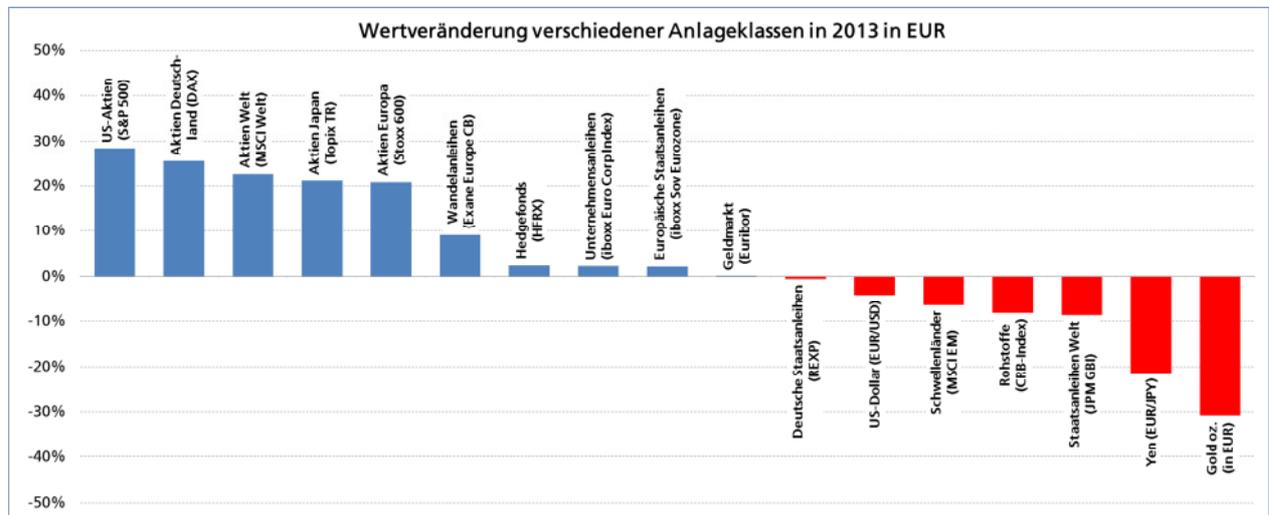




## Jahresbericht 2013

### Die ungeliebte Aktienhausse von 2013

Kaum ein Analyst hatte für das Jahr 2013 mit einer so guten Börsenentwicklung gerechnet. Die Dax-Prognosen von 35 Banken lagen im Schnitt bei ca. fünf Prozent Performance. Nicht einmal die optimistischste Schätzung (von Nomura) lag auch nur annähernd richtig. Besser funktionierte da noch die Prognose für die Rentenmärkte. Die Mehrheit der Analysten sagte bei den Staatsanleihen fallende Kurse voraus. Per Saldo verloren deutsche Bundesanleihen 2,3 Prozent. US-amerikanische Treasurys verloren in Euro 7,2 und globale Anleihen in Euro 8,6 Prozent. Positiv konnten sich jedoch insbesondere die europäischen Peripherieanleihen und „Junk-Bonds“ (hochverzinsliche) sowie Unternehmensanleihen entwickeln.



Mit Abstand am schlechtesten entwickelten sich die Rohstoffe. In diesem weit gefassten Segment fielen die Edelmetalle besonders negativ auf. Nachdem die Höchstkurse im Herbst 2011 erreicht wurden, setzte ein Jahr später mit dem Bruch einer stark beachteten Preisgrenze ein wahrer Ausverkauf über „Papiergold“ in den Exchange-Traded-Funds (ETF und ETC) ein. Gold büßte damit 2013 über 27 Prozent ein, Silber sogar über 35 Prozent. Hinzu kommt noch der Währungsverlust des US-Dollars von fast vier Prozent. Insgesamt verloren die Rohstoffmärkte, gemessen am breit gestreuten DJ UBS Commodity Index in Euro über 13 Prozent und tendierten somit das dritte Jahr in Folge nach unten.

Die Anlagestrategie für das abgelaufene Jahr war also ganz simpel: Aktien übergewichten, Staatsanleihen und Rohstoffe meiden! Mit unseren Prognosen von vor einem Jahr lagen wir somit bis auf die Vorhersage eines stabilen Goldpreises richtig. Doch so einfach, wie das Marktgeschehen im Rückblick erscheint, so ereignisreich und richtungssuchend war die Entwicklung im Verlauf des Jahres.

Verschiedenste politische Krisen, die ihren Kern immer noch in der sogenannten Finanz- und der Eurokrise haben, drohten immer wieder, die aus fundamentaler, volkswirtschaftlicher Sicht positive Marktentwicklung abzubrechen oder gar umzukehren.

So begann das Jahr bereits im Januar mit der Angst vor der „Fiskal-Klippe“. Das Gezerre der Republikaner und der Demokraten um den US-Haushalt beschäftigte auch die Ratingagenturen, die vor einer Herabstufung der Bonität der USA warnten. Dieser beängstigende Schlagabtausch der politischen Parteien zog sich bis in den Herbst hinein und mündete im Oktober in der zwangsweisen Schließung der öffentlichen Verwaltung in Amerika. Auf einen Schlag wurden rund 800.000 Be- dienstete ohne Bezahlung vor die Tür gesetzt. Doch damit noch nicht genug: Erneut stand die An- hebung der Schuldenobergrenze auf der politischen Agenda und die Wortführer der Parteien zeig- ten sich ohne jegliche Kompromissbereitschaft. Wieder waren die Investoren in Alarmbereitschaft. In sprichwörtlich letzter Sekunde wurde dann doch ein Kompromiss zur Anhebung der Schulden- grenze erreicht.

Neben dem obskuren politischen Gezerre in den USA sorgten aber auch einige Krisenländer in Europa für negative Schlagzeilen. Bei oberflächlicher Betrachtung schien sich ja die Situation in der Eurozone beruhigt zu haben. Dann wurde jedoch Zypern zahlungsunfähig und wollte das Hilfsan- gebot der EU nicht annehmen. Selbst mit Russland wurden Verhandlungen über Hilfgelder oder Asset-Verkäufe geführt. Für die Aktienmärkte bedeutender war hingegen der Ausgang der Wahlen in Italien mit immer wieder scheiternden Regierungsverhandlungen und einer sich abzeichnenden Staatskrise in einem Kernland der Eurozone. Zwischenzeitlich kochte auch noch eine Regierungskri- se in Portugal hoch, die im Juli beinahe zu Neuwahlen führte und die Angst vor ähnlichen Zustän- den wie in Italien schürte.

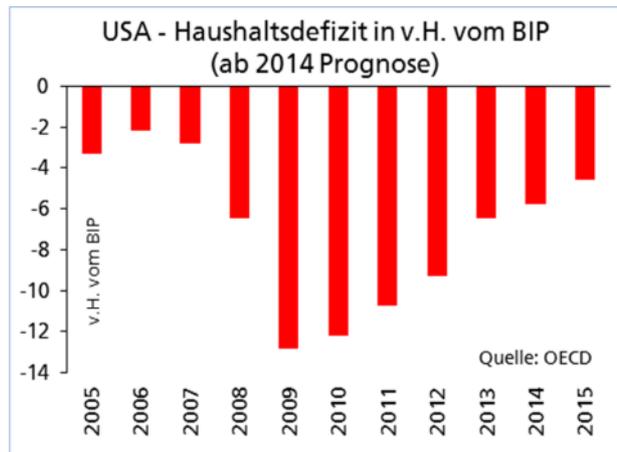
Daneben sorgten die Ereignisse und Entwicklungen im Mittleren Osten ebenfalls für große Besorg- nis. Erneute Unruhen in Ägypten, die in einem Militärputsch gipfelten, oder die nicht enden wol- lenden Proteste gegen die türkische Regierung mit den folgenden Massenverhaftungen und der Neubesetzung großer Teile der militärischen Führung. Nicht zuletzt die Entwicklung in Nordkorea, wo der neue Machthaber Kim Jong Un offen den USA mit der Atombombe drohte, Mittelstrecken- raketen an die Ostküste verlegte und vom „heiligen Krieg“ sprach. Aber auch die Lage in Syrien drohte noch mehr aus dem Ruder zu laufen, als die USA nach dem Giftgaseinsatz eine militärische Intervention vorbereiten wollten.

„**No risk – no fun**“ oder frei übersetzt: „Ohne Risiko keine Rendite“ – so könnten Anleger rückbli- ckend ihre Erfahrung des abgelaufenen Börsenjahres überschreiben. Denn auch wenn am Jahres- ende die Aktienindizes der Leitbörsen USA und Europas ein Plus von gut 20 Prozent aufwiesen, wurden die Nerven aggressiv investierter Aktienanleger im Jahresverlauf immer wieder gefordert. Nicht nur politische Entwicklungen wie oben beschrieben, auch vorhersehbare Ereignisse wie die mehrfachen Anläufe der US-Notenbank Fed zum Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik schickten DAX & Co. wiederholt auf Talfahrt. Insbesondere bei den Schwellenländerbörsen und deren Wäh- rungen sowie bei Anleihen sorgten die Ankündigungen zum Tapering (Rückführung von Anleihe- käufen) zu empfindlichen Kapitalabflüssen und damit einhergehend zu deutlichen Verlusten. Diese Entwicklungen mahnten eine Vielzahl von Anlegern immer wieder zur Vorsicht und verminderten ihre Risikobereitschaft, was letztendlich zum Begriff der „**ungeliebten Hause**“ führte.

