import 6%	-0.5	gering
China	Import 3%	-1.2	gering
Euroraum	Import 3%	-0.6	gering
USA	Import 1%	-1.4	gering
Russland	Export 17%	+0.6	hoch

Quelle: Credit Suisse

Ebenso wichtig scheint für die langfristige orientierten Anleger die Frage nach möglichen Auslösern von Crashes und anschließenden Bärenmärkten. Hier fällt für die beiden letzten Wendejahre 2000 und 2008 auf, dass die Aktienmärkte entsprechend gängiger Maßstäbe überbewertet waren. Für die größten 500 US-Unternehmen lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), gemessen am S&P 500 Index, im Jahr 2000 bei 30. Die Aktienkurse waren also mit dem 30-Fachen ihrer Jahresgewinne bewertet – mehr als doppelt so hoch wie im langfristigen Mittel, das bei 14 Jahresgewinnen liegt.

Bei den Technologiewerten der Nasdaq lag das KGV sogar bei über 60. Der Konkurs der Großunternehmen Worldcom (2000) und Enron (2001) ließ die Anlegerstimmung umkippen. Ähnlich war es in den Jahren 2007 und 2008. Die Bewertungen des Gesamtmarktes waren mit einem KGV von 22 zwar nicht so extrem überhöht wie im Jahr 2000, dies änderte sich jedoch, als den Banken mit dem Platzen der Immobilienblase Verluste von über 1.000 Milliarden US-Dollar drohten. Die aktuellen Bewertungen der Aktienmärkte, gemessen an den prognostizierten Gewinnen für 2015, sind mit einem KGV von 17 in den USA und 14 in Europa dagegen deutlich günstiger.

Aktienmarkt-KGV – US-Aktien (noch) nicht teuer?

Noch entscheidender für die Anleger ist allerdings die Tatsache, dass vor den letzten beiden Crashes der konjunkturelle „Gipfel“ bereits überschritten war. Das aktuelle Bild stellt sich hingegen anders dar: Zum einen hat die Finanz- und Wirtschaftskrise tiefe Spuren im Verhalten der Banken hinterlassen. Die Sanierung der Banken in den letzten Jahren hat die konjunkturelle Erholung weltweit deutlich verzögert. Sie kann allenfalls in den USA als abgeschlossen gelten. Hier hat nach mehreren Fehlstarts Ende 2012 ein dauerhafter Aufschwung eingesetzt, der nicht nur in einem anziehenden Wirtschaftswachstum, sondern auch in einer Belebung des Arbeitsmarktes erkennbar ist. Nimmt man frühere Wirtschaftszyklen als Maßstab, wäre der konjunkturelle Höhepunkt Ende 2016 zu erwarten, wie es auch

die Fed prognostiziert. In Europa kann man dagegen allenfalls seit Anfang 2014 von einer Erholung sprechen. Angesichts der ungelösten Strukturprobleme vor allem auf dem Arbeitsmarkt ist jedoch eher ein sogenanntes „Wellblechmuster“ der Konjunktur, also ein kurzfristiger Wechsel von Stärke- und Schwächephase, als ein nachhaltiger Aufschwung zu erwarten. Ähnliches gilt im Übrigen auch für Japan und China. Vor diesem Hintergrund ist erst mittelfristig, d. h. erst nach 2016, wieder mit Zinserhöhungen in Europa zu rechnen.

Dieses Bild sollte sich letztlich auch an den Aktienmärkten widerspiegeln: Die Kurse europäischer Aktien sollten sich – getrieben von anhaltend reichlicher Liquidität – weiter nach oben „schaukeln“. Gleichzeitig werden sie jedoch angesichts der mäßigen Wachstums- und Gewinndynamik für politische Krisen oder wirtschaftliche Schocks, wie z. B. eine Zinsanhebung in den USA, anfällig bleiben. Dies dürfte den Anlegern immer wieder günstige Einstiegsmöglichkeiten bieten, und zwar nicht nur in Europa, sondern auch auf dem dann wieder günstiger werdenden amerikanischen Aktienmarkt.

Fazit für die Anlagepolitik

Realwerte (Sachwerte) vor Geldwerten

- Wir sind nach wie vor davon überzeugt, dass Vermögenserhalt und Vermögenszuwachs in erster Linie durch eine Anlage in produktive Sachwerte zu erreichen sind.

Diversifikation

- Eine breite Streuung der Anlagen stellt für uns weiterhin das Grundprinzip bei der Vermögensanlage dar.

Risikomanagement:

- In einer Welt mit hohen geopolitischen Risiken und einer ungelösten Verschuldungsproblematik ist Risikomanagement mehr denn je der Schlüssel für eine solide Vermögensverwaltung. Wir setzen zu diesem Zweck Absicherungsstrategien und eine aktive Kassenhaltung ein.

Aktien:

- Globale „Sachwertaktien“ und Qualitätstitel
- Übergewichtung Europas
- Sondersituationen, z. B. im Öl-Bereich
- Schwellenländer, insbesondere Konsumwerte

Anleihen:

- Nur noch Sondersituationen in Euro
- Anleihen in Fremdwährung, z. B. Unternehmensanleihen in US-Dollar
- Schwellenländeranleihen

Immobilien:

- Deutsche Wohnimmobilien
- Hochwertige Gewerbeimmobilien in Süddeutschland
- US-Wohnimmobilien

Beteiligungen:

- Private Equity, z. B. Branchenkonzepte



Wohnimmobilien – sicherer Hafen mit Potenzial



Von Thomas Meyer,
Vorstand der Wert-
grund Immobilien AG

Aufschwung, Boom, sicherer Hafen – wenn es um den deutschen Wohnimmobilienmarkt geht, geraten insbesondere Immobilieneigentümer und Investoren derzeit häufig ins Schwärmen. Nach Jahren der Stagnation und einem Einbruch von Mieten und Kaufpreisen als Folge der Finanzkrise ist vor circa drei bis vier Jahren wieder Schwung in den Markt gekommen: Mieten und Kaufpreise befinden sich im Aufwärtstrend.

