



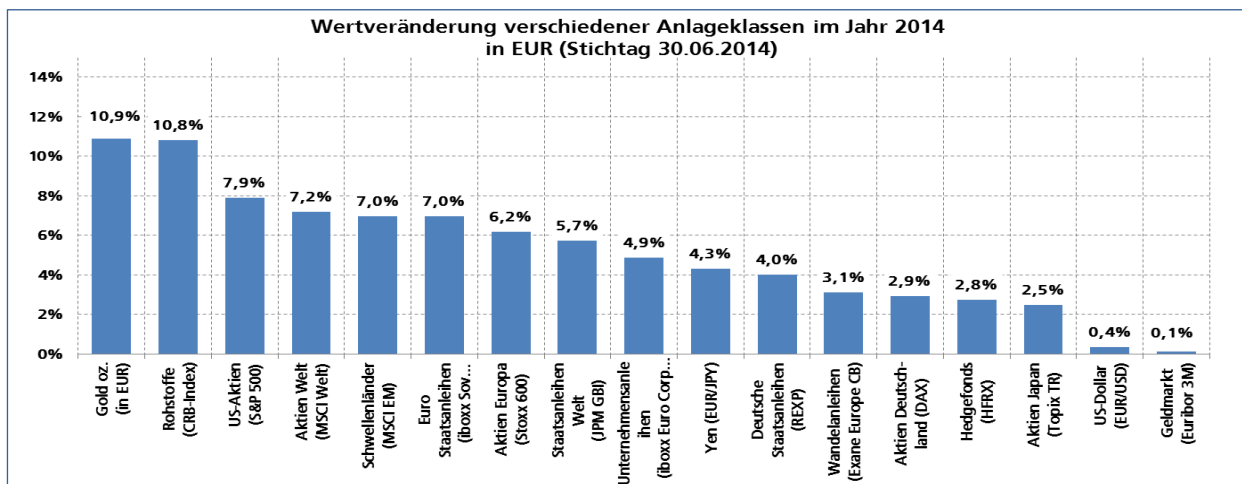
**HELLERICH**  
VERMÖGENSMANAGEMENT

## Bericht zum zweiten Quartal 2014

**„Früher oder später kommt der Sanitäter.“** In diesem scherzhaften Kinderreim steckt wie bei vielen Volksweisheiten nicht nur ein Wortspiel: Schlägt man beim Spiel oder im Wettbewerb zu sehr über die Stränge, kann das schon mal zu Verletzungen führen. Ähnlich wird von manchen Marktteilnehmern, uns eingeschlossen, die aktuelle Lage auf den Kapitalmärkten gesehen, zumal bedeutende Börsen historische Höchststände erreicht haben. Denn was bisher die Aktienmärkte (aber auch manch andere Märkte) angetrieben hat, war nicht nur eine bessere wirtschaftliche Entwicklung, sondern vor allem die immense Liquidität, die von der US-Notenbank (Fed) mittels Anleihekäufen in den Markt „gepumpt“ wurde. Für Oktober ist nun aber von der Fed das Ende der Liquiditätszufuhr angekündigt worden, während die Konjunktur erst allmählich dabei ist, Tritt zu fassen. Hierbei stellt sich die grundlegende Frage, ob wir nicht auch an den Börsen nun eine „früher oder später“-Situation erleben, in der es zumindest zeitweise wieder zu größeren Rückschlägen oder wenigstens zu stärkeren Schwankungen kommt. Ein besonders interessantes Signal geben hierbei die Energieversorger. Diese galten über lange Zeit fast immer als „sicherer Hafen“ an den Börsen, mussten aber in den letzten Jahren deutliche Kursabschläge hinnehmen. Seit Mitte 2013 erfreuen sie sich aber wieder der Gunst der Anleger. In der ersten Hälfte 2014 lag der STOXX Europe 600 Utility Index (Versorgerindex) mit einem Anstieg von fast 20 Prozent sogar an der Spitze aller Branchenindizes. Vielleicht ist dies der Auftakt zu mehr sicherheitsorientiertem Anlegerverhalten!? Längerfristig muss dies dennoch nicht das Ende der positiven Aktienentwicklung bedeuten.

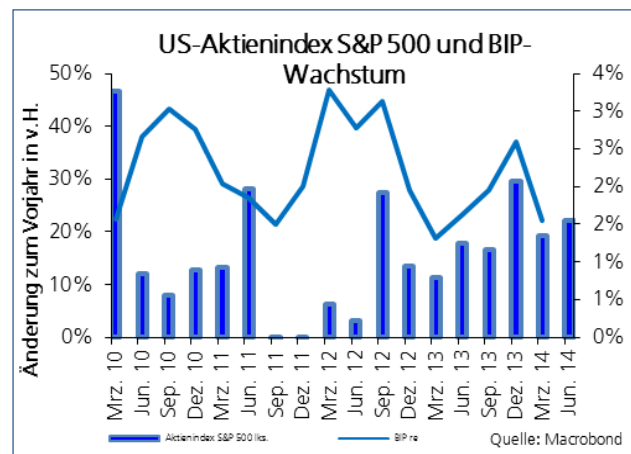


Anders als das erste Quartal, das von hohen Ausschlägen an den Börsen gekennzeichnet war, verlief das zweite Quartal per Saldo ausgesprochen ruhig und freundlich. Hintergrund waren die global betrachtet guten Konjunkturdaten. Vor allem in den USA deuten Beschäftigung, Auftragslage und Unternehmensstimmung nach der vorangegangenen Winterflaute auf ein kräftiges Wachstum von etwa 3,5 Prozent im zweiten Quartal hin. Entsprechend positiv sind auch die Gewinnschätzungen. Wichtiger für die Aktienanleger ist aber, dass diese Entwicklung auch in die kommenden Quartale hinein trägt – schließlich handeln Aktienanleger ja bekanntlich eher nach den Erwartungen als nach Fakten, getreu dem Motto „buy the rumour, sell the fact“.

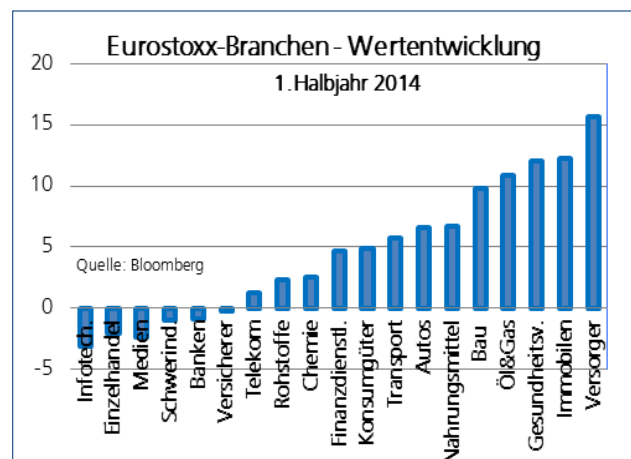


### US-Aufschwung: bleibt auch weiterhin intakt

Dies lässt sich zumindest aus den Erhebungen zum Geschäftsklima der Unternehmen ableiten. Für die zweite Jahreshälfte, ebenso wie für 2015 rechnet beispielsweise die US-Notenbank mit einem Wachstum der Wirtschaft von etwa drei Prozent. Begünstigt wird dies durch die niedrigen Zinsen, eine Besserung der öffentlichen Finanzlage und eine hohe Liquidität bei Unternehmen und Haushalten. Demgegenüber scheint die Unsicherheit hinsichtlich Inflation und Zinsentwicklung zur Jahresmitte wieder zugenommen zu haben, was seitdem auch in den größeren Schwankungen der Aktienindizes zum Ausdruck kommt.