Dass zum Jahresende ein deutliches Plus an den Aktienmärkten zu Buche stand, ist vor allem dem Zögern der Notenbank beim Ausstieg aus dem Anleihekaufprogramm zu verdanken wie auch den sich mehrenden Anzeichen dafür, dass die lang ersehnte Konjunkturerholung Realität wird. So scheinen uns Wachstumsprognosen von drei Prozent für die US-Wirtschaft und zwei Prozent für die deutsche Wirtschaft realistisch. Mit anderen Worten: Die „**liquiditätsgetriebene Aktienhause**“ könnte in einen „**wachstumsgetriebenen Anstieg**“ übergehen. **Insofern verspricht das Jahr 2014, wieder ein Jahr der Aktie zu werden – festverzinsliche Anlagen scheinen nur für bestimmte Länder und Emittenten attraktiv.**

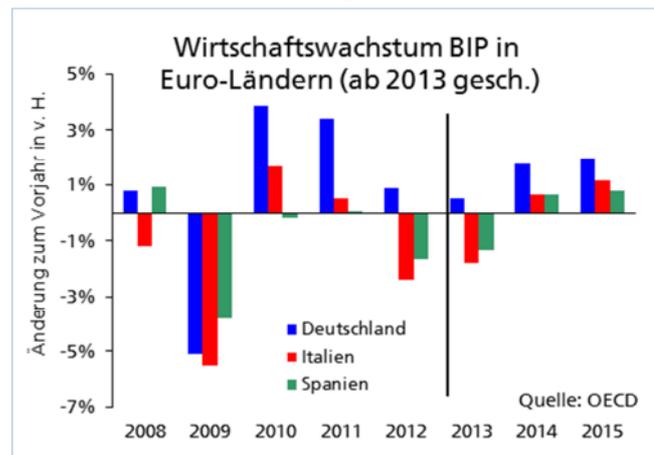
## Das neue Jahr startet mit positiven Entwicklungen

Die wichtige und ersehnte Einigung von Demokraten und Republikanern auf einen mehrjährigen US-Haushaltsplan (mit weiterer Rückführung der Neuverschuldung) sorgte noch im Dezember für deutliche Erleichterung und einen neuen Schub an den Aktienbörsen. Auch wenn die Fed ihr massives Anleihekaufprogramm nun langsam drosselt, bleibt sie weiter bei ihrer expansiven Politik. So wurde noch 2013 eine Billion (1.000 Milliarden) US-Dollar durch Käufe von Staats- und Hypothekenanleihen in die Märkte geschleust. Der Umfang wird sich jedoch nach und nach verringern. Das Ziel der Notenbank, mit dem billigen Geld den Privatsektor zu erreichen und damit die Wachstumsflaute zu beenden, scheint somit geglückt zu sein.



Seit dem Frühjahr 2013 kann nun auch eine Verbreiterung des Wirtschaftsaufschwungs beobachtet werden. Die Notwendigkeit für eine weiterhin starke Stimulierung hat deutlich nachgelassen. So erwartet der Internationale Währungsfonds IWF in seiner jüngsten Prognose für 2014 eine Beschleunigung des globalen Wachstums von drei auf fast vier Prozent. Für die USA wird eine Beschleunigung in ähnlicher Größenordnung vorhergesagt. Höheres Wachstum bedeutet wiederum mehr Einkommen und damit mehr Geldschöpfung durch den Finanzsektor. Insofern erwarten wir, dass die Rücknahme der Geldzufuhr seitens der Notenbank durch Finanzinstitute ausgeglichen wird, wobei der Übergang eher allmählich stattfinden dürfte.

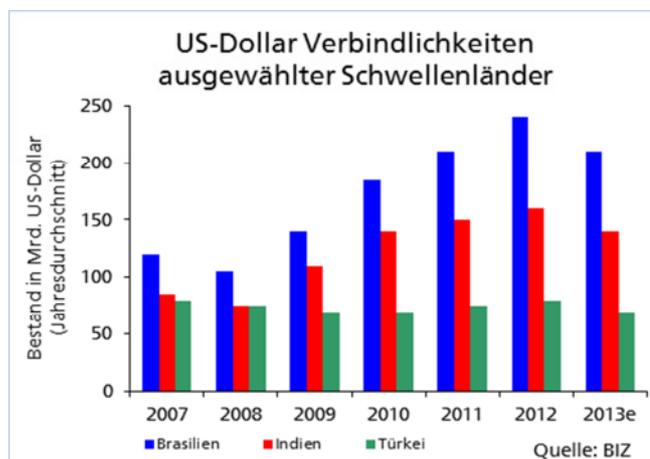
In Europa befindet sich die Konjunkturerholung dagegen noch in einem frühen Stadium. Deshalb hat die Europäische Zentralbank EZB nicht nur eine Fortsetzung der Niedrigzinspolitik angekündigt und den Leitzins im November auf 0,25 Prozent gesenkt. Sie hat auch klargestellt, dass sie den Banken gegebenenfalls erneut zusätzliche Liquidität zur Verfügung stellen wird. Damit befinden sich die hiesigen Kapitalmärkte in einer ähnlichen Situation wie die US-Börse vor einem Jahr, mit dem Unterschied, dass sich das wirtschaftliche Umfeld inzwischen verbessert hat. In Deutschland, vor allem aber in Südeuropa, hat nach dreijähriger Wirtschaftsflaute eine konjunkturelle Erholung eingesetzt, wie aus nebenstehender Grafik zum Wachstum sichtbar wird. Dies verspricht weiterhin günstige Perspektiven für Aktien – besonders in den zurückgebliebenen Märkten Spaniens und Italiens. Eine besondere Rolle, sowohl für die Konjunktur als auch für die Aktienmärkte, spielt dabei die Entwicklung der europäischen Banken, wie im folgenden Abschnitt näher ausgeführt wird.



Demgegenüber ist die Lage in den Schwellenländern in diesem Jahr eher zurückhaltend zu beurteilen. Hauptgrund ist die nun begonnene Rückführung der lockeren Geldpolitik in den USA. Denn das nun absehbare Ende des billigen Geldes und steigende Kapitalmarktzinsen bedeuten für die US-Banken, dass sie nun auch durch Kreditvergabe im Inland wieder höhere Renditen erwirtschaften können. Mit anderen Worten: Die Attraktivität der Schwellenländer als Kreditnehmer oder

Anlageländer – aufgrund der von ihnen gebotenen höheren Renditen – lässt stark nach. Dies haben die betroffenen Märkte bereits im letzten Jahr deutlich zu spüren bekommen, wie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel in ihrem jüngsten Quartalsbericht im Dezember feststellte und die nachstehende Grafik zeigt.

Besonders betroffen hiervon war Brasilien, das 2013 einen Kreditrückgang seitens der US-Banken um zehn Prozent zu verzeichnen hatte. Aber auch Indien sieht derzeit seine Konjunkturerholung durch den Rückgang internationaler Kredite gehemmt. Deswegen erwarten globale Konjunkturbeobachter wie die OECD (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung), dass diese Länder erst im späten Verlauf dieses Jahres oder im kommenden Jahr zu ihrer früheren Stärke zurückfinden werden.



Positiver stellt sich dagegen die Lage in anderen Schwellenländern – vor allem in China, Indonesien und Mexiko – dar. Diese Länder sind entweder wie China von internationalen Kreditflüssen unabhängig oder mit ihren Exporten überwiegend nach Europa, USA oder andere asiatische Länder wie Japan ausgerichtet. Nicht zu vergessen die Reihe der Frontier Markets, die bisher weit weniger von den internationalen Kapitalströmen abhängen als die bekannten Schwellenländer.

An den internationalen Rentenmärkten dürfte die Entwicklung 2014 stärker als bisher auseinanderlaufen. Grund hierfür ist die Divergenz bei der Politik der Notenbanken. In Europa dürften festverzinsliche Titel vor allem von der niedrigen und noch fallenden Inflationsrate profitieren – aktuell liegt diese bei unter einem Prozent. In den USA ist dagegen mit einer vorherrschenden (mäßigen) Aufwärtsbewegung zu rechnen. Damit scheint ein eher zunehmender Renditerückstand zu den USA vorgezeichnet, was den Euro für langfristig orientierte Anleger weniger attraktiv erscheinen lässt und somit für eine Abschwächung gegenüber dem US-Dollar spricht.

### **Banken im Fokus: Neue Regeln schlecht für die Rendite, aber gut für die Stabilität!**

Die Finanzkrise hatte im Jahr 2007 mit der Insolvenz von Hedgefonds begonnen, am 15. September 2008 mit dem Konkurs der US-Bank Lehman Brothers ihren Höhepunkt erreicht und mit der Eurokrise seit 2010 ihre Fortsetzung gefunden. So die nüchterne Zusammenfassung der Finanz- und Wirtschaftskrise, die nicht nur Europa, sondern die Weltwirtschaft in die tiefste Rezession der Nachkriegsgeschichte stürzte.