Nach Angaben des Immobilienverbands IVD zahlen Mieter einer Bestandswohnung in Deutschland derzeit im Schnitt 5,78 Euro je Quadratmeter und Monat nettokalt – 2,1 Prozent mehr als 2013. Die Miete für eine Neubauwohnung schlägt aktuell mit durchschnittlich 8,11 Euro pro Quadratmeter und Monat zu Buche, 2,9 Prozent mehr als im Vorjahr. Wer sich für eine bestehende Eigentumswohnung entscheidet, musste 2014 im Schnitt 1.082 Euro pro Quadratmeter zahlen. Die Kaufpreise hatten im Vergleich zum Jahr 2013 um 4,5 Prozent zugelegt.

Die Spanne der Preise, auf denen diese Durchschnittswerte basieren, ist jedoch sehr breit: Die Wohnimmobilienmärkte der Großstädte und die der ländlichen, strukturschwachen Regionen haben sich in den vergangenen Jahren höchst unterschiedlich entwickelt und driften weiter auseinander. So stagnieren die Mieten und Kaufpreise in Gebieten mit negativer Bevölkerungsentwicklung wie einigen Regionen in den neuen Bundesländern oder im Ruhrgebiet. Im Gegensatz dazu punkten die Metropolen und seit Kurzem auch die sogenannten B-Städte mit steigenden Mieten und Preisen. Dem IVD zufolge stiegen die Wohnungsmieten im Bestand in den deutschen Städten mit mindestens 500.000 Einwohnern 2014 um 3,1 Prozent im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. Mieter von Neubauwohnungen mussten rund 4,8 Prozent mehr zahlen als im Jahr zuvor. Auch in den Städten mit 250.000 bis 500.000 Einwohnern kletterten die Mieten nach oben: Für Bestands-

wohnungen wuchsen sie um 1,5 Prozent, für Neubauwohnungen um rund 2,7 Prozent. Die Städte mit 100.000 bis 250.000 Einwohnern, unter die auch viele Universitätsstädte fallen, warten mit Mietanstiegen von 2,8 Prozent (Bestand) bzw. vier Prozent (Neubau) auf.

Auch Wohneigentum in den deutschen Großstädten legte im vergangenen Jahr im Preis zu – das betrifft vor allem die Metropolen. Bestandswohnungen kosteten hier 2014 rund neun Prozent mehr als im Vorjahr. Sie schlugen 2014 mit 1.689 Euro pro Quadratmeter zu Buche. In Städten mit 250.000 bis 500.000 Einwohnern betrug der Preisanstieg 5,2 Prozent auf 1.347 Euro pro Quadratmeter, in Städten mit 100.000 bis 250.000 Einwohnern 5,9 Prozent (2014: 1.220 Euro pro Quadratmeter).

Die genannte Entwicklung der Mieten und Preise lässt sich auf mehrere Gründe zurückführen. So wächst die Bevölkerung der Groß- und Universitätsstädte seit Jahren. Die attraktiven Aussichten auf dem Arbeitsmarkt, die guten Bildungsmöglichkeiten und nicht zuletzt ein breites Freizeitangebot locken vor allem junge Menschen in die Städte. Aber auch Familien und ältere Menschen ziehen wieder zunehmend in die Städte. Damit steigt die Nachfrage nach Wohnungen und mit ihr die Miet- und Kaufpreise. Insbesondere Letzteren verleiht außerdem das derzeit attraktive Zinsumfeld Auftrieb. Da sich der Leitzins auf historisch niedrigem Niveau bewegt, sind Immobilien derzeit besonders günstig zu finanzieren.