Umgekehrt zu den USA stellt sich die Situation in Europa, insbesondere im Euroraum dar. Nach einem freundlichen Jahresauftakt hat sich das Wachstum des Euroraums im zweiten Quartal deutlich abgeschwächt. Ähnliches gilt für die Stimmung der Unternehmen, die kurzfristig eher auf eine „Wellblechkonjunktur“, d. h. ein von Quartal zu Quartal schwankendes Wachstum, hindeutet als auf einen gleichmäßigen kräftigen Aufschwung. Gleichzeitig sind die Inflationsraten in den Euro-Ländern auf durchschnittlich 0,5 Prozent gesunken – nur in der großen Finanz- und Wirtschaftskrise im Anschluss an die Lehman-Pleite wiesen sie einen niedrigeren Wert auf. Vor diesem Hintergrund hat die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen auf 0,15 Prozent abgesenkt und zusätzliche Liquiditätsmaßnahmen wie den Kauf von verbrieften Bankkrediten angekündigt. Die Konstellation von niedrigen Zinsen und schwachem Wachstum schlägt sich auch bei den einzelnen Branchen und ihren Aktienindizes nieder. So setzten sich die in den letzten Jahren geschmähten Aktien der Versorger an die Spitze aller Branchenindizes, während die bisher favorisierten Technologieaktien einen Rückgang zu verzeichnen hatten.



Aus der aktuellen Zykliz heraus lässt sich feststellen, dass die Wirtschaftsentwicklung des Euro-raums mit ca. zwei Jahren Verzögerung dem Verlauf des US-Zyklus folgt. Dadurch eröffnen sich Chancen für Anleger. Die Liquiditätszufuhr durch die EZB als auch die Perspektive eines zunehmenden Aufschwungs dürften nämlich für weiter steigende Kurse sorgen. Voraussetzung ist allerdings, dass die angestoßenen Wirtschaftsreformen, z. B. in Italien und Spanien – ähnlich der „Agenda 2010“ in Deutschland – zügig weitergeführt werden. Ebenso scheint es für Europa allein aufgrund der räumlichen Nähe wichtig, dass die politischen Krisenherde Ukraine, Irak und Israel schnellstmöglich entschärft werden.

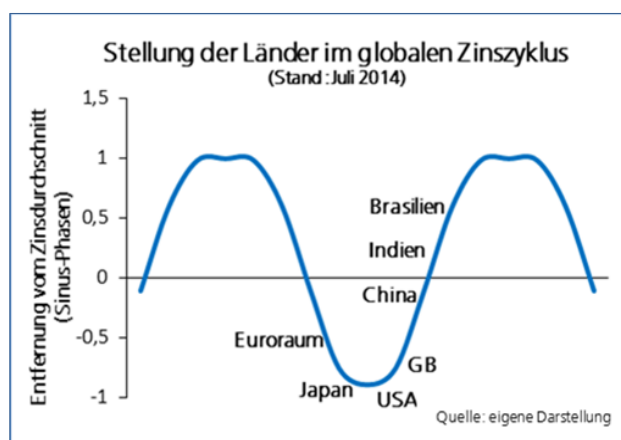
## Die Weltkonjunktur: erneutes Anziehen bleibt nicht ohne Wirkung auf Zinsen

Sieht man von den kurzfristigen Konjunkturschwankungen einmal ab, haben sich die wirtschaftlichen Perspektiven für die kommenden Jahre aufgehellt. Zwar hat der Internationale Währungs-fonds seine Prognose für das Weltwirtschaftswachstum 2014 im Juli leicht nach unten korrigiert, doch den neuesten Prognosen zufolge wird das Wachstum im Jahr 2015 mit vier Prozent so hoch liegen wie seit 2010 nicht mehr. Auch für die einzelnen Regionen Amerika, Asien und Europa ist eine erneute Beschleunigung zu beobachten. In den USA dürfte der Aufschwung bereits im kommenden Jahr sein Hoch erreichen, während für die Eurozone erst ein allmähliches Nachziehen mit einem Wachstum von 1,5 Prozent im Jahr 2015 erwartet wird.

Die jeweiligen Konjunkturaussichten schlagen sich auch im Inflationsausblick nieder. In den USA ist nun wieder ein leichtes Anziehen der Preise zu beobachten, während im Euroraum die überraschend schwache Entwicklung der Verbraucherpreise im kommenden Jahr anhalten dürfte.

Dies wird nicht ohne Auswirkungen auf die internationale Zinsentwicklung bleiben. In den USA wird nach dem Auslaufen des aktuellen Liquiditätsprogramms bereits Mitte 2015 mit ersten Zins-anhebungen gerechnet. Im Euroraum dagegen, wo die EZB gerade die Zinsen noch einmal gesenkt hat, steht die Zinswende erst 2016 an. An den Märkten für festverzinsliche Papiere werden solche Zinswenden um bis zu zwölf Monate vorweggenommen, was im letzten Jahr in den USA festzustellen war. In Europa dürfte aber an den Anleihemärkten die aktuelle Niedrigzinsphase weitere zwölf Monate anhalten. Ähnliches gilt für Japan, wo die Notenbank ihre geldpolitische Lockerung zumindest bis 2015 beibehalten dürfte.

Demgegenüber haben die großen Schwellen-länder China, Indien und Brasilien bereits 2013 mit Zinserhöhungen begonnen und dürften im kommenden Jahr den „Zinsgipfel“ erreicht haben. Eine Einordnung der verschiedenen Länder bzw. Regionen innerhalb des Zinszyklus lässt sich anhand der nebenstehenden Grafik darstellen: Während der Euroraum sein zyklisches Tief noch vor sich hat, liegt das der USA schon in der Vergangenheit. Brasilien und Indien liegen in diesem Zyklus schon weit vorne.

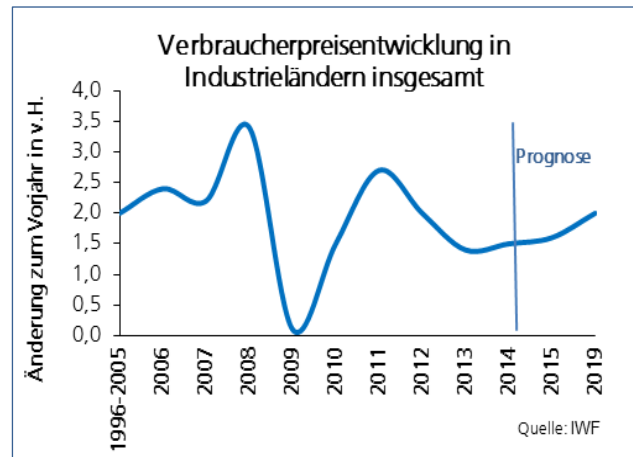


Betrachtet man Konjunktur, Zinsen und Aktienmärkte auf der Zeitachse, so lässt sich gegenwärtig ein „wellenförmiges“ Verlaufsmuster ausmachen. Die Weltkonjunktur befindet sich seit Anfang 2013 im zweiten Anlauf zu einem Aufschwung. Bis etwa 2016 dürfte der konjunkturelle Höhe-

punkt erreicht sein, in den USA eventuell bereits 2015. Die nächste konjunkturelle Talsohle wäre demnach etwa 2018 zu erwarten.

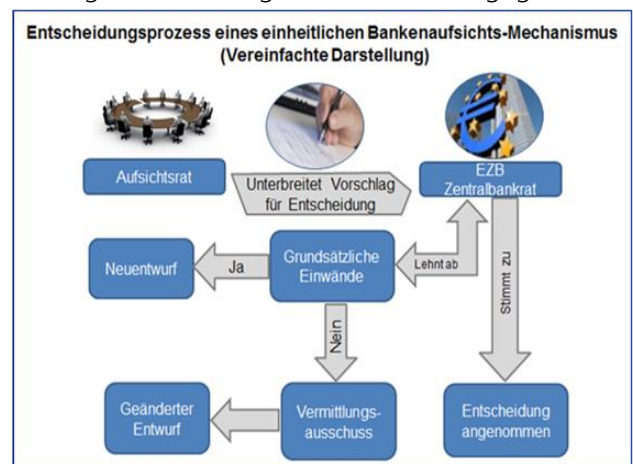
Bei den Verlaufsmustern von Zinsen und Aktienkursen sind ähnliche Schwankungen zu erwarten. Allerdings nehmen die Aktienkurse die Konjunkturbewegungen um etwa sechs Monate vorweg, während die Zinsentwicklung aktuell dem Konjunkturzyklus hinterherläuft. Denn die Notenbanken – vor allem die EZB, aber auch die Fed – sehen bzw. sahen Konjunkturrisiken bei einem zu schwachen Wachstum und wollen es vermeiden, die Konjunktur durch frühzeitige Zinsanhebungen abzuwürgen.