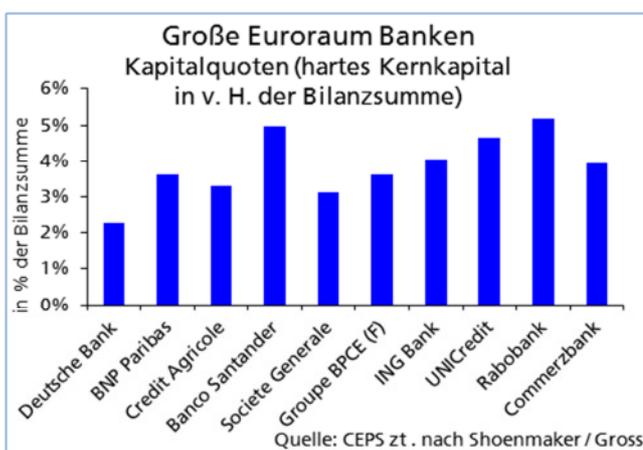
Inzwischen hat sich jedoch die Situation der Banken wieder deutlich verbessert. So war bei den US-Banken bereits ab 2011 die Ertragswende zu verzeichnen. Seit letztem Jahr ist dies nun auch in Europa feststellbar. 2014 könnte nun als das Jahr in die Geschichte eingehen, in dem die Banken wieder an ihre hohen Gewinne von vor der Finanzkrise anknüpfen und diese endgültig hinter sich lassen.

Damit diese positive Entwicklung jedoch über die aktuelle Konjunkturerholung hinaus trägt und gleichzeitig Finanzmarktblasen wie 2007 vermieden werden, hat sich die internationale Gemeinschaft auf strengere Kapitalanforderungen (Basel III) geeinigt. In Basel befindet sich der Sitz der

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, in der die Notenbanken über ihre Zusammenarbeit beraten – daher die Namensgebung. Diese neuen Regeln werden nun Schritt für Schritt umgesetzt.

Insgesamt geht es zum einen darum, Bankgeschäfte transparenter zu machen, um so eine Anhäufung von verdeckten Risiken frühzeitig offenzulegen und letztendlich zu vermeiden. Denn vor allem im Rahmen der spekulativen Immobiliengeschäfte in den USA und den kaum durchdringbaren Hypotheken-Kreditverbriefungen hatten Banken und Anleger rund um den Globus große Verluste eingefahren. Diese lagen nach einer Schätzung der Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) in der Spitze bei 1,4 Billionen Euro. Erst mit der Erholung des Immobilienmarktes und der seit 2011 beobachtbaren Konjunkturerholung in den USA konnte diese Zahl deutlich reduziert werden. In Richtung mehr Transparenz gehen die neuen Gesetze zur stärkeren Trennung von Einlagengeschäft und (riskanteren) Eigenhandelsgeschäften bei den Banken – nach dem früheren US-Notenbankchef Paul Volcker auch als Volcker-Regel bezeichnet. Sie wird in den USA und vor allem in Europa betrieben, wo entsprechende Gesetze in Deutschland und der EU auf den Weg gebracht wurden.

Zum anderen müssen Banken ab diesem Jahr mehr Eigenmittel für ihre Geschäfte vorhalten. Dies hat einen doppelten Effekt: Zunächst werden die Anteilseigner wie auch das Management gehalten, dem Aspekt Sicherheit ein größeres Gewicht einzuräumen. Kommt es trotzdem zum Eintritt von großen Verlusten, können diese eher ohne Rückgriff auf die Steuerzahler bewältigt werden. Zu diesem Zweck müssen Banken den Anteil ihres sogenannten „harten Kernkapitals“ – vor allem Aktienkapital und Gewinnrücklagen bzw. stille Einlagen – von zwei Prozent im Jahr 2013 auf 4,5 Prozent im Jahr 2015 mehr als verdoppeln. Neben anderen „Kapitalpuffern“ müssen die Banken in fünf Jahren 16 Prozent ihrer risikotragenden Forderungen mit Eigenmitteln unterlegen. Die Grafik zeigt die aktuellen Kernkapitalquoten. In die gleiche Richtung zielen weitere Vorschriften wie Vorgaben für die Liquiditätsquote.



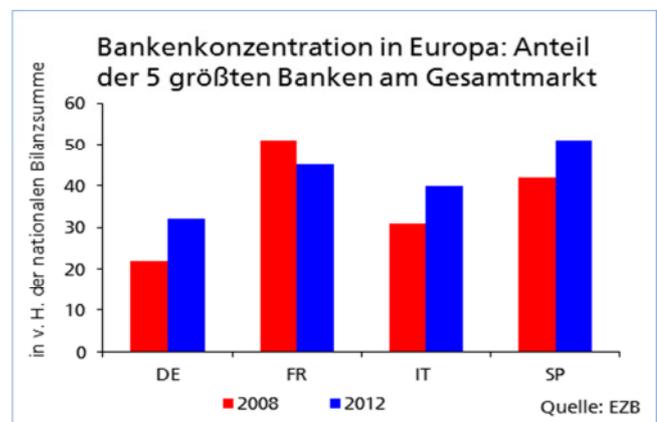
Vor diesem Hintergrund haben die Banken in Europa und den USA bereits in den letzten Jahren Kapitalerhöhungen in dreistelliger Milliardenhöhe pro Jahr durchgeführt. Allerdings rechnet die bereits erwähnte Ratingagentur S&P allein für die Banken des Euroraums mit einem zusätzlichen Kapitalbedarf in Höhe von 150 Milliarden Euro bis Ende 2015.

Für die europäischen Banken ergeben sich zudem noch weitere Herausforderungen aus den aktuellen Vorbereitungen zur Bankenunion, da die EZB für die im November geplante Übernahme der Bankenaufsicht schon jetzt eine hinreichende Kapitalausstattung sicherstellen will. Die Vorbereitungen hierfür befinden sich derzeit in vollem Gange: So hat die EZB bereits Ende 2013 von den 128 größten Banken im Euroraum, die sie künftig direkt beaufsichtigen wird (24 in Deutschland) Unterlagen zur Risikobeurteilung und zur Bilanzprüfung angefordert. Im späten Frühjahr sollen mit diesen Angaben Stresstests durchgeführt werden. Das heißt, es wird simuliert, wie stark die Kapitaldecke im Fall des Eintritts von Großrisiken – z. B. einem Konjunkturerinbruch – zurückgeht. Darauf aufbauend wird die EZB die als unterkapitalisiert erkannten Banken selbst oder deren Regierungen veranlassen, Kapital nachzuschießen, das Geschäftsvolumen zu verringern oder die Bank abzuwickeln. Besonders in Spanien, wo 2012 noch eine Kapitalücke in Höhe von 60 Milliarden Euro festgestellt wurde, aber auch in Italien, bemühen sich die Banken derzeit um Kapitalaufstockungen.

Auch über die Vorgehensweise einer geordneten Auflösung und Abwicklung von notleidenden Banken wurde vom Europäischen Rat Einigung erzielt. Hierzu wird eine neue Behörde, „der Abwicklungsausschuss“ ins Leben gerufen, der in diesen Fällen eine geordnete Abwicklung sicherstellen soll. Für die Finanzierung der Abwicklung wird ein Abwicklungsfonds eingerichtet, der sich aus Beiträgen der Banken speist. Ab 2016 werden dann zusätzlich zu den Aktionären auch Kreditgeber zur Abdeckung des Kapitalbedarfs herangezogen. Damit wird die Finanzierung einer Bankenabwicklung auf einer deutlich breiteren Grundlage stehen als in der letzten Krise. Bankenschieflagen bis hin zu Abwicklungen werden dadurch sowohl für die Steuerzahler als auch für die Aktionäre im Allgemeinen künftig an Schrecken verlieren. Nicht zuletzt das war einer der Gründe dafür, dass Bankaktien in den letzten Monaten besonders gefragt waren.



Als Folge ist in den kommenden Jahren ein weiterer Umbruch in der europäischen Bankenlandschaft mit zunehmender Konzentration zu erwarten. Dieser Prozess zeichnet sich derzeit besonders in den krisengeschüttelten Ländern Südeuropas ab. Doch auch in Deutschland ist die Bedeutung der fünf größten Häuser relativ zum Gesamtmarkt gewachsen. Die nebenstehende Grafik zeigt, wie sich die Konzentration im Bankensektor (Ausnahme Frankreich) seit 2008 erhöht hat.



Ein solides Bankensystem ist eine entscheidende Voraussetzung für die Kreditversorgung der Wirtschaft. Das zeigt sich auch in den USA, wo sich die Vergabe von Konsumkrediten in Einklang mit der Ertragsentwicklung der Banken bereits seit 2011 im Aufwind befindet. Auch in Europa ist nach der Stärkung der Kapitaldecke nun in den kommenden Jahren wieder mit einer positiven Rolle der Banken bei der Konjunktorentwicklung zu rechnen.

### Neue Regeln auch für Schattenbanken

Allein aufgrund ihrer Bedeutung sind die sogenannten Schattenbanken in den letzten Jahren zunehmend ins Visier der Aufsichtsbehörden geraten. Mit einem Geschäftsvolumen von 70 Billionen US-Dollar (Ende 2012) verwalten Schattenbanken mehr Geld als die regulären Banken. Das Volumen ist sogar größer als die Weltwirtschaftsleistung eines ganzen Jahres!