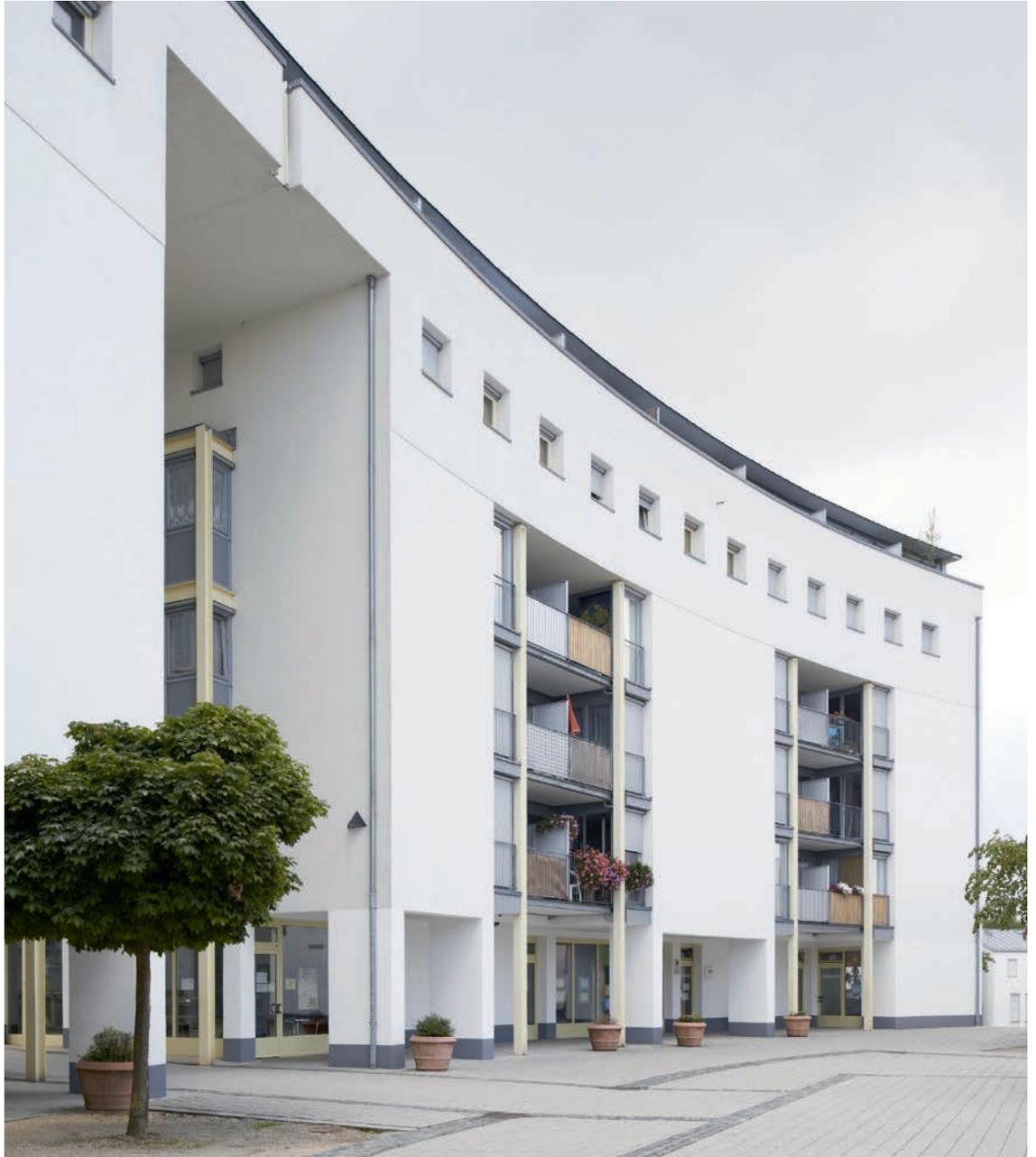


Dies erleichtert vielen Mietern die Entscheidung, Wohneigentum zu erwerben. Hinzu kommt, dass sich privaten wie institutionellen Investoren derzeit wenige attraktive und risikoarme Anlagealternativen bieten. Daraus resultiert bei institutionellen Anlegern auch ein gewisser Anlagedruck: Sie haben kaum eine andere Wahl, als ihr Kapital in „Betongold“ zu investieren.

Angesichts des Aufwärtstrends von Mieten und Preisen mischen sich unter die euphorischen Meldungen auch immer wieder kritische Stimmen, die vor drohenden Preisblasen warnen. So hat das Marktforschungsunternehmen empirica in seinem vierteljährlich ermittelten Blasenindex Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, München und Stuttgart die Gefahr einer Preisblase attestiert. Das Online-Portal Immobilienscout24 hingegen hat in einer Analyse ermittelt, dass eher in mittelgroßen Städten als in

Metropolen eine Preisblase droht. Demnach sind zum Beispiel Regensburg, Freiburg und Erlangen besonders gefährdet. Auch wenn hier die Meinungen der Experten auseinandergehen – das Risiko einer Preisblase auf dem gesamtdeutschen Markt besteht derzeit nicht. Die Preissteigerungen sind größtenteils von stabilen sozio-ökonomischen Faktoren wie Bevölkerungswachstum und steigenden Löhnen getragen. Jedoch gilt es, die Preisübertreibungen in einigen Märkten kritisch zu hinterfragen und zu beobachten.

Es ist nicht zuletzt das stabile wirtschaftliche Umfeld, das immer mehr ausländische Investoren in den deutschen Wohnimmobilienmarkt zieht. Insbesondere seit der Finanzkrise gilt der deutsche Markt für viele als sicherer Hafen. Ein Vorteil ist auch die föderale Struktur der Bundesrepublik: Das wirtschaftliche, politische und kulturelle Geschehen ist in Deutschland, anders als in



anderen Ländern, nicht allein auf die Hauptstadt konzentriert. Daraus ergeben sich viele attraktive Standorte für Investments. Das Preisniveau auf den Wohnimmobilienmärkten der deutschen Städte – insbesondere in Berlin – liegt zudem noch deutlich unter dem anderer europäischer Metropolen, was vielen internationalen Investoren die Entscheidung für Deutschland erleichtert.

Wie sich die Preise und Mieten in den kommenden Jahren entwickeln werden, hängt auch von den politischen Rahmenbedingungen ab. Die Regierungskoalition hat sich im September auf die sogenannte Mietpreisbremse geeinigt, die voraussichtlich im ersten Halbjahr 2015 in Kraft treten wird. Demnach werden die Bundesländer ermächtigt, Gebiete mit angespannten Woh-



nungsmärkten auszuweisen, in denen das Gesetz für einen Zeitraum von fünf Jahren gelten soll. In diesen Gebieten dürfen die Mieten bei einer Neuvermietung nicht höher als zehn Prozent über der ortsüblichen Vergleichsmiete liegen. Diese kann unter anderem durch den Mietspiegel bestimmt werden. Da jedoch nicht in allen Städten Mietspiegel vorliegen, wird es für Vermieter künftig schwieriger werden, die richtige Miete zu bestimmen. Experten befürchten, dass als Folge der Mietpreisbremse die Investitionen in den Wohnungsbestand zurückgehen werden.

Sicher ist jedoch auch: Die hohe Nachfrage nach Wohnimmobilien, insbesondere in

den deutschen Großstädten, wird weiter anhalten. Die niedrigen Zinsen und die wenigen attraktiven Anlagealternativen werden voraussichtlich weiterhin dazu führen, dass private wie institutionelle Anbieter in Betongold investieren. Auf dem Mietwohnungsmarkt wird der Bevölkerungszug auch in den kommenden Jahren für steigende Nachfrage sorgen.

Fazit: Auf dem deutschen Wohnungsmarkt stehen die Zeichen auf Wachstum, wobei Investitionen in (Wohn-) Immobilien sich nicht von der allgemeinen Euphorie leiten lassen, sondern den bekannten ökonomischen Parametern entsprechen sollten.