Alles in allem ist auf Sicht von ein bis zwei Jahren zumindest für den Euroraum mit einem Anhalten der Phase außergewöhnlich niedriger Zinsen zu rechnen. Auch darüber hinaus gehen wir davon aus, dass die Zinsen nur moderat ansteigen werden. Zu schwer waren die Krise und die Rezession, insbesondere in den Peripherieländern. Das Hauptrisiko für dieses positive Szenario – eine global anziehende Inflation – scheint angesichts des internationalen Wettbewerbs und der anstehenden Sparmaßnahmen der Regierungen weltweit eher begrenzt.



### Euroraum-Regulierung: im Zeichen der Bankenunion

Die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum ist schon seit Jahren untrennbar mit dem Bankensystem verbunden – und dies gerät gerade von zwei Seiten unter Druck. Auf der einen Seite sind hier die Strafzahlungen zu nennen, die die US-Behörden wegen Verletzung von Sanktionen gegen führende europäische Banken verhängen. Beispielsweise wurde die französische Großbank BNP im Juni für Geschäfte mit dem sanktionierten Iran zu einer Rekordbuße von neun Milliarden US-Dollar verurteilt. Auch die Deutsche Bank erwartet eine mögliche Buße in Milliardenhöhe; die Commerzbank rechnet indes mit einer Strafzahlung von bis zu 500 Millionen. Diese Maßnahmen, die auch als politisches Manöver gegen die internationale Stellung europäischer Banken gesehen werden können, treffen die Häuser zu einem denkbar ungünstigen Zeitpunkt. Auf der anderen Seite wird zusätzlicher Druck durch die bevorstehende Übernahme der Bankenaufsicht durch die EZB ausgeübt, denn damit werden sich die Überwachung und die Regularien für das Bankgeschäft weiter verschärfen.



Die Vorbereitungen zur Implementierung der neuen Bankenaufsicht laufen mittlerweile auf Hochtouren. Bereits am 4. November wird die EZB die Aufsicht über alle großen Banken im Euroraum direkt übernehmen. Die kleineren Banken bleiben unmittelbar den nationalen Behörden unterstellt, doch die EZB ist den nationalen Behörden übergeordnet und beaufsichtigt somit auch diese.

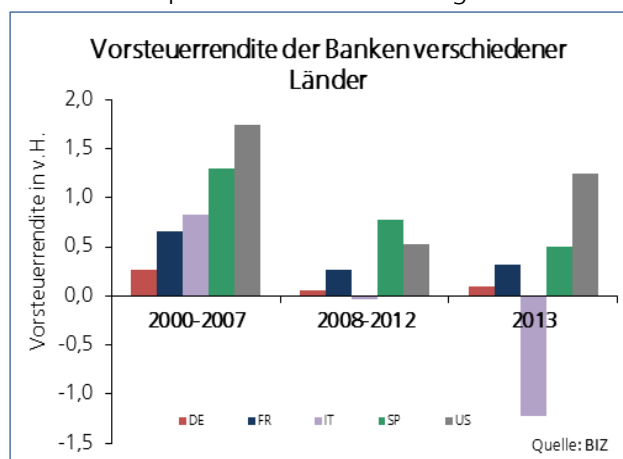
## **Folgende Institutionen und Bereiche sind davon direkt oder indirekt betroffen:**

- **Die EZB:** Sie hat auf der Basis der durchgeführten Bilanzchecks damit begonnen, sogenannte Stresstests durchzuführen. Hierbei geht es darum festzustellen, ob die Eigenkapitalbasis (Tier-1-Eigenkapital) mindestens acht Prozent der Bilanzsumme beträgt und auch in einem Stressszenario nicht unter 5,5 Prozent fällt. Wenngleich die Mehrzahl der Banken im Durchschnitt diese Anforderungen aktuell erfüllt, wird damit gerechnet, dass bei Eintreten des Stressszenarios (vor allem schwaches Wachstum und Einbruch der Aktienkurse) Kapitallücken auftreten. Die Ergebnisse der Tests werden im Oktober veröffentlicht und die betroffenen Banken sind dann veranlasst, zügig Gegenmaßnahmen zu treffen.
- **Die Regierungen:** Auch sie werden im Falle von gravierenden Kapitallücken gefordert sein. Nach den Eigen- und Fremdkapitalgebern werden die Regierungen noch bis 2016 in der Verantwortung stehen, unter möglichen Stressszenarien für eine ausreichende Kapitalausstattung zu sorgen. Der europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) wird allenfalls als letzte Instanz zur Verfügung stehen.
- **Die Banken:** Die meisten Großbanken haben in diesem Jahr noch einmal verstärkt Kapital aufgenommen. Dazu gehören die italienischen Großbanken, die Deutsche Bank, die mit Katar einen Großinvestor gewinnen konnte, und die genossenschaftliche DZ Bank, um nur einige bekannte Beispiele zu nennen. Auch die bis vor Kurzem größte Bank Portugals hat ihr Kapital in diesem Jahr bereits um eine Milliarde erhöht. Dennoch geriet die Banco Espírito Santo unlängst in große Turbulenzen, da die Holding der Gründerfamilie und andere Teile des Konglomerats nach hohen Verlusten Gläubigerschutz anmelden mussten. Noch immer können Banken anscheinend schnell in Schwierigkeiten geraten! Bereits im vergangenen Jahr hatte die Ratingagentur Standard & Poor's einen möglichen Kapitalbedarf der Euro-Raum-Banken in Höhe von bis zu 120 Milliarden Euro für die kommenden beiden Jahre ausgemacht.
- **Die Kapitalmärkte:** Der vorhergehende Kursanstieg von Bankaktien wurde seit Ende des zweiten Quartals von vielen Großanlegern für einen Abbau der Positionen genutzt, weil sich die Ereignisse nur schwer voraussagen lassen. Da sich die EZB auf diesem Feld erst beweisen muss, könnte sie sehr strenge Testkriterien ansetzen, die den Banken Probleme bereiten würden.

Die aktuellen Vorbereitungen auf die Bankenunion haben die einschneidenden Konsequenzen, die sich langfristig für das europäische Bankensystem ergeben, aus dem Blickfeld der Kapitalmärkte geraten lassen. Denn ein erklärtes Ziel einer solchen Union ist es, die enge Verbindung von Kreditinstituten und Staaten zu lösen und die Fähigkeit der Banken zur Finanzierung der Wirtschaft zu stärken. So soll die Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen an Finanzinstitute (Basel-III-Regelungen) zu verstärkten Sanierungsbemühungen bei einzelnen Häusern führen und letztlich zu einer Bereinigung der Bankenlandschaft beitragen. Nur kapitalstarke Institute können mit neuen Krisensituationen adäquat umgehen, sie können sich gegenseitig stabilisieren und nicht wie nach der Lehman-Pleite gegenseitig ins Taumeln bringen.