Schattenbanken sind Institute, die von Privatanlegern Gelder einsammeln und diese in Form von Krediten und Schuldverschreibungen an die Wirtschaft oder an Banken weiter verleihen. Vor allem handelt es sich hierbei um Geldmarktfonds, Hedgefonds sowie rechtlich selbständige Anlagegesellschaften von Banken. Aber anders als bei Banken stammen die Gelder, mit denen die Schattenbanken arbeiten, nicht aus Einlagen, sondern werden durch Ausgabe von Anteilen und Schuldtiteln Erlöst. Deswegen sind sie bisher auch nicht der strengen Bankenregulierung und Kontrollen unterworfen. Für die Stabilität der Finanzmärkte sind Schattenbanken aber ein zweischneidiges Schwert: Einerseits sind Schattenbanken für Banken und andere institutionelle Anlegergruppen wie Pensions-

fonds besonders im aktuellen Umfeld niedriger Zinsen attraktiv, andererseits stellen sie durch die Intransparenz ihrer Anlageprodukte nicht nur für Anleger, sondern auch für Kapitalmärkte ein kaum abzuschätzendes Risiko dar. Dies wird sich aber bald ändern. Der Schattenbankensektor steht in zunehmendem Fokus internationaler Regulierung (G10-Gespräche). So ist beispielsweise für die EU und China vorgesehen, Schattenbanken der Kontrolle und Regulierung der jeweiligen Aufsichtsbehörden zu unterstellen. Bereits jetzt stehen sie aber unter Beobachtung der Zentralbanken und Aufsichtsbehörden, was per se die von diesem Sektor ausgehenden Risiken vermindern dürfte.

### Konjunkturentwicklung: Die US-Wirtschaft gewinnt an Stärke

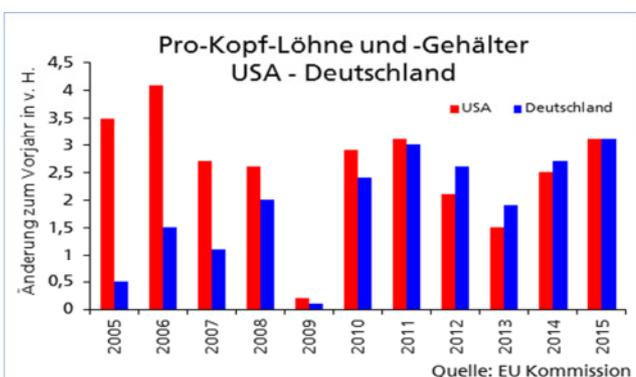
Im Verlauf des Jahres 2013 hat die US-Wirtschaft deutlich an Fahrt gewonnen. So lag im dritten Quartal der Zuwachs sogar bei einer Jahresrate von 4,1 Prozent. Zusammen mit den gerade veröffentlichten Zahlen zum letzten Quartal (+3,2 Prozent) dürfte für das Gesamtjahr ein Zuwachs von etwa knapp zwei Prozent in den Büchern stehen – was etwas über dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre läge.

Anders als in den vergangenen Jahren, als der Zuwachs vor allem auf kurzfristige Investitionsschübe im Bausektor zurückzuführen war, befinden sich mittlerweile immer mehr Wirtschaftsbereiche im Aufwind – angefangen bei den Exporten bis hin zu Investitionen und Konsum. Beachtenswert ist vor allem die Tatsache, dass die Konjunktur einer deutlichen Kürzung der Staatsausgaben trotzte. Dies spricht dafür, dass die Aufwärtsentwicklung auch an Stabilität gewonnen hat.

Das größte Überraschungsmoment ging allerdings von den Exporten aus. Diese legten nach einer kurzen Frühjahrsflaute in der zweiten Jahreshälfte fünf Prozent gegenüber dem Vorjahr zu. Da die Importe trotz des im Vergleich zu den Handelspartnern höheren Wirtschaftswachstums nur um etwa ein Prozent gegenüber dem Vorjahr zulegten, ging der Fehlbetrag im Handel auf monatlich 37 Milliarden US-Dollar zurück. Dieser Wert ist der niedrigste seit 2009! Zum einen ist das auf die deutlich erhöhte eigene Rohöl- und Gasförderung mittels neuer Fördermethoden wie das „Fracking“ zurückzuführen (nachzulesen im Bericht zum vierten Quartal 2012).



Zum anderen kommt hier aber auch eine gestiegene Wettbewerbsfähigkeit der Industrie zum Ausdruck. So haben sich die Arbeitskosten in den USA in den letzten drei Jahren nur etwa halb so stark erhöht wie beispielsweise in Deutschland. Nicht zuletzt deswegen macht mittlerweile das Schlagwort der **Re-industrialisierung der USA** die Runde. (Siehe Chart mit Lohnveränderungen: USA vs. D).



Aktuell ist die Dynamik im Unternehmenssektor besonders in der Produktion und der Kapazitätsauslastung spürbar. Die Produktionsanlagen sind gegenwärtig zu über 79 Prozent ausgelastet. Dies entspricht dem höchsten Wert seit Anfang 2008, also vor dem Konkurs der Lehman Bank.

Die Produktion selbst hat, anders als in Deutschland, sogar wieder ihr Vorkrisenniveau überschritten. In Deutschland müsste die Produktion dafür noch vier Prozent aufholen.

Auch der Immobiliensektor ist derzeit von einer hohen Dynamik bei Bautätigkeit und Umschlag von Wohnimmobilien gekennzeichnet. Allein im letzten Jahr legte die Bautätigkeit um 20 Prozent zu und erreichte zum ersten Mal seit 2008 wieder das Niveau von einer Million neu gebauten Wohnungen. Die Zahl verkaufter Wohnungen liegt zwar noch weit vom Vorkrisenniveau entfernt, aber mit 470.000 Verkäufen ist auch hier eine Steigerung um 50 Prozent gegenüber dem Tief von 2011 zu verzeichnen. Allerdings sind nun kurzfristige Bremsspuren in der Bautätigkeit zu erwarten, da sich aufgrund gestiegener Zinsen die Hypothekenkredite wieder merklich verteuert haben.

Die privaten US-Haushalte, die mit ihrer Konsumnachfrage fast 70 Prozent der Wirtschaftsleistung abdecken, waren bereits in den letzten Jahren eine Konjunkturstütze. Nicht zuletzt der stabile Arbeitsmarkt mit monatlich ca. 200.000 neu geschaffenen Stellen dürfte hier weiter positiv wirken. Auch der mittlerweile sehr fortgeschrittene Schuldenabbau wird nun wieder neue Mittel freisetzen können. Bremsend auf den Verbrauch wirkt allerdings die mäßige Einkommensentwicklung, da der Lohnzuwachs von zwei Prozent gerade für einen Inflationsausgleich sorgt.

Der Aufwärtstrend der Wirtschaft sollte in diesem Jahr – trotz Drosselung der Anleihekäufe durch die Fed – weiter von der Notenbankpolitik Unterstützung erfahren. Denn es wird nur das Ausmaß der lockeren Geldpolitik reduziert. Von einer Straffung in Form von Zinsanhebungen ist die Notenbank noch weit entfernt. Selbst wenn die Arbeitslosenquote unter 6,5 Prozent und damit auf das von der Fed angestrebte Niveau fallen sollte, wurde bereits angekündigt, dass dies noch keine unmittelbare Veranlassung für Zinsanhebungen darstellt. Konjunkturbeobachter von privaten Banken wie z. B. Goldman Sachs erwarten die erste Zinsanhebung sogar erst 2016.

Seitens der Regierung ist mit einer Fortsetzung des Sparkurses zu rechnen, aber entsprechend der jüngsten Einigung mit dem Kongress werden die Einschnitte weniger drastisch ausfallen als im Februar vergangenen Jahres. Damals hatte der Präsident mangels Einigung per Gesetz eine Rückführung der Ausgaben um zehn Prozent nach der „Rasenmäher-Methode“ verfügt. Die nun erneut anstehende Anhebung der Schuldenobergrenze sollte weniger Probleme bereiten.

Alles in allem ist damit zu rechnen, dass 2014 und 2015 der Aufwärtstrend der US-Wirtschaft anhalten dürfte. Trotz oder gerade auch aufgrund leicht steigender Zinsen erwarten wir damit eine positive Tendenz am Aktienmarkt.

### **Europa: Die Konjunktur erholt sich langsam, aber es gibt noch viel Arbeit in Südeuropa**

Anders als die USA steckte der Euroraum bis Mitte letzten Jahres in einer Rezession. Lediglich Deutschland konnte einem Rückgang der Wirtschaftsleistung knapp entgehen und führt seitdem wieder den europäischen Konjunkturzug an. So liegt für kein anderes Euroland die Wachstumserwartung im laufenden Jahr bei 1,7 Prozent. Lediglich das außerhalb des Euroraums liegende Großbritannien wird mit voraussichtlich 2,5 Prozent ein stärkeres Wirtschaftswachstum aufweisen (OECD).