Industrie 4.0 – neue Möglichkeiten für Industrie und Kunden

Die rasante Entwicklung von Informations- und Kommunikationstechnologie ist gerade dabei, Produkte und Produktionsprozesse zu revolutionieren. Schlagworte wie Smart Factory, direkte Kommunikation von Mensch und Maschine und Big Data sind es, die den neuen Technologieschub in der Industrie, auch als „Industrie 4.0“ bezeichnet, kennzeichnen. Der folgende Beitrag erläutert die Bedeutung dieses Begriffs und die wirtschaftlichen Auswirkungen der mit ihm beschriebenen Entwicklung.

Industrie 4.0 – neue Möglichkeiten für Industrie und Kunden

Der rasante Übergang vom „Handy“ zum „Smartphone“ hat für die Konsumenten eine Entwicklung erfahrbar gemacht, wie sie sich gerade weltweit in der Industrie vollzieht. Die sogenannte „Smart Factory“ (intelligente Fabrik) ist das Kernstück von Industrie 4.0. Dabei wird weit über die bisherigen Anwendungen der Elektronik – wie beispielsweise bei Industrierobotern oder in computergesteuerten Entwurfs- und Fertigungsprozessen (CAD/CAM) – hinausgegangen. Beim Einzug der Computertechnik in die Produktion stand noch die Optimierung von einzelnen Aufgaben in der Fertigung im Vordergrund. In der Smart Factory wird nun aber die gesamte Wertschöpfungskette erfasst.

Kernstück ist die direkte Kommunikation zwischen Maschinen und Bauteilen. Dazu werden RFID-Chips (Radio-Frequency-Identification-Chips) in die Bauteile integriert. Diese Chips erlauben eine ferngesteuerte Änderung der gespeicherten Information auf dem Datenträger und die unmittelbare Weitergabe an die Bearbeitungsanlagen. Über dieses neue Verfahren kann „online“ in den Produktionsprozess eingegriffen werden. Während des Produktionsablaufs suchen sich die einzelnen Bauteile mithilfe der Chips selbst ihren Weg durch die Fertigung. Sie wählen entsprechend der eingespeicherten Information die geeignete Maschine zur Bearbeitung selbst aus und kommunizieren

dieser, wie sie zu bearbeiten sind. Durch gemeinsame Kenntnis des Produktionsablaufs sind Bauteile bzw. Rohlinge in der Lage, sich im Fall von Störungen alternative Bearbeitungswege zu erschließen. Schließlich kann das fertige Produkt über Programmierung auf einem RFID-Chip seine Verpackung und seinen Versand an die Kunden selbst organisieren.

Vernetzung – innerhalb und außerhalb der Smart Factory

Dass dieser maschinengesteuerte Ablauf letztlich eine weitgehende Vernetzung innerhalb der Produktionsstätte voraussetzt, versteht sich von selbst. Aber die Vernetzung geht über die Produktion hinaus, und zwar sowohl hin zum Kunden als auch zur Infrastruktur. Stichworte hierbei sind: „Smart Grid“, „Smart Logistics“ und „Smart Buildings“.

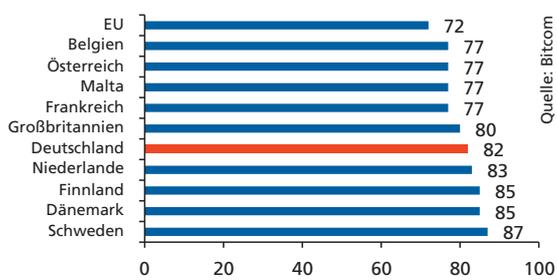
Dabei setzen die maschinengesteuerten Prozesse grundsätzlich an den bisherigen, von Menschen gesteuerten Prozessen an, vergleichbar dem fahrerlosen Automobil oder dem selbstlandenden Flugzeug. Der einzige Unterschied ist, dass Maschinen auch die Rolle des Menschen in der Kommunikation übernehmen.

Der Begriff des Smart Grid (intelligente Netze) hat gleich eine doppelte Bedeutung. Zum einen geht es um die Anwendung, d. h. die effiziente Nutzung von bestehenden Netzen wie dem der Energieversor-

gung. Zum anderen geht es um den laufenden Ausbau der technischen Infrastruktur wie VDSL-Leitungen, um die Übertragung der notwendigen Datenmengen zu gewährleisten.

Smart Logistics beschreibt die weg-, zeit- und kostenoptimierte Wahl des Transportmittels durch laufende Kommunikation zwischen Produkt und Transportmittel bzw. externen Spediteuren über RFID-Chips. Dadurch lassen sich beispielsweise die Geschwindigkeit einzelner Transportmittel und die Verladezeiten durchgehend optimieren.

Breitbandanschlüsse pro 100 Haushalte – Länder oberhalb des EU-Schnitts



Neue Gewinnpotenziale für Unternehmen

Was sind die Ziele, die Stoßrichtung von Industrie 4.0? Im Wirtschaftsleben richtet sich das Interesse des Unternehmens grundsätzlich darauf, durch Ermittlung und (erhöhte) Befriedigung von Kundenbedürfnissen seine Markt- und Gewinnposition zu stärken. Die Aktivitäten können sich sowohl auf die Kosten- als auch auf die Erlösseite auswirken.

Auf der Kostenseite erlaubt die Smart Factory eine erhöhte Ressourceneffizienz, zum Beispiel dadurch, dass sich die Aggregate bei Produktionspausen wie am Wochenende auf einen kostensparenden Standby-Modus umschalten. Ähnliches gilt im Rahmen des Produktionsprozesses, indem das Bauteil bei flexiblem Produktionsablauf freie Kapazitäten nutzen kann. Schließlich können über die Vernetzung von Produktionsstätten im Rahmen der Smart Factory

kostenintensive Vorlaufzeiten vermindert werden.

Aber auch auf der Erlösseite erschließen sich durch die Smart Factory sowie die Smart Products neue Potenziale, da Kundenwünsche wie die Verwendung bestimmter Komponenten während des laufenden Produktionsprozesses berücksichtigt werden können. Dadurch können nicht nur die Kundenbeziehungen vertieft, sondern auch neue Kundengruppen erschlossen und ein Mehrwert generiert werden.