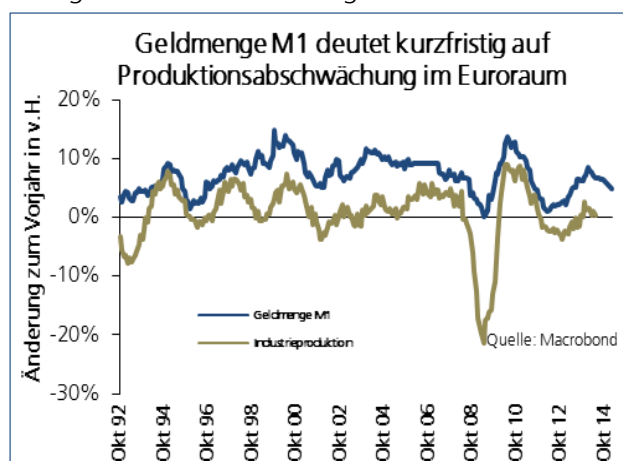
Gemessen an der Ertragskraft (s. Grafik) gibt es in Europa immer noch zu viele Banken. Einen Beleg dafür liefert der folgende Vergleich: Die Bilanzsumme der europäischen Banken beträgt im Durchschnitt das 3,5-Fache der Wirtschaftsleistung (BIP) der jeweiligen Sitzländer. In den USA beläuft sich diese Relation nur auf das 0,8-Fache des BIP. Höchstwahrscheinlich werden viele Banken in den kommenden Jahren fusionieren oder sie müssen ganz ausscheiden. Dieser Prozess ist im deutschen Sparkassensektor und bei den Genossenschaftsbanken bereits seit etwa 25 Jahren im Gange. Die EZB wird diese Entwicklung mit ihrer neuen Aufsichtsfunktion und aufgrund ihrer größeren Unabhängigkeit von nationalen Interessen noch beschleunigen.



Gleichzeitig strebt die EZB an, die Finanzierung der Wirtschaft über den Kapitalmarkt statt über Bankkredite zu verstärken. Die hohe Abhängigkeit der Unternehmen von Bankkrediten wurde letztlich als eine Ursache für die Anfälligkeit der Wirtschaft bei einer Bankenschwäche identifiziert. Die jüngsten geldpolitischen Ankündigungen der EZB, den Banken gegen verbrieftes Kreditgeld zur Verfügung zu stellen, eröffnet weiteren Spielraum. Zum einen wird den Banken eine neue Refinanzierungsmöglichkeit eröffnet, zum anderen wird ein Teil der Bankkredite nun marktfähig gemacht.

### Euroraum-Konjunktur: weitere Erholung nach Rückschlag im zweiten Quartal

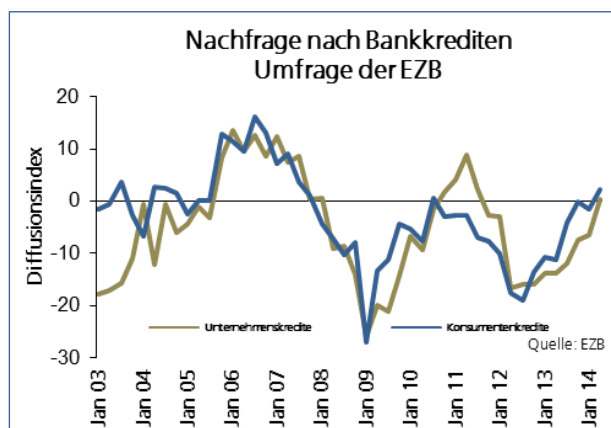
Die Konjunktur im Euroraum spiegelt auch den Zustand des Bankensystems wider: Das Schlimmste scheint überstanden, aber es liegt noch eine große Wegstrecke vor uns. Das gilt für den Euroraum insgesamt, aber auch für Deutschland. Nach einem Wachstum von 0,2 Prozent im ersten Quartal (0,8 Prozent in Deutschland) haben sich die Konjunkturdaten in sämtlichen Euroraum-Ländern wieder abgeschwächt, auch im zuletzt dynamischeren Südeuropa. Das betrifft sowohl die Industrie, wo Produktion und Aufträge im zweiten Quartal wieder den Rückwärtsgang eingelegt haben, als auch den Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosigkeit verharrt hier auf Rekordniveaus. Die gleichzeitig wieder rückläufige Unternehmensstimmung, die häufig als Gradmesser für die Wirtschaftsaktivität in den kommenden Monaten gilt, deutet auf ein Anhalten der Flaute während des Sommerquartals hin. Erst im vierten Quartal ist demnach wieder mit einer Wachstumsbeschleunigung zu rechnen.



Die Aussichten hierfür werden wesentlich von der Geldpolitik und den Banken bestimmt sein. Aktuell gibt es Anzeichen, dass sich die Banken angesichts der Bilanzprüfungen und der Stresstests mit ihrer Kreditvergabe zurückhalten. Dies gilt insbesondere für Südeuropa, wo die Kreditvergabe an den Privatsektor im zweiten Quartal um mehr als drei Prozent unter dem Vorjahresniveau lag. Aber auch in Deutschland ist die Aktivität der Banken in dieser Hinsicht mäßig – abgesehen von der Hypothekenkreditvergabe, die immerhin noch einen Zuwachs von zwei Prozent im Vergleich zu

2013 aufweist. Hier erwartet die EZB, dass die Banken im gesamten Euroraum nach dem Abschluss der Bilanzprüfungen etwas großzügiger sein werden.

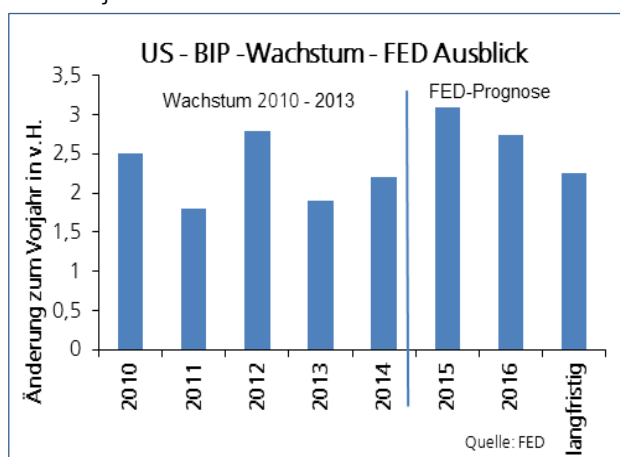
Andererseits entwickelt sich die Nachfrage neuesten Umfragen zufolge jedoch wieder positiv. So hat die Kreditnachfrage sowohl seitens der Unternehmen als auch seitens der privaten Haushalte seit Jahresanfang wieder zugenommen. Dies zeigt die Bankkredit-Umfrage der EZB (s. Grafik). In die gleiche Richtung weist auch die wieder zunehmende Kaufbereitschaft der Konsumenten, wie sie z. B. im GfK-Konsumklima-Index zum Ausdruck kommt, der aktuell die Werte von 2007 übertroffen hat.



Neben den Banken, die möglicherweise als inländische „Konjunkturbremse“ wirken, hat offenbar auch die Belastung durch internationale Krisen wieder zugenommen. Das gilt zunächst für die Ukraine, wo mit der Verschärfung der militärischen Lage und dem Abschuss eines Verkehrsflugzeuges eine neue Stufe der Eskalation auch in den Beziehungen zwischen der EU und Russland droht. Laut Befragungen der DIHK erwarten Unternehmen einen Rückgang des Russlandhandels um etwa zehn Prozent in diesem Jahr. Ein ähnliches Konjunkturrisiko geht von den Krisenherden im Nahen Osten, dem Irak und dem Gazastreifen aus. Hier würde sich eine weitere Zuspitzung der Lage über steigende Rohölpreise negativ auf die Kostensituation von Verbrauchern und Unternehmen im Inland auswirken. Zum Zeitpunkt des Berichts scheint noch nicht absehbar, ob und wie bald eine Lösung für diese schwerwiegenden Konflikte erzielt wird.