An der Geldpolitik wird sich wenig ändern. Für die Zinsen hat die EZB bereits angekündigt, das extreme Niedrigzinsniveau von 0,25 Prozent auf längere Zeit beizubehalten. Die EZB prüft vor allem, wie sie die Kreditvergabe an kleinere Unternehmen durch die Banken über Liquiditätshilfen stärken kann. Sogar ein Aufkauf von Unternehmenskrediten wurde schon diskutiert. Daneben könnte eine weitere Abschwächung des Euro für neue Impulse bei den Exporten sorgen (s. u.).

Im Gegensatz zur Geldpolitik der EZB wirkt die Haushaltspolitik der Regierungen eher belastend auf die Konjunktur. Gleichzeitig bemühen sich die Regierungen vor allem in Spanien und Italien jedoch, der Wirtschaft durch Reformen, wie beispielsweise am Arbeitsmarkt, positive Impulse zu geben.

Wie wir bereits zuvor ausführten, wird der Politik in Europa eine besondere Rolle bei der Vorbereitung der Bankenunion zukommen. Dabei geht es entscheidend darum, im Rahmen der anstehenden Prüfungen der Banken und gegebenenfalls Kapitalzuführungen auch langfristig das Vertrauen der Wirtschaftsteilnehmer zu stärken.

## Export: Der Wachstumstreiber für Deutschland und Europa

Hauptwachstumsmotor für Deutschland und Europa dürften in diesem Jahr vor allem die Exporte werden. So deuten Auftragseingänge und Stimmung bei den Exporteuren nun ein Ende der Konjunkturlaute der beiden letzten Jahre an.

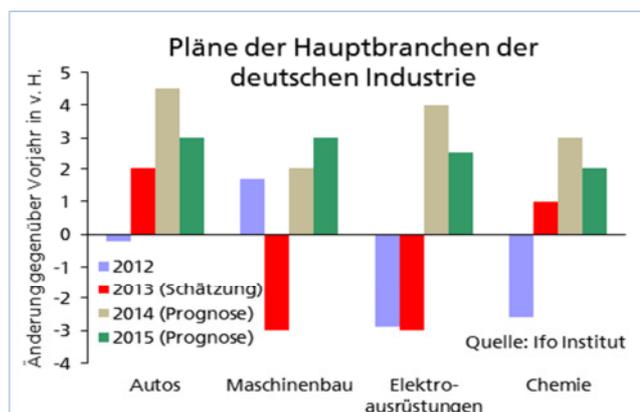
**Innerhalb der deutschen Wirtschaft machen Exporte derzeit 52 Prozent der Wirtschaftsleistung aus.** Selbst wenn man die Exporte in den Euroraum abzieht, verbleibt noch eine Quote von 33 Prozent. Mit anderen Worten: Jeder dritte Arbeitsplatz in Deutschland hängt direkt von der Entwicklung der Weltwirtschaft ab. Hinzu kommen noch die Implikationen und Wechselwirkungen zum Dienstleistungssektor und dessen Beschäftigungslage. Doch diese Exportabhängigkeit der deutschen Industrie hat immer zwei Seiten.



## **Aktuell zeichnen sich für unser Land zwei besonders erfreuliche Entwicklungen ab:**

- Zum einen die Beschleunigung des globalen Wachstums von unter drei Prozent im Jahr 2013 auf fast vier Prozent im Jahr 2014 (IWF). Dies belebt nicht nur die Nachfrage nach Exportgütern per se, sondern vor allem auch die Investitionstätigkeit. Hier hat die deutsche Wirtschaft mit ihren Schwerpunkten Maschinenbau, Elektrotechnik und Chemie besondere Vorteile.
- Zum anderen ist zu erwarten, dass sich der Euro zinsbedingt gegenüber anderen Währungen eher abschwächt. Dies bedeutet, dass deutsche Waren (und Waren aus anderen Euroländern) für Ausländer billiger werden – eine Entwicklung, die die Wettbewerbsposition der Unternehmen stärkt, die in Euro abrechnen.

Die positiven Exportaussichten spiegeln sich auch auf Branchenebene wider, wie die Ergebnisse einer Befragung des Ifo-Instituts hinsichtlich des erwarteten Branchenwachstums (siehe Grafik) zeigen. Demnach werden in Deutschland für 2014 die größten Zuwächse in der Automobilindustrie, bei elektronischen Ausrüstungen, in der Chemie und in der Datenverarbeitung (nicht abgebildet) erwartet. Das sind allesamt Schwerpunktbranchen der deutschen Wirtschaft!



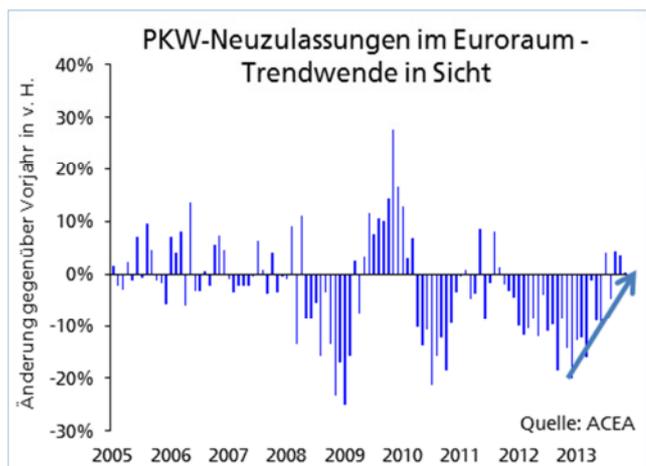
## Automobilindustrie: Insbesondere in Deutschland wieder im Aufwind

Neben dem Export gilt der private Verbrauch als zweite Haupttriebfeder des Aufschwungs, wobei in Deutschland gleich drei Faktoren zusammenwirken:

- **Die niedrige Arbeitslosigkeit:** Anders als in den meisten anderen EU-Ländern verharrt die Arbeitslosenquote in Deutschland mit unter sieben Prozent auf einem langjährigen Tief. Das bedeutet für die Arbeitnehmer gleichzeitig eine relativ hohe Arbeitsplatzsicherheit bzw. eine gute Chance, im Falle von Arbeitsplatzverlust eine alternative Anstellung zu finden.
- **Ein fühlbarer Einkommenszuwachs:** Mit einem prognostizierten Lohnzuwachs von fast drei Prozent in diesem Jahr bleibt den Haushalten ein signifikantes Mehr an Einkommen und damit Konsummöglichkeiten.
- **Die Konsumentenstimmung** ist so gut wie seit Anfang 2007 nicht mehr. Insofern ist in der Konsumprognose mit einem Zuwachs von 1,5 Prozent (EU-Kommission) noch Luft nach oben. Indirekt wird dies auch durch die Wende bei den Neuzulassungen bestätigt. Seit Mitte des Jahres zeigen diese nach Jahren der Flaute wieder nach oben. Deutschland war dabei der Vorreiter, nun folgt aber auch Gesamteuropa.

### ➤ **Größere Anschaffungen wie Autos gelten als Beleg für nachhaltige Zuversicht.**

In anderen Ländern des Euroraums sind die Konsumaussichten zwar gedämpfter, zu tief waren schließlich die Rezession und der Einkommensverlust in den letzten Jahren. Aber auch in Südeuropa zeigt sich Licht am Ende des Tunnels. Zum einen ist die Inflation dort fast auf Null zurückgegangen, was nun auch bei bescheidenen Lohnerhöhungen noch zu realen Zuwächsen führt. Zum anderen hat in Spanien und Italien die Arbeitslosigkeit offenbar ihren Zenit überschritten, was sich nun auch in einer allmählichen Aufhellung der Stimmung zu zeigen beginnt.



## Investitionen: Strukturelle Probleme bremsen den Bereich

Die Hauptsorge sowohl in Europa als auch speziell in Deutschland gilt den Investitionen. In Deutschland war im abgelaufenen Jahr der Anteil der Investitionen an der Wirtschaftsleistung mit 17 Prozent relativ niedrig, sowohl im Vergleich zur Vergangenheit (in den 1990er-Jahren fast 20 Prozent) als auch im Vergleich zu anderen Ländern. Dafür gab es einerseits konjunkturelle Gründe wie die Unterauslastung der Produktionskapazitäten, andererseits spiegeln sich hierin strukturelle Probleme der deutschen Wirtschaft wider.

Daneben sind die Unternehmen vieler europäischen Länder im internationalen Vergleich mit hohen Lohnzusatzkosten belastet. Diese machen Investitionen gerade in „low tech“-Bereichen unrentabel – Deutschland bewegt sich mit den neuen Regierungsbeschlüssen ebenfalls in diese Richtung. Das Gleiche gilt für bürokratische Hemmnisse wie diverse Auflagen und lange

Genehmigungszeiten, so dauert in Italien das Genehmigungsverfahren für eine Unternehmensgründung beispielsweise sechs Monate. Speziell für Deutschland wirkt die Energiewende derzeit als Belastung für die Industrie, da sie die Kosten für Energie in die Höhe treibt. Über das EEG (Erneuerbare Energien Gesetz) werden derzeit 22 Milliarden Euro jährlich von Unternehmen und Haushalten erhoben.

Die Bestrebungen zur Reform des EEG in Deutschland, die angekündigten massiven Unternehmenssteuersenkungen in Frankreich sowie die eingeleiteten Arbeitsmarktformen in Spanien und Italien zeigen, dass die Probleme erkannt und angegangen werden. All das sollte die Konjunkturerwicklung in Europa in den kommenden Jahren weiter stärken und Europa damit als Anlageregion wieder attraktiver werden lassen.