Wachstumspotenziale für die Wirtschaft – Möglichkeiten für Anleger

Bei Industrie 4.0 geht es jedoch nicht nur um Gewinne, sondern auch um die Wachstumspotenziale und die Bewältigung des demografischen Wandels für die Wirtschaft. Bereits seit Jahren wird mit der Verrentung der geburtenstarken Jahrgänge ein zunehmender Fachkräftemangel besonders in der Industrie sichtbar. Die Schließung dieser Facharbeiterlücke wird damit für den Standort Deutschland, dessen Industrie mit 22 Prozent Anteil an der Gesamtwirtschaft ein doppelt so hohes Gewicht hat wie in den anderen großen EU-Ländern, zur Schicksalsfrage.

Für Anleger eröffnet diese Entwicklung insofern besondere Chancen. Gerade viele deutsche Firmen aus verschiedenen Branchen treiben sowohl auf der Anbieter- als auch auf der Kundenseite die Smart Factory voran. Entsprechend ihres Einsatzes sind sie in verschiedenen Branchen und Unternehmensgrößen vertreten. Zu nennen sind hierbei Unternehmen aus der Informationstechnologie wie SAP und Siemens, Prozessautomation (wie Festo oder Trumpf) und aus der Mess- und Sensortechnik (wie Seca oder Sick). Auf der Kundenseite betrifft es vor allem die großen Automobilhersteller Daimler und VW.

Asset Backed Securities (ABS)

„Seit Langem geschmäht – heute wieder gefragt: EZB kauft erstmals ABS (Verbriefungen)“

Lange Zeit hat man von Asset Backed Securities, kurz ABS oder auch Verbriefungen genannt, wenig gehört. Der gesamte Verbriefungsmarkt ist in Verruf geraten, als im Sommer 2007 eine der schlimmsten Finanzkrisen der Geschichte durch US-amerikanische Subprime-Papiere ausgelöst wurde. Seitdem wurden oftmals undifferenziert die US-amerikanischen, europäischen und deutschen Verbriefungen in einen Topf geworfen.

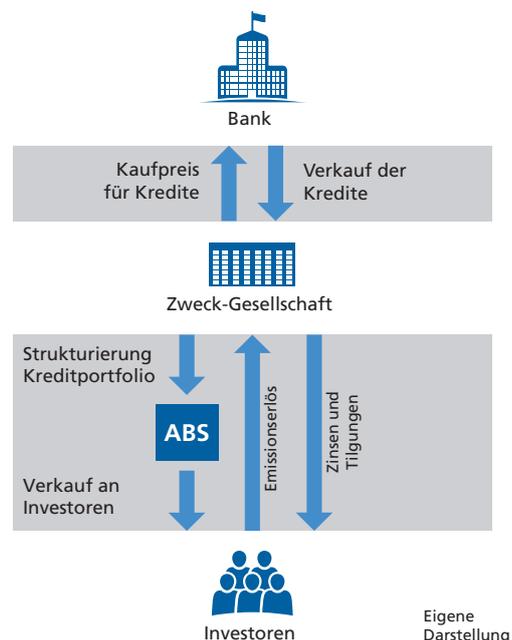
Das Subprime-Segment umfasst jene Verbriefungen in den USA, die mit Immobilienkrediten an Schuldner mit geringer Bonität besichert sind. In Europa gibt es dagegen dieses Segment in vergleichbarer Form und ähnlichem Ausmaß nicht. Die Statistik zeigt, dass sich während der Finanzkrise die europäischen Verbriefungen als deutlich robuster als die US-amerikanischen Papiere erwiesen haben. Laut der Ratingagentur Moody's sind von rund 9.000 europäischen Verbriefungen, die im letzten Jahrzehnt emittiert wurden, etwa zwei Prozent ausgefallen bzw. erlitten Verluste. In den USA waren es dagegen im Vergleichszeitraum rund 20 Prozent. Durch die Vertrauenskrise ist das ABS-Emissionsvolumen in Europa seit 2007 drastisch eingebrochen. Der Großteil der neu strukturierten Verbriefungen wurde von den Banken einbehalten und zu Refinanzierungszwecken als Sicherheit bei der Europäischen Zentralbank (EZB) hinterlegt.

Im letzten Jahr hat die EZB bekannt gegeben, im Rahmen ihrer geldpolitischen Stabilisierungsmaßnahmen Verbriefungen anzukaufen. Anfang Oktober 2014 folgten dann die Details. Über einen Zeitraum von mindestens zwei Jahren werden seit dem vierten Quartal 2014 Verbriefungen und gedeckte Schuldverschreibungen angekauft. Ziel ist es, die Kreditversorgung der Wirtschaft im Euroraum zu unterstützen und die Emissionstätigkeit anzuregen. Dies soll dazu beitragen, die Wirkung der Geldpolitik zu verstärken und zu einer Soll-Inflationsrate von nahe zwei Prozent zurückzukehren. Zum Verständnis folgt die Erklärung der

Funktionsweise einer Verbriefung.

Verbriefungen sind forderungsbesicherte Anleihen. Dazu wird von einer Bank oder einer Leasinggesellschaft ein Portfolio von Krediten bzw. Forderungen gebündelt und an eine Zweckgesellschaft verkauft, die speziell für diese Transaktion gegründet wurde. Dabei kann es sich um wenige Kredite im zweistelligen Bereich bis zu sehr großen Portfolios mit mehreren Tausend Krediten handeln. Mögliche Kredit- bzw. Forderungsarten sind u. a. Unternehmenskredite an kleine oder mittelständische Unternehmen, Immobilienkredite, Konsumentenkredite, Autokredite, Leasingforderungen und Kreditkartenforderungen. Die Zweckgesellschaft, die über keine eigenen Mittel