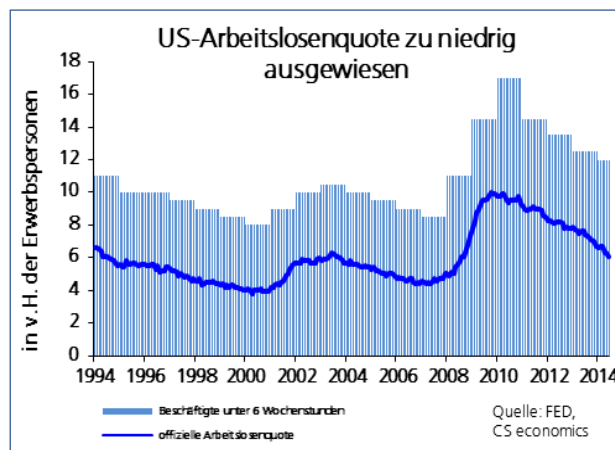
### US-Konjunktur: auf der Suche nach nachhaltigem Wachstum

Während die Konjunktur in Deutschland und im Euroraum gegenwärtig von den Krisenherden Ukraine und Naher Osten belastet wird, hatte die US-Konjunktur unter dem extrem kalten Winter zu leiden. Allerdings ist bei Wetterkapriolen immer ein Ende absehbar, wohingegen Lösungen bei geopolitischen Krisen oft kaum vorhersehbar sind. Die wirtschaftlichen Folgen des Wintereinbruchs in den USA konnten bereits im zweiten Quartal offenbar wieder überwunden werden. Volkswirte erwarten auch im zweiten Halbjahr ein stetiges Wachstum von etwa drei Prozent. Aufgrund des schwachen Jahresauftakts wird sich dies erst ab 2015 auch im Vorjahresvergleich niederschlagen. Danach rechnet die Fed mit einer Fortsetzung und Verstärkung des Wirtschaftswachstums bei etwas über 2,5 Prozent pro Jahr (s. Grafik).

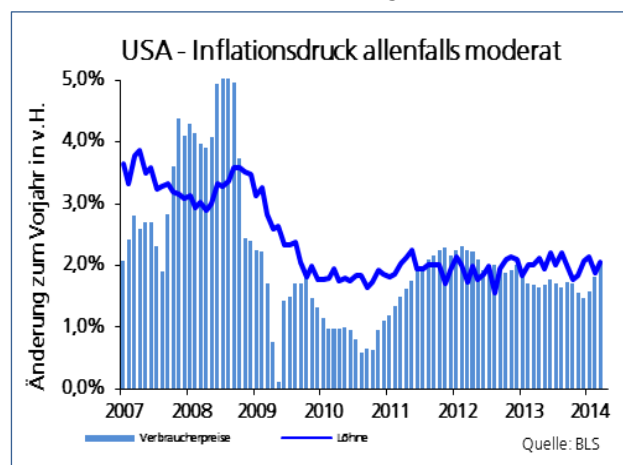


Der Arbeitsmarkt scheint den offiziellen Zahlen zufolge das positive Konjunkturbild abzurunden: Nach den Projektionen der Fed wird die Arbeitslosigkeit weiter auf 5,5 Prozent zurückgehen und damit einer Vollbeschäftigungssituation in den USA entsprechen.

Dies bestätigen auch die neu geschaffenen Stellen, die sich im Jahresverlauf auf durchschnittlich 200.000 neue Arbeitsplätze pro Monat belaufen. Deutlich nüchterner fällt bei detaillierter Betrachtung allerdings die Beurteilung des Arbeitsmarktes aus. Zum einen machen die Langzeitarbeitslosen, die bereits seit über sechs Monaten arbeitslos sind, fast die Hälfte der Gesamtarbeitslosen aus, was für eine Aufschwungsphase ungewöhnlich ist. Zum anderen ist die Anzahl der Erwerbstätigen seit 2008 rückläufig. Und schließlich ist der Anteil der Unterbeschäftigung, das sind Erwerbstätige, die unter sechs Wochenstunden arbeiten, mit 13 Prozent mehr als doppelt so hoch wie die offiziell ausgewiesene Arbeitslosigkeit und noch immer höher als das letzte Hoch vor zehn Jahren. Somit gehen vom Arbeitsmarkt, dem wichtigsten Konjunkturindikator für die Gesamtwirtschaft, eher gemischte Signale aus. Dies gilt sowohl für die Einstellungsbereitschaft der Unternehmen als auch für die Suchmotivation der Erwerbspersonen. Mit anderen Worten: Die US-Wirtschaft ist auch im Jahr 2014 in vielerlei Hinsicht noch weit davon entfernt, an die Situation vor der Finanz- und Wirtschaftskrise oder gar die Boomzeiten der 1990er-Jahre anzuknüpfen.



Dies erklärt auch das Zögern der Notenbank, ihre lockere Geldpolitik aufzugeben. Zwar soll das Anleihekaufprogramm im Oktober auslaufen, doch mit den ersten Zinsanhebungen vom derzeitigen Niedrigstzinsniveau aus wird aktuell erst frühestens Mitte 2015 gerechnet. Das schlägt sich auch in den zuletzt wieder rückläufigen Anleiherenditen nieder. So weisen zehnjährige US-Anleihen eine Rendite von gerade einmal 2,5 Prozent auf, was nur leicht oberhalb der Inflationsrate von zwei Prozent liegt. Hinsichtlich der Inflationsentwicklung sehen allerdings viele Marktteilnehmer, uns eingeschlossen, wieder zunehmende Risiken. Zum einen steigt die Auslastung der Produktionsanlagen. Sie lag im Mai mit 79 Prozent so hoch wie seit Mitte 2008 nicht mehr und führt dazu, dass die Unternehmen immer weniger auf Preiszugeständnisse angewiesen sind, um ihre Maschinen auszulasten. Zum anderen kommen die Löhne nach Jahren der Flaute wieder in Bewegung.

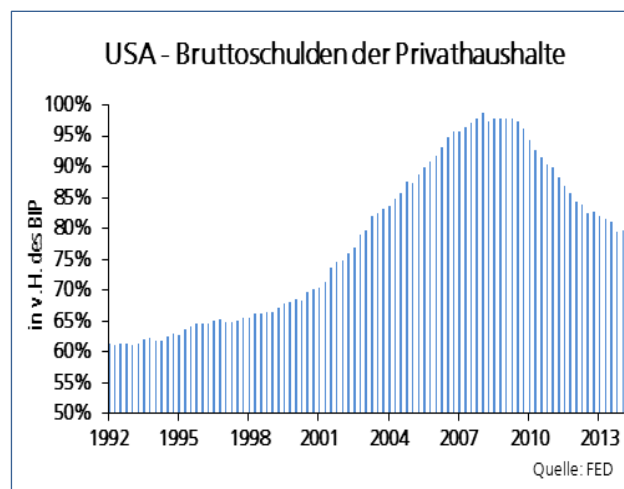


Während die Fed bei den Zinsen und somit bei der Geldpolitik zurückhaltend bleibt, ist sie auf der regulatorischen Ebene durchaus aktiver. Dies betrifft vor allem die Durchsetzung erhöhter Eigenkapitalanforderungen an die Banken. So hat die Fed zur Sicherung des Eigenkapitals die Pläne mehrerer US-Großbanken blockiert. Ein Beispiel hierfür ist die Citigroup, die geplant hatte, Aktien zurückzukaufen und höhere Dividenden auszuschütten, was natürlich die Kapitalunterlegung betroffen hätte. Gleichzeitig hat die US-Regierung als Vertreter von Anlegern die Citigroup gezwungen, für irreführende Angaben beim Verkauf von Immobilienanleihen im Jahr 2007 in einem Vergleich sieben Milliarden US-Dollar zu zahlen. Der Branchenführer JPMorgan Chase hatte Anfang des Jahres sogar eine Rekordstrafe von 14 Milliarden zu tragen, ein ähnlicher Betrag wird auch für die Bank of America erwartet. Möglicherweise sind solche Maßnahmen wirksamer als Zinserhöhungen, da sich



die Banken aus eigener Motivation heraus selbst strengere Regeln verordnen, um nicht erneut in eine solche Lage zu geraten. Vielleicht kann gerade das helfen, spekulativen Überhitzungserscheinungen vor allem im Immobiliensektor vorzubeugen.