### **Japan: Eine neue Morgenröte für Japan?**

„Das Land ist dabei, den Kampf gegen die Deflation zu gewinnen“, dies sagte Japans Premierminister Shinzo Abe am 21. Januar anlässlich des Weltwirtschaftsgipfels in Davos. Der anhaltende Trend rückläufiger Preise ist bisher Japans größtes wirtschaftliches Problem, da er letztlich die wirtschaftliche Aktivität der Unternehmen gebremst und die Verschuldung des Staates auf die Rekordhöhe von 245 Prozent der Wirtschaftsleistung getrieben hat. Nun aber scheint die Kombination aus Ausgabenprogramm des Staates und Liquiditätsprogramm der Notenbank Früchte zu tragen.

Das lässt sich nicht nur am Wirtschaftswachstum ablesen, das bereits im letzten Jahr auf drei Prozent gestiegen war und dieses Jahr etwa zwei Prozent erreichen soll, sondern auch an der Entwicklung von Löhnen und Preisen. Nachdem die Verbraucherpreise bereits im letzten Jahr wieder zu klettern begannen, zeigt sich diese Entwicklung nun auch bei den Löhnen, die zum ersten Mal seit vier Jahren wieder steigen.

Gleichzeitig wird die Regierung dieses Jahr die Unternehmenssteuern senken und eine Liberalisierung der Wirtschaft durchführen. Diese Reformen wurden von Unternehmensseite positiv aufgenommen, wie die jüngste Konjunkturumfrage TANKAN zeigte. Damit könnte die aktuelle Erholung der japanischen Wirtschaft in eine nachhaltige Aufwärtsbewegung münden – wie es aktuell bereits auf den Aktienmärkten indiziert wird. Das große Problem der Überalterung der Bevölkerung wird jedoch langfristig vorherrschen und sich verstärken, mit allen Konsequenzen hinsichtlich der Staatsverschuldung.

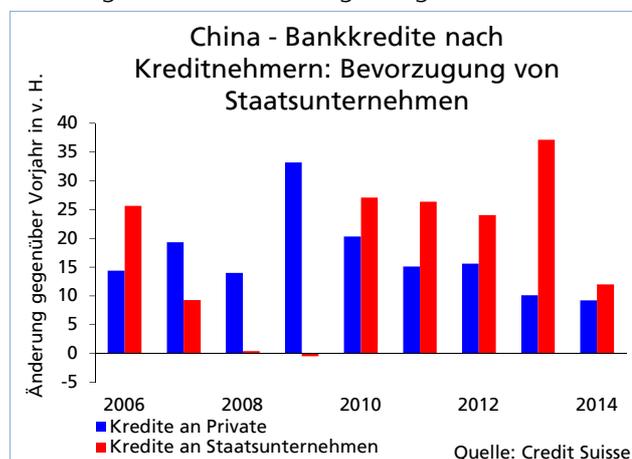
### **China: Das Reformprogramm verspricht neuen Schwung für die Wirtschaft**

Mit dem umfassenden Wirtschaftsreformprogramm, das am 15. November 2013 vom Volkskongress verabschiedet wurde, haben sich die wirtschaftlichen Aussichten für China in den kommenden Jahren deutlich verbessert. Die neue Ausrichtung Chinas hat ihren Niederschlag auch in den Wachstumsprognosen des IWF gefunden. Danach wird das Wirtschaftswachstum bis 2015 statt wie bisher angenommen auf 7,0 Prozent nun nur noch leicht auf 7,3 Prozent zurückgehen.

Zu den wichtigsten Reformen gehören 1.) die Lockerung der Einkindpolitik, 2.) die Freigabe der Bankzinsen, 3.) die Steuerreform, 4.) die Sicherung von Privateigentumsrechten und Marktwirtschaft, 5.) die Liberalisierung der Kapitalmärkte.

1) So soll Paaren künftig zugestanden werden, ein zweites Kind zu bekommen, sofern einer der Partner selbst Einzelkind war (bisher der Regelfall). Damit soll der absehbaren Arbeitskräfteknappeheit sowie der Überalterung der Bevölkerung vorgebeugt werden. Die Zulassung von Mehrkindfamilien scheint auch eine entscheidende Voraussetzung für die Reform der Alterssicherung.

2) Mit der Freigabe der Bankzinsen erhalten die Banken die Möglichkeit, die Kreditvergabe nach wirtschaftlichen Gesichtspunkten wie Ertragskraft und Zahlungsfähigkeit der Betriebe auszurichten. Dies soll die Bevorzugung der Staatsbetriebe bei der Kreditvergabe beenden, durch die letztlich unwirtschaftliche Investitionen und damit Überkapazitäten finanziert wurden. Die Reform ist unabdingbare Voraussetzung, um das Problem der zunehmenden Kreditausfälle in den Griff zu bekommen. Daneben verschafft sie den privaten Unternehmen endlich besseren Zugang zu Bankkrediten, anstatt Kredite von Schatten-



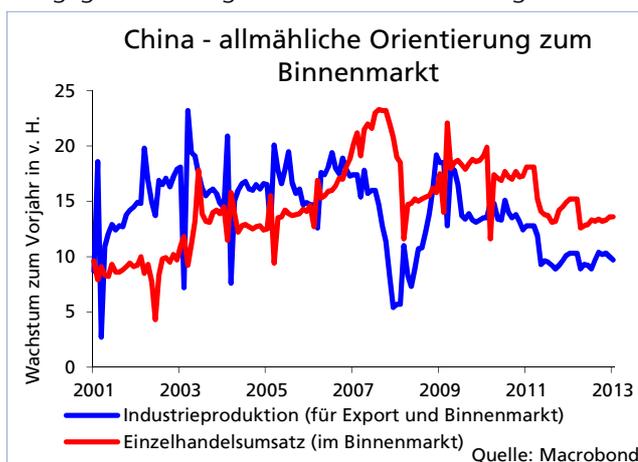
banken sowie Geldmarktfonds beanspruchen zu müssen. Wie wichtig diese beiden Reformen sind, zeigt sich gegenwärtig an den hohen Kreditausfallrisiken. Die Ratingagentur S&P hat ermittelt, dass enorme zwölf Prozent des Kreditvolumens bei Banken und Schattenbanken derzeit ausfallgefährdet sind. Schattenbanken sollen zukünftig zudem einer direkten Kontrolle der Regulierungsbehörde unterstellt werden.

3) Mit der Steuerreform müssen die Staatsbetriebe bis 2020 Schritt für Schritt 30 Prozent ihrer Gewinne als Steuern an die Zentralregierung abführen. Bisher flossen die Steuern vor allem den lokalen Regierungen zu, die häufig aus politischen und Status-Motiven unwirtschaftliche Investitionen gefördert hatten. Gleichzeitig soll eine grundlegende Staatsreform mit einer klaren Aufgabentrennung und entsprechender Einnahmenteilung die effiziente Zusammenarbeit zwischen Zentralregierung und lokalen Verwaltungen fördern. Investitionen sollen künftig nur noch nach strengeren wirtschaftlichen Kriterien genehmigt werden.

4) Ein weiteres entscheidendes Vorhaben ist die Transformation der bisher gemischten Wirtschaft Chinas in ein vorherrschend marktwirtschaftliches System. Dazu werden die Eigentumsrechte für private Betriebe hinsichtlich Land, Gebäude und Maschinenkapital gesichert. Auch das Aktienrecht wird reformiert: Privatinvestoren bzw. Belegschaften wird gestattet, Anteilmehrheiten am Betriebskapital zu erwerben. Gleichzeitig wird Privatbetrieben der freie Marktzugang zu allen Güter- und Dienstleistungsmärkten garantiert. Die Staatsbetriebe müssen sich damit der Konkurrenz stellen und Transparenz in ihrer Berichterstattung gewährleisten.

5) Für internationale Anleger von größter Bedeutung ist die Reform der Finanzmärkte. Hierbei sollen ausländische Privatanleger wie auch institutionelle Anleger direkten Zugang zu den Kapitalmärkten erhalten. Ebenso entscheidend sind die Liberalisierung der Zinsen sowie die Konvertierbarkeit der Währung. Letzteres soll bis Ende 2015 hergestellt werden. Weiterhin soll für Aktien das Emissionsrecht grundlegend reformiert werden, um der bisherigen Emissionsflut zu begegnen und mehr Transparenz für Anleger zu schaffen.

Von Analysten und Marktbeobachtern wird das von Präsident Xi Jinping initiierte Reformprogramm als die umfassendste Reform Chinas in der Nachkriegsgeschichte gesehen. Sollte das Programm so umgesetzt werden, würde es eine ebenso tiefgreifende Umwandlung des Landes bedeuten wie die Marktreformen der 1980er-Jahre, die China den Eintritt in die Weltwirtschaft erlaubten. Eine wichtige Auswirkung des Programms wird die stärkere Betonung der Binnenwirtschaft sein. Damit wird Chinas Rolle in der Welt neu definiert werden (siehe Grafik). Statt wie bisher Werkstatt der Welt zu sein, dürfte das Programm zum wechselseitigen Austausch zwischen China und der übrigen Welt führen. Hiervon wird längerfristig auch der Privatanleger in Form von neuen Anlage- und damit Diversifizierungsmöglichkeiten profitieren.