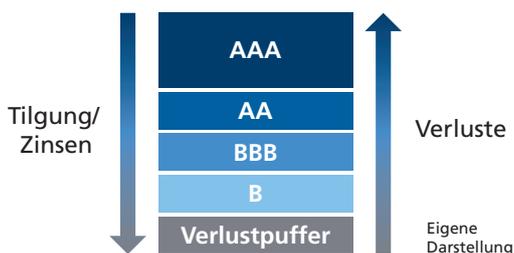
Funktionsweise einer Verbriefung



verfügt und den Kauf des Kreditportfolios finanzieren muss, konstruiert das Kreditportfolio zu einer Verbriefungsstruktur. Die Struktur besteht aus mehreren Wertpapieren. Diese Wertpapiere, die als ABS bezeichnet werden, werden am Kapitalmarkt emittiert. Aus dem Emissionserlös bezahlt die Zweckgesellschaft den Kaufpreis für die Kredite an die Bank. Die Investoren werden von der Zweckgesellschaft mit den Zahlungsansprüchen aus den erworbenen Krediten besichert. Ihnen fließen dann über die gesamte Laufzeit Zins- und Tilgungszahlungen zu, bis das Wertpapier vollständig zurückgezahlt ist.

Anders als bei Staats- oder Unternehmensanleihen ist das Risiko einer Verbriefung unabhängig von der Bonität des Emittenten und der Bank, die die Verbriefung initiiert. Das Risiko hängt dagegen von der Kreditqualität der verbrieften Kredite und der Ausgestaltung der Verbriefungsstruktur ab. Charakteristisch hierfür ist das Wasserfallprinzip. Es entsteht in der Struktur eine Rangfolge von eigenen Wertpapieren mit unterschiedlichen Rendite-Risiko-Kombinationen, unter denen der Investor wählen kann.

Wasserfallstruktur einer Verbriefung



Inhaber des vorrangigsten Wertpapiers, auch Senior-Tranche genannt, die in der Regel mit einem AAA-Rating bewertet ist, erhalten als Erste Zahlungen auf ihre Tilgungs- und Zinsansprüche. Im Anschluss werden Schritt für Schritt alle nachrangigen Wertpapiere aus den eingehenden Zahlungsströmen bedient. Der Zahlungsstrom ähnelt insofern einem Wasserfall, als eingehende Zahlungen von oben nach unten

an Investoren verteilt werden. Eventuelle Verluste hingegen steigen von unten nach oben auf und schlagen zuerst auf die nachrangigste Tranche durch. Diese wird in der Regel von den initiierenden Banken im eigenen Bestand gehalten. Häufig sind zur zusätzlichen Risikoreduzierung auch externe Garantiegeber in die Verbriefungsstruktur involviert.

Um die Beweggründe der Europäischen Zentralbank für das ABS-Ankaufprogramm zu verstehen, muss man wissen, warum für Banken Verbriefungen so bedeutend sind. Die Verbriefungen sind ein zentraler Bestandteil ihres Geschäftsmodells und unterstützen über die Kreditvergabe die Wirtschaft. Die Kredite, die illiquide Vermögenswerte darstellen, werden durch die Strukturierung und Platzierung auf dem Kapitalmarkt zu liquiden Vermögenswerten. Durch die Verbriefung erhält die verbriefende Bank somit Liquidität zu günstigen Konditionen, unabhängig vom eigenen Rating. Die Kreditrisiken werden damit ausgelagert und im Markt auf mehrere Schultern verteilt. Dadurch müssen die Banken diese nicht mehr mit haftendem Eigenkapital hinterlegen, womit eine Verbesserung der Bilanzkennzahlen erreicht wird. Verbriefungen können demnach die Stabilität einer Bank in Krisenzeiten erhöhen und tragen dazu bei, dass Freiräume für die Vergabe von neuen Krediten entstehen. Für Investoren sind Verbriefungen interessant, da sie dadurch an der breiten Streuung von Forderungen teilhaben, eine weitere Diversifikation für ihr Portfolio erreichen und ein interessantes Rendite-Risiko-Verhältnis realisieren können. Allerdings sind direkte Investitionen in Verbriefungen aufgrund der Komplexität der Anlageklasse nur institutionellen Anlegern wie z. B. Banken und Versicherungen vorbehalten. Privatanleger können sich nur indirekt über Fonds in dieser Anlageklasse engagieren. Die erzielbaren Renditen in dieser Anlageklasse unterscheiden sich je nach der verbrieften Kreditart, der Laufzeit und der Länderherkunft. Als sehr solide gelten Verbriefungen aus Deutschland, den Nie-

derlanden, Großbritannien und Frankreich. Risikoreicher werden dagegen spanische Verbriefungen von Immobilienkrediten, Verbriefungen von gewerblichen Immobilienkrediten und Verbriefungen von Krediten an kleine und mittlere Unternehmen am Markt bewertet. In folgender Tabelle sind beispielhaft einige aktuelle Risikoaufschläge dargestellt:

Abbildung 3: Aktuelle Risikoaufschläge für ABS

Verbriefte Kreditart	Risikoaufschlag Senior Tranche AAA Stand 11/2014
Gewerbliche Immobilienkredite Europa	1,00 bis 2,85 Prozent
Private Immobilienkredite Spanien	0,54 bis 1,55 Prozent
Kredite an kleine und mittlere Unternehmen	0,55 bis 1,08 Prozent
Private Immobilienkredite Italien	0,42 bis 0,90 Prozent
Konsumentenkredite	0,27 bis 0,80 Prozent
Autokredite	0,18 bis 0,33 Prozent

Quelle: DZ Bank

Nun beabsichtigt die EZB, dass sich in Schwierigkeiten geratene Finanzinstitute mithilfe des ABS-Ankaufprogramms von belastenden Krediten in ihren Bilanzen trennen. Befürworter des Programms hoffen, dass damit insbesondere die Banken in den wachstumsschwachen Ländern der Eurozone unterstützt werden und damit über die Kreditvergabe die Wirtschaft angekurbelt wird. Vor allem Italien, Spanien und Portugal, die historisch einen bedeutenden Anteil am europäischen Verbriefungsmarkt haben, könnten davon profitieren.