Insgesamt stellt sich also der Wirtschaftsausblick in den USA positiv dar. Es bleibt jedoch bei kontroversen Signalen vom Arbeitsmarkt und den Unternehmensgewinnen. Positive Signale kommen hingegen von den Indikatoren, die Aufschluss über die Konsumbereitschaft der Amerikaner liefern. Die längere Phase des Schuldenabbaus scheint aktuell zu Ende zu gehen, was in den kommenden Jahren wieder die Nachfrage ankurbeln könnte. Die Verschuldungsbereitschaft nimmt wieder zu. Bei einem Konsumanteil von 70 Prozent an der Volkswirtschaft ist das ein entscheidender Faktor!



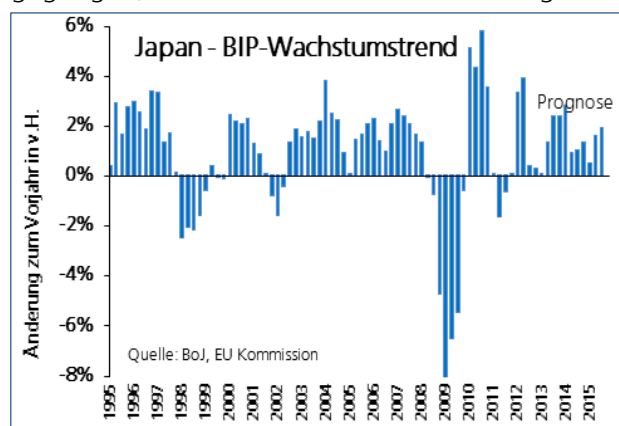
### Japan und die Abenomics: viel Lärm um wenig?

Weitaus widersprüchlicher zeigt sich das Konjunkturbild in Japan. Die nach den USA und China drittgrößte Volkswirtschaft der Welt bemüht sich seit Dezember 2012, unter dem amtierenden Premierminister Shinzo Abe durch ein „Feuerwerk“ wirtschaftspolitischer Maßnahmen das Land wieder auf Wachstumskurs zu bringen.

### Die unter dem Schlagwort „Abenomics“ betriebene Wirtschaftspolitik besteht aus den sogenannten „drei Pfeilen“:

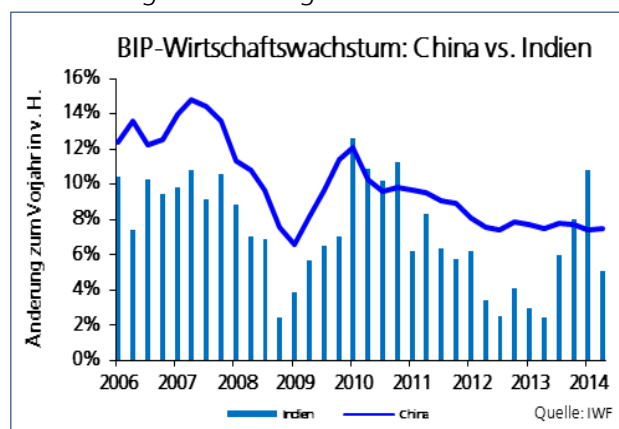
1. **Einer massiven Geldzufuhr:** Seit 18 Monaten kauft die Notenbank den Banken Staatsanleihen ab. Die daraus resultierende Liquiditätszufuhr soll die Geldmenge bis Ende dieses Jahres gegenüber 2012 verdoppeln. Es wird erwartet, dass die Banken das Geld weiter an Unternehmen verleihen, die damit Investitionen tätigen und die Produktion ankurbeln. Mit dieser Geldmengenaufblähung hat der Yen-Kurs gegenüber dem US-Dollar seit Mitte 2012 um über 23 Prozent, gegenüber dem Euro sogar noch stärker abgewertet. Damit sinken die Exportpreise gegenüber den wichtigsten Handelspartnern, was den japanischen Unternehmen Wettbewerbsvorteile verschafft.
2. **Einem fiskalischen Impuls** in Höhe von insgesamt umgerechnet 300 Milliarden Euro. Dieser hat die Schuldenquote im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt inzwischen auf über 250 Prozent des BIP getrieben. Im April wurde allerdings mit der Verdoppelung der Umsatzsteuer auf fünf Prozent ein gewisser Schwenk vollzogen.
3. Zu diesen beiden Maßnahmenpaketen kommt seit Jahresbeginn noch der „**dritte Pfeil**“ in Form von **Strukturreformen** hinzu, mit denen die Wirtschaft insgesamt wettbewerbsfähiger werden soll. Zu den wichtigsten Maßnahmen gehören hierbei die Deregulierung des Arbeitsmarkts und die Öffnung des Gesundheitswesens für private Investoren. Weiter ist die Senkung der Unternehmenssteuern von 40 Prozent auf unter 30 Prozent sowie die Einrichtung von Freihandelszonen für ausländische Unternehmen geplant.

Der bisherige Erfolg dieser Maßnahmen scheint jedoch noch nicht durchschlagend zu sein. Die Deflation ist zwar im letzten Jahr (vorläufig) zu Ende gegangen, die leichte Aufwärtsentwicklung der Preise ist jedoch weniger einer hohen Kaufbereitschaft zu verdanken als vielmehr den Kapazitätsengpässen, die daraus resultieren, dass in den letzten Jahren wenig in Produktionsanlagen investiert wurde. Beim Wachstum erwarten Konjunkturbeobachter deshalb auch keine durchgreifende Besserung. 2015 könnte der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts bereits wieder auf 0,5 Prozent zurückgehen. Diese Aussicht könnte die Notenbank dazu veranlassen, ihr Tempo bei den Anleihekäufen noch einmal zu erhöhen, was zumindest kurzfristig auch den Aktienmärkten zugutekommen dürfte. Unter Bewertungsaspekten erscheint Japan im Vergleich zu den anderen bedeutenden Börsen weiterhin sehr attraktiv.



### Schwellenländer: Chinas Reformer treffen auf Widerstand der alten Garde

Vom weltweit anziehenden Wirtschaftswachstum profitieren ganz besonders die großen Schwellenländer rund um den Globus. Insbesondere Indien und im globalen Vergleich China verzeichneten in der ersten Jahreshälfte ein kräftiges Wirtschaftswachstum (s. Grafik). Die konjunkturelle Belebung dürfte sich nach Unternehmensbefragungen im weiteren Jahresverlauf fortsetzen. Demgegenüber sind die Aussichten für strukturelle Reformen eher durchwachsen. Nur in Indien haben sich die Chancen auf eine Liberalisierung von Schlüsselbranchen mit dem Wahlsieg des konservativen Modi deutlich verbessert. Anders in China, wo die angekündigten umfassenden Marktreformen (mehr hierzu siehe Bericht zum vierten Quartal 2013) offenbar, besonders in den Provinzen, auf zunehmenden Widerstand der „alten Garde“ stoßen.



Somit ergibt sich derzeit ein recht widersprüchliches Bild für China. In Bezug auf die Liberalisierung der Kapitalmärkte, einschließlich der Währung, wurden seit Verkündung der Reformen vor acht Monaten Fortschritte erzielt. Die Bandbreite, in der die Banken die Währung handeln dürfen, wurde von 0,3 Prozent auf ein Prozent angehoben. Zusätzlich erleichtert die Vergabe von Lizenzen für das Clearing im Devisenhandel die bisher umständlichen Prozesse im europäisch-chinesischen Warenaustausch. Frankfurt soll dabei zum ersten Handelszentrum für die chinesische Währung im Euroraum werden. Daneben erhielten Paris und London Lizenzen für das Clearing im Yuan-Handel. Auch im Kreditgeschäft haben die Banken mehr Freiheit bekommen, denn sie dürfen nun ihre Zinsen selbst bestimmen.

Gleichzeitig wird offenbar beträchtlicher Druck, insbesondere von regionalen Behörden, auf die Banken ausgeübt, problematische Kredite von Staatsunternehmen zu verlängern. Dies verhindert eine eigentlich längst überfällige Bilanzbereinigung (s. Bericht zum vierten Quartal 2013). Überdies

kommt auf dem Aktienmarkt die Liberalisierung offenbar nur zögerlich voran. Eine Börsenzulassung staatlicher Holding-Unternehmen sowie eine weitere Erleichterung des Zugangs privater Investoren aus dem Ausland zum inländischen Handel sind derzeit noch nicht absehbar.