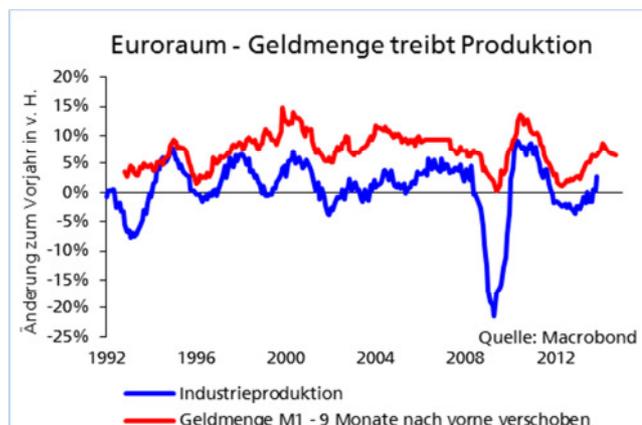


### Aktienmärkte: Von der Liquiditätsrallye zum langfristigen Aufwärtstrend

Wichtige Faktoren sprechen für eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten. Vor einem Jahr stellten wir das Verlassen der langjährigen Schiebezone oder Seitwärtsphase wichtiger Aktienmärkte in Aussicht. Mit dem Eintreten neuer Markthochs hat sich diese Prognose bewahrheitet. Aber auch fundamentale und geldpolitische Faktoren sprechen für die These weiter ansteigender Märkte.

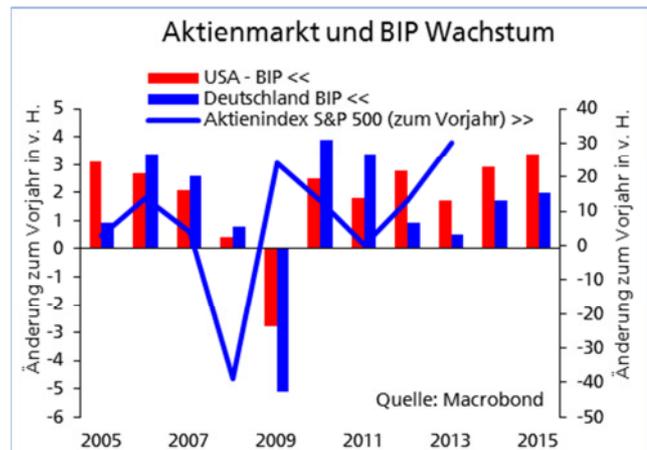
Ein Wermutstropfen für die Aktienmärkte scheint auf den ersten Blick zwar das Auslaufen des Liquiditätsprogramms der US-Notenbank zu sein. Diese hatte im Dezember angekündigt, ihre Geldzufuhr in Form von Anleihekäufen von monatlich 85 Milliarden US-Dollar auf 75 Milliarden US-Dollar zurückzufahren. Gleichzeitig wurden weitere Reduzierungen für dieses Jahr in Aussicht gestellt und bereits Ende Januar wurden die Käufe um weitere zehn Milliarden US-Dollar zurückgenommen. Dennoch: **Die Notenbank bleibt weiter expansiv**, sie nimmt nur das Ausmaß der Expansion zurück. Gleichzeitig nimmt die Kreditschöpfung durch die Banken in den USA deutlich zu, sodass der Geldzufluss allenfalls vorübergehend an Fahrt verlieren dürfte.

Vergleicht man die Entwicklung der Geldmenge M1 (Bargeld und Girokonten) mit dem Wirtschaftswachstum, so erhält man den sogenannten „Geldüberschuss“. Dieses Maß nutzen die Notenbanken gerne für die Bewertung der Angemessenheit ihrer Geldversorgung. Ende 2013 übertraf das Wachstum der globalen Geldmenge das Wirtschaftswachstum um sechs Prozent, damit war der „Geldüberschuss“ so hoch wie zuletzt vor drei Jahren. Der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Wachstum soll für Europa exemplarisch anhand vorstehender Grafik betrachtet werden. Dabei wird die Geldmenge M1 und die Industrieproduktion (einer entscheidenden Komponente des Wirtschaftswachstums) zueinander in Beziehung gesetzt.



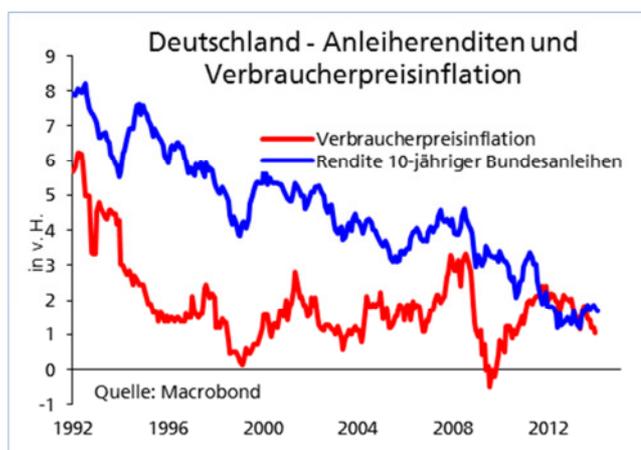
**Die Konzentration vieler Marktteilnehmer auf die Fed verstellt zudem den Blick auf andere wesentliche fundamentale Entwicklungen, die längerfristig auch positiv auf Aktienmärkte wirken.**

1. Hierzu zählt zunächst – wie bereits eingangs erwähnt – das anziehende Weltwirtschaftswachstum. Dies erhöht die Absatzmöglichkeiten der Unternehmen und damit bei stabilen Kosten die Gewinne. Einer IBES-Auswertung zufolge erwarten Analysten einen Gewinnzuwachs von etwa zehn Prozent bei US-Unternehmen und von über elf Prozent bei europäischen Unternehmen. Dies ist für die Aktienmärkte insofern von entscheidender Bedeutung, als die Gewinne grundsätzlich die wichtigste Grundlage für den Wert der Unternehmensaktien darstellen. Die Substanz der Betriebe in Form von Sachanlagen und Gebäuden ist dagegen je nach Betrachtung nur in einigen Branchen wie bei Versorgern von größerer Bedeutung.



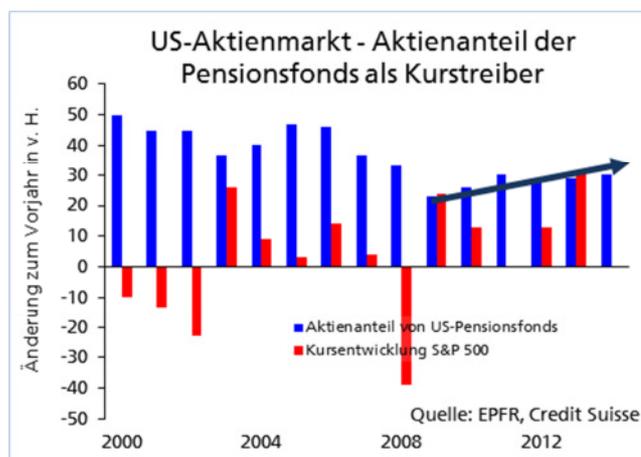
2. Günstige Bewertungen im Vergleich zu klassischen Anlagealternativen wie Festverzinsliche oder Rohstoffe sprechen ebenfalls weiterhin für Aktien. Kurse, die mit derzeit dem 16-Fachen der Gewinne bewertet werden, gelten nicht als überhöht, wie folgende Überlegung zeigt. Rechnet man dieses Verhältnis in Renditen um, so liegt die Aktienrendite in den USA derzeit bei 6,25 Prozent und damit um fast fünf Prozent über der Durchschnittsrendite von Staatsanleihen. Mit anderen Worten: Die Unternehmen erwirtschaften aktuell Renditen von über 6 Prozent, während den Privatanlegern mit Anleihen nur eine Rendite von gut einem Prozent „winkt“. Selbst wenn es kurzfristig zu einem deutlichen Zinsanstieg um z. B. 0,75 Prozent kommen sollte, wären Aktien im Vergleich zu festverzinslichen Papieren noch attraktiv.
3. Aber auch als Inflationsschutz scheinen Aktien aktuell für Anleger interessant. Denn die Inflationsraten haben sowohl in Europa als auch in den USA mit einem bzw. zwei Prozent offenbar ein Tief erreicht. Mit der absehbaren Konjunkturbelebung steigt nun gleichzeitig das Risiko, dass die Geldzufuhr der Notenbanken sich in den kommenden Jahren in höheren Preissteigerungsraten niederschlägt. Solange diese aber moderat bleiben, sind Unternehmen Nutznießer dieser Entwicklung. Hierzu liegt uns eine empirische Studie der Credit Suisse vor, die Folgendes besagt: **Steigende Inflationserwartungen führen zu steigenden Aktienkursen.** Erhöht sich die Inflationserwartung, z. B. von aktuell 1,8 auf 2,4 Prozent, (+1/3) dann könnten die Aktienkurse eine deutliche Bewertungsausweitung vollziehen (bei unveränderten Gewinnen) und um ca. zehn Prozent ansteigen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis würde sich von 16,5 auf 18,1 erhöhen, ohne sich bereits in einer Übertreibung zu befinden. Dies gilt aber nur, solange die Inflationsrate unter vier Prozent liegt, bei höheren Raten bricht die Korrelation zusammen (wie z. B. in den 1970er-Jahren).
4. Dies lässt sich darauf zurückführen, dass Unternehmen von Preiserhöhungen in der Regel in doppelter Weise partizipieren: Zum einen erhöht sich bei Preisaufschlägen – unter Voraussetzung konstanter Absatzmengen – der Umsatz.