Das Programm ist in der Presse vielfach kritisiert worden. Es wird befürchtet, dass die EZB zu einem Auffangbecken für „Schrottpapiere“ wird. Allerdings ist dem entgegenzusetzen, dass die EZB in erster Linie vorrangige Senior-Tranchen mit AAA-Rating ankaufen möchte. Ein weiterer Einwand besteht darin, dass das Programm nicht weitreichend genug sei. Kritiker fordern weitere Maßnahmen, um den gesamten Verbriefungsmarkt auch auf der Nachfrageseite wieder in Schwung zu bringen. Dazu müssten regulatorische Hürden für ABS-Investoren reduziert werden. Derzeit müssen Investoren wie z. B. Banken und Versicherungen für ABS sehr viel mehr Risikokapital hinterlegen als für Unternehmensanleihen oder Pfandbriefe. Offen bleibt auch die Frage, ob die Banken aufgrund dieses Programms tatsächlich mehr Kredite vergeben werden, da sie ja auch jetzt schon ohne dieses Programm mit Liquidität überschwemmt werden.

Es bleibt also abzuwarten, in welchem Umfang das ABS-Ankaufprogramm tatsächlich umgesetzt wird. Erst Ende Januar 2015 hat die EZB bekannt gegeben, neben diesem Programm zusätzlich Staatsanleihen und andere Wertpapiere im Wert von rund einer Billion Euro anzukaufen. Die Wirkungen dieser beiden geldpolitischen Maßnahmen werden wohl erst mittel- und langfristig sichtbar werden. Ein Blick auf die USA zeigt jedenfalls, dass es möglich ist, dem Verbriefungsmarkt mit einer solchen Maßnahme signifikant Auftrieb zu geben. Erst im Oktober 2014 hat die US-Notenbank ihr ABS-Ankaufprogramm für erfolgreich beendet erklärt.



Fondsanalyse bei DR. HELLERICH & CO



Hitlisten mit den „besten“ Investmentfonds gehören beinahe genauso zum Jahreswechsel wie ein Glas Sekt oder die berühmt-berüchtigten guten Vorsätze. Jedenfalls sieht das die Wirtschaftspresse so und füllt im Januar verlässlich die Gazetten mit einer Vielzahl von Tabellen, die für jedes Anlagesegment die renditestärksten Fonds des vergangenen Jahres ausweisen. Wäre es daher nicht naheliegend, am Jahresanfang einfach die Bestplatzierten zu kaufen und sich auf andere Fragen der Vermögensanlage zu konzentrieren? Also gemäß dem Motto: „The trend is your friend“? Wir sehen das anders und legen viel Gewicht auf die Analyse einzelner Investmentfonds. Dass sich das für unsere Kunden auszahlt, wird an verschiedenen Beispielen, wie im vorstehenden Bericht zur Fondsvermögensverwaltung, veranschaulicht. Im Folgenden möchten wir Sie zunächst in die verschiedenen Methoden der Analyse einführen.

Mehrwert der Fondsanalyse

Die Fondsauswahl nach den jährlichen Hitlisten zu treffen, gleicht dem Fahren eines Autos nur über den Rückspiegel. Niemand würde das ernsthaft versuchen. Da wir uns nicht auf die Fortsetzung der historischen Wertentwicklung verlassen wollen, nimmt die genaue Analyse der einzelnen Investmentfonds einen hohen Stellenwert im Investmentprozess ein. Analyse leitet sich vom griechischen Wort *análysis* ab und bedeutet Auflösung oder Zergliederung. Und genau

darum geht es. Die entscheidenden Fragen lauten: Ist die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung wiederholbar und wie kam diese zustande? War es Glück oder Können? Wer sind die handelnden Personen und sind diese immer noch dieselben? Allein an den Zahlen ist das nicht zu erkennen. Es gibt genug Beispiele dafür, dass es sich bei den Gewinnern des Vorjahres oftmals um die Verlierer des neuen Jahres handelt. Wie die folgende Grafik zeigt, zählten die dargestellten Fonds im Kalenderjahr 2013 jeweils zu den Besten innerhalb ihrer

Vergleichsgruppe. Per Ende 2014 waren die Fonds jedoch nur noch auf den hinteren Plätzen zu finden.

Fondsname	„Morningstar Vergleichsgruppe“	Wertentwicklung 2013 in Prozent	Prozentualer Rang	Wertentwicklung 2014 in Prozent	Prozentualer Rang
R Conviction Europe	Europe Large-Cap Value Equity	36,93	2	-0,62	84
Templeton European	Europe Large-Cap Value Equity	29,73	7	-4,98	97
Amundi Interinvest Capital Bonds	Global Bond	5,11	2	2,88	97
Lebenswerte Zukunft Rentenfonds UI	Global Bond	5,77	2	-9,05	100
MS INV F Euro Corporate Bond	EUR Corporate Bond	5,22	10	1,93	94

Quelle: Morningstar Direct

Natürlich gibt es aber umgekehrt auch Fonds, die über zwei oder mehrere Jahre die Hitlisten anführen. Wie die folgende Tabelle veranschaulicht, zählten die dargestellten Fonds sowohl 2013 als auch 2014 zu den Besten innerhalb ihrer Vergleichsgruppe.

Fondsname	„Morningstar Vergleichsgruppe“	Wertentwicklung 2013 in Prozent	Prozentualer Rang	Wertentwicklung 2014 in Prozent	Prozentualer Rang
Investec GSF GIBI Str Eq S Inc Grs	Global Large-Cap Blend Equity	24,69	9	22,53	6
First Private Europa Aktien ULM	Europe Large-Cap Value Equity	27,95	13	8,05	11
JPM Europe Strategic Growth	Europe Large-Cap Growth Equity	31,96	1	13,38	4
Legg Mason CB US Agrsv Growth	US Large-Cap Growth Equity	32,89	9	30,68	4
LAM-EURO-RENTEN-UNIVERSAL	EUR Diversified Bond	4,42	8	12,05	13

Quelle: Morningstar Direct

Die vorangegangene Platzierung eines Fonds als Auswahlkriterium zu verwenden, ist also nicht wirklich zielführend. Bedeutend für den nachhaltigen Erfolg ist eine detaillierte Analyse. Mit dieser können Fonds bzw. Manager herausgefiltert werden, die langfristig ihre Vergleichsindizes schlagen.