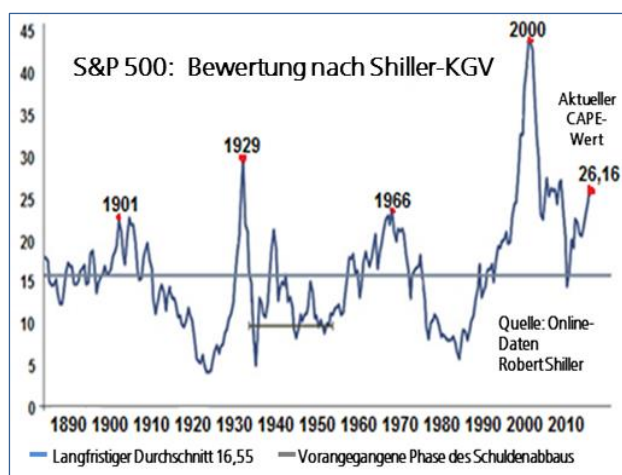
Gerade das positive Wirtschaftswachstum des ersten Halbjahres scheint derzeit eher als Reformbremse zu fungieren. Das im Juni angekündigte Wachstumsziel von 7,5 Prozent für 2014 erlaubt es kaum, notwendige Sanierungen vorzunehmen, da sich diese kurzfristig dämpfend auf das Wachstum auswirken würden. Somit haben sich alles in allem die Aussichten für die Anleger nicht weiter verbessert.

## Aussichten für die Assetklassen

### Aktienmärkte: positiver Ausblick teilweise vorweggenommen

Im Vergleich der einzelnen Anlageklassen erscheinen Aktien weiterhin attraktiv. Global gesehen befinden sich die Märkte im Übergang von einer liquiditätsgetriebenen Aktienhausse hin zu einem wachstums- und gewinngetriebenen Aufschwung. Die bereits angesprochenen zeitlich versetzten Konjunkturzyklen zwischen Europa und den USA können Aktien besonders zugutekommen. Während die US-Märkte noch vom späten Stadium einer Liquiditätsrallye bei gleichzeitig anziehender Konjunktur gekennzeichnet sind, verstärkt in Europa die EZB gerade noch einmal ihre Liquiditätszufuhr, während die Konjunkturerholung sich erst im Frühstadium befindet. Dies hat auch entsprechende Folgen für die Entwicklung der Unternehmensgewinne. In den USA haben die durchschnittlichen Gewinne der Unternehmen in den letzten beiden Jahren deutlich (um jeweils acht Prozent) zulegen können und liegen nun um ein Viertel über ihrem letzten Hoch von Mitte 2008. Besonders die Finanzwerte, aber auch IT Aktien und manche Pharmatitel, konnten in den letzten Jahren jeweils zweistellige Ertragszuwächse verbuchen. Volkswirte und Finanzanalysten gehen einmütig von einem Anhalten dieser Entwicklung aus, was jedoch auch kritisch gesehen werden kann.

Diese Erwartung findet ihren Niederschlag allerdings auch in den Bewertungen. Das sogenannte Kurs-Gewinn-Verhältnis (Berechnung und Bedeutung im Bericht zum vierten Quartal 2013) befindet sich derzeit mit fast dem 17-fachen Gewinn für US-Aktien deutlich oberhalb des langjährigen Durchschnitts von 14. Misst man die Bewertung nach dem Shiller-KGV (Aktienkurs / durchschnittlicher Gewinn nach Steuern pro Aktie der letzten zehn Jahre, inflationsbereinigt), so liegt die Bewertung bei dem über 25-Fachen, und damit auf dem höchsten Stand seit 2007.

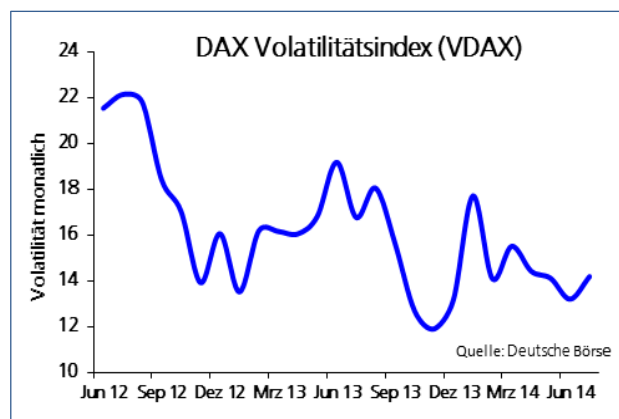


Im Euroraum sind die Bewertungen im Allgemeinen noch günstiger. Die Eurokrise hatte zu deutliche Spuren in den Unternehmensbilanzen hinterlassen. Mitte 2014 lag das Niveau der geschätzten Gewinne 30 Prozent unter den Topwerten von 2008, was sich auch in den Aktienkursen widerspiegelt. Die Standardwerte in Deutschland und Spanien sind gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis sogar noch als günstig einzustufen. Zusätzlich sprechen für europäische Aktien neben den bereits genannten Faktoren Konjunktur und Liquidität auch die gerade in Gang gekommene Abschwä-

chung des Eurokurses sowie die in einigen Ländern (Spanien, Frankreich) angestoßenen Steuersenkungen für Unternehmen.

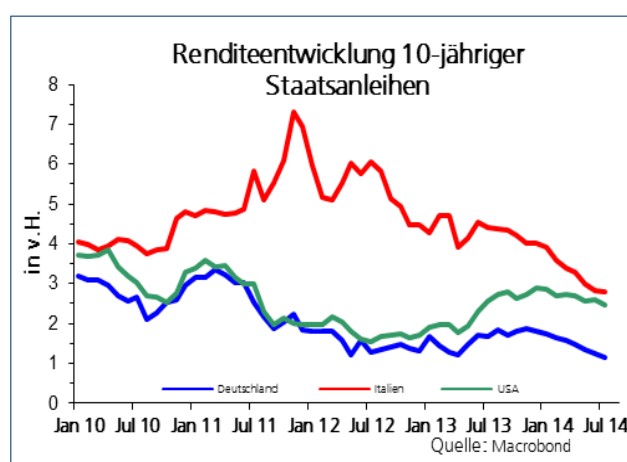
Aus globaler Sicht stechen Japan und Russland aufgrund ihrer günstigen Bewertungen hervor. Wobei vor einer Klärung der Ukraine-Thematik und der möglicherweise tiefgehenden Sanktionen Russland noch mit großer Vorsicht betrachtet werden sollte. Für die großen (anderen) Schwellenländermärkte sprechen die günstigen Konjunkturaussichten.

Die insgesamt günstigen Aussichten für die Aktienmärkte könnten jedoch gerade in der beschriebenen Übergangsphase hin zum konjunkturellen Aufschwung und den damit verbundenen Unsicherheiten beeinträchtigt werden. Das betrifft vor allem eine mögliche zeitliche Diskrepanz zwischen der geldpolitischen Steuerung in den USA und der Konjunktorentwicklung im Euroraum. Mit einer Zunahme der Kursschwankungen an den Börsen, die es auch in ähnlichen konjunkturellen Übergangsphasen der Vergangenheit wie etwa 1994 oder auch 2005/6 gab, sollte in jedem Fall gerechnet werden. Selbst eine breite Spanne, innerhalb derer die Börsen immer wieder die eine oder andere Richtung einschlagen und die Risikoneigung der Investoren zwischen „Risk-on“ und „Risk-off“ schwankt, würden wir nicht als Vorbote einer Trendwende sehen. Insbesondere nach dem Rückgang der Volatilität und dem starken Kursanstieg in den letzten Jahren sollte dies vor allem als typische Konsolidierung im Aufschwung betrachtet werden.