Zum anderen lassen sich aber Preisaufschläge vor allem in einem positiven wirtschaftlichen Umfeld durchsetzen, sie sind mithin ein Indiz für gute Konjunktur und damit Absatzmöglichkeiten. Mit anderen Worten: Anders als mittels Sparkonten und festverzinslichen Anleihen profitieren Anleger bei Aktieninvestments von steigender Inflation und Inflationserwartungen – zumindest solange sie nicht wie in den 1970er-Jahren zu stark steigenden Zinsen führen.



5. Bisher halten sich wichtige Investorengruppen wie Versicherer und Pensionsfonds vom Aktienmarkt fern. Laut dem Kapitalforschungsinstitut EPFR hatten sie von 2008 bis 2012 sogar per saldo allein US-Aktien in Höhe von 100 Milliarden US-Dollar verkauft, während Anleihen in Höhe von 1.100 Milliarden US-Dollar gekauft worden waren. Hier scheint seit Mitte letzten Jahres ein Umschwung zugunsten von Aktien stattgefunden zu haben.

6. Dieser Umschwung könnte umso bedeutender werden, als der Aktienanteil unter institutionellen Anlegern sowohl in den USA als auch in Europa derzeit gering ist. So haben den Berechnungen des EPFR zufolge US-Pensionsfonds derzeit nur 28 Prozent in Aktien angelegt, gegenüber 35 Prozent im 50-Jahres-Durchschnitt. Noch geringer ist der Aktienanteil derzeit bei deutschen Versicherern mit lediglich drei Prozent. Ein Umdenken unter Investoren sowie eine überfällige Lockerung der gesetzlichen Bestimmungen für Versicherungsanlagen in Europa würde somit große Investorengruppen in den Aktienmarkt bringen.



**All das wiederum würde dafür sprechen, dass die positive Kursentwicklung an den internationalen Aktienmärkten den Beginn eines mehrjährigen Trends – ähnlich wie in der Phase 2003 bis 2007 oder in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre – darstellt.**

Diese Trendbeobachtungen sowie die Besserung der globalen wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen, auch aufgrund der Wirtschaftsreformen in China sowie der Stabilisierung in Europa sprechen dafür, dass wir uns aktuell noch in der Frühphase eines mehrjährigen Aufwärtstrends an den Aktienbörsen befinden.

### Rentenanlagen: Nur in ausgewählten Segmenten attraktiv

An den internationalen Rentenmärkten scheinen derzeit die Staatsanleihen der Hauptanlageländer wie den USA und der stabilen Euroländer angesichts der nach wie vor mäßigen Renditeniveaus von 1,7 Prozent bei zehnjährigen Bundesanleihen bzw. 2,6 Prozent bei US-Anleihen wenig attraktiv. Zwar liegen die Preissteigerungsraten im Euroraum derzeit mit unter ein Prozent ebenfalls auf sehr

niedrigem Niveau, doch wichtige Preistreiber wie die Löhne oder auch die Importpreise sind inzwischen wieder im Aufwind. Ebenso erwarten wir, dass die hohe Geldzufuhr seitens der Notenbanken sich mittelfristig wieder in höheren Preisen niederschlägt und damit Renten belasten wird.

Deshalb sehen wir bei Anleihen weiterhin vor allem in Nischenmärkten günstige Anlagebedingungen. Um noch in den Genuss von positiven Erträgen zu kommen, muss man inzwischen die Bonitätskala ein Stück nach unten rutschen. Angemessene Renditen lassen sich hierbei noch mit Unternehmensanleihen oder aber auch mit Staatsanleihen der südeuropäischen Länder erzielen. Mit Renditen von derzeit zwei bis vier Prozent lassen sich auch Phasen mit etwas ansteigenden Renditen besser verkraften, zudem schützt das Renditelevel besser vor Rückschlägen als das der Bundesanleihen. Daneben halten wir Hybridanleihen (Nachranganleihen) von Banken noch für eine interessante Anlagemöglichkeit. Um die geforderte Verbesserung der Kapitalausstattung zu gewährleisten, werden einige Häuser diese Anleihen vorzeitig zurückzahlen und neue Papiere emittieren, die dann zum Eigenkapital zählen. Auch die sogenannten Katastrophenbonds der Versicherer, mit denen Großschäden finanziert werden, können noch als alternative Anlage eingesetzt werden.

### **Edelmetalle, Rohstoffe und Immobilien**

In diesen Segmenten scheint der Ausblick derzeit eher durchwachsen. Der Goldpreis ist inzwischen zwar auf dem aktuellen Niveau bei Förderkosten von 1.100 US-Dollar pro Feinunze gut unterstützt, jedoch rechnen wir angesichts der Stabilisierung in Europa in diesem Jahr nicht damit, dass Gold als Krisenanlage ähnlich gefragt sein wird wie noch 2011. Das Gleiche gilt für seine Funktion als Inflationsschutz, da sich die Anleiherenditen weltweit wieder nach oben bewegt haben. Silber ist trotz seiner Verwendung in der Industrie weiterhin hoch mit Gold korreliert und wird sich wie immer nicht abkoppeln können. Sollte die Bodenbildung bei Edelmetallen aber im Laufe des Jahres beendet werden, könnten sich jedoch stärkere Erholungsversuche mit entsprechenden Performancechancen abzeichnen. Erste Tendenzen in dieser Hinsicht lassen sich bereits erkennen.

Auch bei Rohstoffen allgemein erwarten wir keine neuen Trends, allerdings können die Schwankungen doch relativ breit ausfallen. Erst in einem fortgeschrittenen Konjunkturzyklus sollte hier eine neue Aufwärtsbewegung einsetzen. Aktuell trifft die konjunkturell bedingte Nachfragebelebung gleichzeitig auf ein erhöhtes Förderangebot, sodass sich die Preiswirkungen eher neutralisieren dürften.

Für Immobilien haben sich angesichts des signifikanten Preisanstiegs der letzten vier Jahre die Renditechancen deutlich verringert. Aus professioneller Sicht hat der Bereich deutlich an Attraktivität eingebüßt. So beschreibt die Bundesbank in einem kürzlich erschienenen Monatsbericht die Gefahr einer Überbewertung von Immobilien in bestimmten Innenstadtlagen.

**Insgesamt gehen wir von relativ positiven Perspektiven an den Aktienmärkten aus, die von verschiedensten Seiten untermauert werden. Die Dynamik des Kursanstiegs im letzten Jahr und die damit angestiegenen Bewertungen lassen jedoch temporär Rückschläge erwarten. Trotz, oder gerade aufgrund unseres positiven Szenarios, lassen wir aber auch die Risikobetrachtung nicht außer Acht:**

## Risikofaktoren, die das positive Bild umkehren können:

- Die Rückführung der Anleihekäufe in den USA verläuft zu schnell oder erweist sich als zu früh und führt zu einem wirtschaftlichen Rückschlag mit größeren Auswirkungen auf die Schwellenländer.
- Die gewählten Lösungsansätze hinsichtlich „Eurokrise“ erweisen sich bei erneuter wirtschaftlicher Schwäche als nicht hinreichend.
- Unvorhersehbare geopolitische Entwicklungen (Nahe Osten, Asien, Russland)
- Die Mehrwertsteuererhöhung in Japan wird Auslöser eines Konjunkturerinbruchs.
- Zusammenbruch großer Schattenbanken in China

## Unser Fazit:

### **Konjunkturperspektiven und Liquidität unterstützen weiterhin Aktienanlagen.**

- **Das Wirtschaftswachstum wird in Europa und den USA allmählich anziehen. Der Aufschwung befindet sich noch in einer frühen Phase.**
- **In Europa fördern Fortschritte auf dem Weg zur Bankenunion sowie wirtschaftliche Reformen die Aussicht auf nachhaltiges Wachstum.**
- **Die Inflationsraten bleiben wegen mäßiger Lohnzuwächse niedrig. Risiken aus hoher Liquidität könnten sich erst in zwei bis drei Jahren zeigen.**
- **Die Leitzinsen verharren 2014 auf Rekordtiefs. In den USA ist mit einer ersten Anhebung nicht vor Ende 2015 zu rechnen. Die Anleiherenditen bewegen sich unter Schwankungen leicht nach oben.**
- **Rohstoffe und Edelmetalle haben nur geringes Aufwärtspotenzial, jedoch temporäre Chancen.**
- **Der Aufwärtstrend an den Aktienmärkten hält an, die größeren („Kern-“) Märkte bleiben im Fokus der Anleger.**

Ihr Team von DR. HELLERICH & CO

#### **Disclaimer**

Alle Angaben wurden von uns sorgfältig recherchiert und erarbeitet. Dabei wurde zum Teil 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. Die Inhalte stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Einladung zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

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. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Die Vervielfältigung dieser Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial, bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung von DR. HELLERICH & CO GmbH.