Warum ist unsere eigene Fondsanalyse so bedeutend für einen nachhaltigen Anlageerfolg?

Eines der wichtigsten Kriterien für uns ist dabei der persönliche Kontakt zu den Fondsmanagern. Nur durch die Gespräche mit den handelnden Personen erhalten wir Informationen, die uns einen tieferen Einblick in ihre Arbeitsweise und ihre Investmentphilosophie ermöglichen. Dies ist entscheidend, da

wir großen Wert darauf legen zu verstehen, wie sich das Investment in einer bestimmten Marktphase verhält. Auch ein überzeugender Investmentfonds kann zwischenzeitlich eine Durststrecke durchlaufen. Es gibt durchaus Fälle, in denen es besser ist, an einem guten Fondsmanager festzuhalten, als bei einer vorübergehenden Schwächephase sofort zu verkaufen. Um dies beurteilen zu können, muss man jedoch die Arbeitsweise des Managers verstanden haben. Konkret heißt das: Hält der Portfoliomanager auch in schwierigen Märkten an seiner Strategie fest und lassen die vorgegebenen Anlageleitlinien genügend Spielraum, diese umzusetzen?

Ein weiterer Vorteil des persönlichen Austauschs mit den Fondsgesellschaften ist der

Zugang zu Informationen, die man nur als professioneller Anleger erhält. Wir wollen nicht nur zweimal im Jahr über den Jahres- und Halbjahresbericht Einblick in das gesamte Investmentportfolio bekommen, sondern auch zu anderen Zeiten wissen, wie das Geld angelegt wird.

Da kurzfristiges Kaufen und Verkaufen meist nicht zielführend ist, investieren wir langfristig und suchen nach Fonds, die eine überzeugende und stetige Wertentwicklung liefern. Es muss oft nicht der Fonds mit der höchsten Wertentwicklung über die letzten zwölf Monate sein. Beständigkeit und Verlässlichkeit sind uns dabei viel wichtiger als eine spektakuläre und häufig nur temporäre Wertsteigerung.

Bei den Fondsinvestments für unsere Kunden setzen wir vor allem auf eine nachhaltige Zusammenarbeit mit kompetenten Partnern, den persönlichen Kontakt zu den jeweiligen Managern sowie auf selbst getroffene Einschätzungen. Externes Research kann dabei zwar als zusätzliche Informationsquelle genutzt werden und hilfreich sein, unsere Beurteilung wollen wir davon jedoch nicht abhängig machen.

Welche Arten der Fondsanalyse gibt es?

Grundsätzlich muss zwischen quantitativer und qualitativer Analyse unterschieden werden. Konkret heißt das: objektive Daten und Fakten der Vergangenheit wie zum Beispiel historische Rendite- und Risikokennzahlen auf der einen und subjektive Meinung und Einschätzung auf der anderen Seite (z. B.: Hat ein Fondsmanager genug Spielraum, um seine Strategie umzusetzen?). Beide Verfahren haben ihre Stärken und Schwächen. Jedoch liefert jede für sich hilfreiche Ergebnisse zur Beurteilung eines Investmentfonds. Um sich als Analyst einen Gesamteindruck verschaffen zu können, müssen die Vorteile beider Verfahren kombiniert werden. Nur über diesen Weg lässt sich ein „guter“ Fonds bzw. Fondsmanager von einem „schlechten“ unterscheiden. Die unten stehende Tabelle stellt beide Ansätze gegenüber.

Konzentriert man sich nur auf eine Analyseform, kann schnell ein wichtiger Aspekt übersehen werden. Daher haben wir einen Prozess etabliert, der auf Daten und Fakten basiert und gleichzeitig Raum für die qualitative Interpretation und Einschätzung der zukünftigen Entwicklung lässt. So sollen die langfristig überdurchschnittlichen Fonds einer jeden Anlagekategorie identifiziert werden.

	Quantitative Analyse	Qualitative Analyse	
Objektives Verfahren	Arbeit mit Daten und Fakten der Vergangenheit	Arbeit mit weichen Kriterien	Subjektives Verfahren
	Ermöglicht einen schnellen Überblick	Hoher Zeitaufwand, nur für eine begrenzte Auswahl von Fonds möglich	
	Bringt eine Vielzahl von Fonds in eine Reihenfolge	Ermittlung der Charakteristika einzelner Fonds	
	Daten zur Analyse sind relativ leicht zugänglich	Daten zur Analyse müssen meist individuell von Gesellschaften zur Verfügung gestellt bzw. selbst ermittelt werden	



DR. HELLERICH & CO GmbH

Königinstraße 29
80539 München

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

Wichtige Hinweise:

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

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

Fondsporträts dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind die Verkaufsunterlagen zu dem jeweiligen Fonds (der aktuelle Verkaufsprospekt, die Wesentlichen Anlegerinformationen, der aktuelle Rechenschaftsbericht und – falls dieser älter als acht Monate ist – der aktuelle Halbjahresbericht), welche für den Anleger bei DR. HELLERICH & CO GmbH, der Wahrstelle, der Verwaltungsgesellschaft und bei der Zahlstelle in Deutschland kostenfrei erhältlich sind. Dem Anleger werden die Verkaufsunterlagen rechtzeitig vor Vertragsabschluss auf Verlangen auch in Papierform ausgehändigt. Hinweise zu Chancen und Risiken des Investmentfonds können dem ausführlichen Verkaufsprospekt entnommen werden.

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

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

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Marketingunterlage.



HELLERICH
VERMÖGENSMANAGEMENT



HELLERICH

VERMÖGENSMANAGEMENT