### Rentenmärkte: Fed zögert, der Euroraum dominiert das Geschehen

Aktuell dominiert die Zinsentwicklung im Euroraum das internationale Zinsgeschehen. Nur so erklärt sich die Tatsache, dass die Renditen in den USA trotz anziehender Inflation und bevorstehender Wende in der Geldpolitik der Fed in den letzten vier Monaten nach unten gerichtet waren. Der sich weiter verringernde Zinsabstand der europäischen Peripherieländer zu den Zinsen der deutschen Staatsanleihen wird inzwischen auch als ein Indiz dafür gesehen, dass Anleihen verschiedener Euroländer wieder als Block gehandelt werden. Dass die Zinsen der deutschen Staatsanleihen ebenfalls weiter nach unten tendieren – zehnjährige Bundesanleihen rentieren nur noch mit 1,15 Prozent – ist aber vor allem ihrer Funktion als „Hort der Sicherheit“ zuzuschreiben.



Dies entspricht fast der Situation im Vorfeld der Euro-Einführung vor 15 Jahren. Dabei werden derzeit die Renditen sowohl für Deutschland als auch für die USA unter fundamentalen Gesichtspunkten (Wachstum, Inflation) als zu niedrig angesehen. Dennoch kann die aktuelle Tendenz noch einige Zeit anhalten, zumindest so lange bis die Fed nähere Hinweise zum Zeitpunkt der ersten Zins-

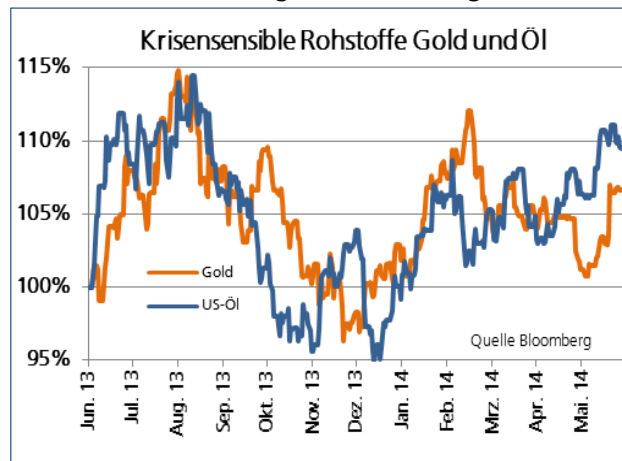
erhöhungen gibt, was im nächsten Quartal erwartet wird. Mit der Umsetzung dieser Maßnahmen durch die Fed wird aber wie bereits erwähnt erst Mitte 2015 gerechnet.

Dann dürften die USA auch wieder ihre Dominanz hinsichtlich der Leitzinsentwicklung zurückgewinnen, was allerdings mit einer deutlichen Aufwertung des US-Dollar verbunden sein dürfte. Die internationalen Anlagegelder dürften dann von den wieder höheren Zinsen angezogen werden. Dies ist bisher aber erst in Ansätzen erkennbar.

In der Zwischenzeit sind internationale Rentenanleger auf „Nischenprodukte“ wie Unternehmensanleihen (knapp) unterhalb „Investment Grade“, Anleihen der Peripherieländer oder Spezialanleihen und hochverzinsliche Anleihen angewiesen. Alternativ bieten sich auch höher verzinsliche Schwellenländeranleihen in lokaler Währung (Türkei, Brasilien) an, wobei hier deutlich größere Risiken – nicht nur auf der Währungsseite – eingegangen werden. Insofern sollten Anleger hier besonders auf sich bessernde Fundamentaldaten und ein überschaubares politisches Risiko achten. Die Gefahr für Anleger in der aktuellen Niedrigzinsphase besteht darin, die Risiken solcher Anleihen nicht mehr adäquat zu bewerten. Schließlich zeigt das Zinsniveau die spezifischen Risiken offensichtlich nicht mehr an. Risiko wird nicht mehr richtig bewertet – die Politik des ultrabilligen Geldes fördert nicht nur hier Fehlbewertungen!

### Weitere Anlageklassen: Rohöl, Gold, Metalle

„Des einen Leid ist des anderen Freud“ sagt ein bekanntes Sprichwort und kennzeichnet damit treffend die kurzfristigen Entwicklungen für Rohöl und Gold. Die Preise beider Rohstoffe reagieren sehr sensibel auf Krisen und steigen gewöhnlich, wenn die Politik versagt. Beim Rohöl gilt dies angesichts der militärischen Auseinandersetzungen im Nahen Osten, was bei gleichzeitig anziehender Nachfrage zu Verknappungstendenzen führen kann. Der Goldpreis wird zusätzlich zu seiner Eigenschaft als „sicherer Hafen“ vom aktuellen Niedrigzinsumfeld getrieben, ist aber gleichzeitig „Fluchtwährung“ mit Schutzfunktion. Diese Tendenz könnte sich für Gold im Falle einer weiteren Zuspitzung der Ukraine-Krise weiter verstärken. Ab kommendem Jahr könnte sich allerdings mit steigenden Zinsen in den USA die Situation für Gold zumindest anfangs wieder eintrüben. Aber auch beim Rohöl ist angesichts des zu erwartenden zusätzlichen Angebots (Fracking) mittelfristig eher mit einem Preisrückgang zu rechnen. Demgegenüber dürfte bei Industriemetallen, der dritten Rohstoffgruppe, konjunkturbedingt die in den letzten Monaten beobachtete leichte Aufwärtstendenz der Preise anhalten.



### Unser Ausblick:

Das Weltwirtschaftswachstum wird unter Schwankungen von 3,4 Prozent auf vier Prozent im Jahr 2015 anziehen. Die Schwellenländer werden dem US-Zyklus vorauslaufen, der Euroraum wird dagegen um etwa zwei Jahre hinterherhinken.



Entsprechendes gilt für die Inflationsraten, die für den Euroraum vorerst abwärts-, für die USA leicht aufwärtsgerichtet sind. Aber auch in den USA dürfte die Inflationsrate nicht weit über 2,5 Prozent hinausgehen.

Allgemein ist weltweit mit einem Anhalten der tiefen Zins- und Renditeniveaus zu rechnen. Ab 2015 wird aufgrund der Fed-Maßnahmen eine mäßige Aufwärtstendenz bei den Anleihezinsen erwartet.

Aktien und Sachwertanlagen bleiben trotz hoher Bewertungen unter diesem Szenario attraktiv und sollten in jeder Anlagestrategie enthalten sein.

### Die Risiken:

Die Notenbanken könnten durch ihre divergierende Zinspolitik vorübergehend zu Währungsverwerfungen und gleichzeitig zu Belastungen an den Aktienmärkten beitragen. Insbesondere ein zu schneller Zinsanstieg könnte Vermögensanlagen in Mitleidenschaft ziehen.

Eine Zuspitzung der Lage in Russland/Ukraine sowie im Mittleren Osten stellt über die damit verbundenen Unsicherheiten und höheren Energiepreise ein weiteres spezifisches Risiko für Aktien dar.

Auch ein nicht ganz auszuschließender Bankzusammenbruch in Europa, zum Beispiel in Portugal, könnte die Märkte erneut deutlich erschüttern.

| <b>Übersicht Marktdeterminanten</b> |  |
|-------------------------------------|--|
| <b>Positiv</b>                      |  |
| +                                   | Globales Wachstum steigt auf 4 % in 2015 (IWF) |
| +                                   | Wachstumsbeschleunigung in den USA             |
| +                                   | Euroraum zeigt bessere Konjunkturperspektiven  |
| +                                   | Gute Liquiditätsversorgung der Märkte          |
| +                                   | Anziehendes Wachstum in den Schwellenländern   |
| <b>Negativ</b>                      |  |
| --                                  | Hohe Marktbewertungen, insbes. USA             |
| --                                  | Neuer Ost-West-Konflikt + Mittlerer Osten      |
| --                                  | Krisenbedingter Ölpreisanstieg                 |
| --                                  | Schwache Kreditvergabe der Banken              |
| --                                  | Neue Bankenprobleme / Stresstest der EZB       |
| --                                  | Möglicher Zinsanstieg in den USA               |

Ihr Team von DR. HELLERICH & CO

### Disclaimer

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

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

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