



DR. HELLERICH & CO  
VERMÖGENSMANAGEMENT

## Jahresbericht 2012

### Können die Börsen den primären Aufwärtstrend wieder aufnehmen?

Erstmals nach drei Jahren Staatsverschuldungskrise deutet sich seit Juni 2012 an den Kapitalmärkten eine Entspannung an. Auslöser waren die Schritte in Richtung Bankenunion am 28. Juni und ein eindeutiges Bekenntnis von EZB Präsident Mario Draghi am 25. Juli. Der alles verändernde Satz lautete wie folgt: *„Innerhalb unseres Mandats ist die EZB bereit, alles Erforderliche zu tun, um den Euro zu erhalten. Und glauben Sie mir, das wird ausreichen.“* Mit diesen Worten wurde nicht nur der Zweifel am Fortbestehen des Euro, sondern auch die aktuelle Konjunkturschwäche mit einem Schlag in den Hintergrund gedrängt.



Seitdem verzeichneten die internationalen Aktienmärkte beachtliche Kursgewinne. Die Indexstände von DAX, Dow Jones & Co. befinden sich zur Jahreswende wieder auf dem Stand von vor der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008. Sie stehen damit jetzt wieder an einem Scheideweg und haben folgende Wegschilder vor sich: Talweg Richtung Eurokrise oder Anstieg Richtung Wirtschafts- und Börsenaufschwung. Wie wird sich die (westliche) Welt im Jahr 2013 entscheiden? Sind wir wirklich dabei die Krise zu bewältigen? Kann es zu einem anhaltenden Wirtschaftsaufschwung kommen? Diese Fragen versuchen wir nachfolgend zu beantworten. Das Motto für die Anleger könnte hierbei heißen: weg vom Krisenmanagement hin zu den längerfristigen positiven Perspektiven – zurück zum primären Aufwärtstrend.

Aber zunächst erst einmal zur Gegenwart: Die Erwartungen nicht nur der Aktienanleger, sondern auch der Unternehmen haben sich in der Tat in den letzten Monaten eindeutig aufgehellt. Das wird besonders deutlich, wenn wir den Verlauf des Jahres 2012 mit dem von 2010 und 2011 vergleichen. Denn bis dato hatte die Eurokrise die Märkte fest im Griff. Der Begriff Eurokrise wurde immer mehr zum Synonym für den Teufelskreis aus Staatsverschuldung, Rezession und zunehmender Crashgefahr im Bankensektor. Daneben wurden die Länder Südeuropas unter dem Eindruck der rezessionsbedingt ansteigenden Staatsschuld zunehmend massiv in einen Spar- und Konsolidierungskurs gedrängt. Doch damit war eine Verschärfung der Rezession vorprogrammiert, und die Banken wurden gleich von zwei Seiten unter Druck gesetzt. Zum einen schrumpften mit dem Kreditgeschäft die Erträge, zum anderen führte die Eurokrise zu weiteren Kursverlusten von Staatsanleihen der Peripherie. Da diese wiederum zum Großteil von den Banken gehalten werden, schrumpfte zudem deren Eigenkapitalbasis.

Aber anders als in den beiden Vorjahren, als sich die Krise zuspitzte und ein Auseinanderbrechen des Euro nur noch eine Frage der Zeit schien, war 2012 weniger das Jahr der Krise als das Jahr der Lösungen: Zunächst war es die Europäische Zentralbank EZB, die mit einer Liquiditätsspritze das „Austrocknen“ der Kreditmärkte verhinderte. Dann folgten die Regierungen mit dem Fiskalpakt, der die Haushaltskonsolidierung und Reform der Wirtschaft zur Gemeinschaftsaufgabe erklärte.

Später wurde mit dem Plan zur Bankenunion auch die Stabilisierung der Banken in Angriff genommen. Die Ankündigung der EZB, notfalls unbegrenzt Staatsanleihen zu kaufen, kann schließlich als „krönender“ Abschluss in den Bemühungen zur Stabilisierung des Euro gesehen werden. So wagen es denn sowohl die Regierungschefs in Europa als auch die Ratingagenturen (!) zum ersten Mal seit Jahren, Zuversicht zu verbreiten: Selbst Bundeskanzlerin Merkel ließ verlauten, dass das Schlimmste der Krise überstanden sei. Eine finale Lösung wird sicher noch lange Zeit in Anspruch nehmen, aber wichtige Schritte wurden eingeleitet. Die beginnende Zuversicht scheint inzwischen auch die Unternehmen zu erfassen. Dies zeigt sich in den entsprechenden Befragungen. Der viel beachtete deutsche Geschäftsklimaindex des ifo Instituts steigt bereits seit November wieder an – was als Vorbote für eine baldige Konjunkturerholung gelten kann.

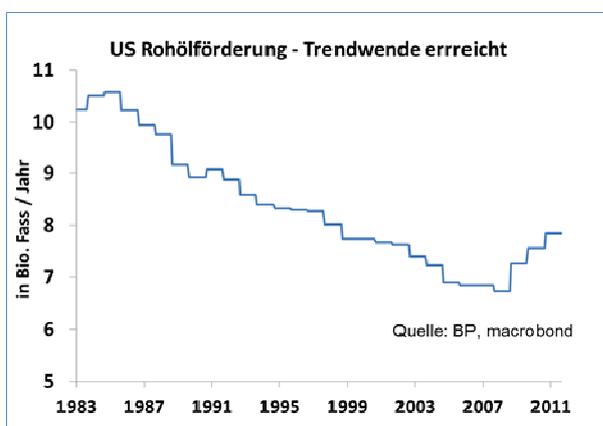
Erstmals seit drei Jahren könnte mit dieser Beruhigung im Euroraum das Zepter der Leitbörse wieder an die USA abgegeben werden. Dort hat die wirtschaftliche Erholung schon seit über einem



halben Jahr Tritt gefasst. Man kann sogar von einer zunehmenden Verbreiterung des Aufschwungs sprechen. Die Unternehmen investieren wieder mehr und schaffen monatlich 150.000 neue Stellen. Selbst der bisher „depressive“ Immobilienmarkt – bekanntlich ja Auslöser der großen Finanz- und Wirtschaftskrise – weist zunehmend Anzeichen der Belebung auf. Bemerkenswert ist dabei, dass die privaten Haushalte sogar sparen bzw. ihre Verschuldung abbauen können.

## **Neue Energie in ungeahnter Größenordnung wird gravierende Veränderungen herbeiführen!**

Noch wichtiger für die Kapitalmärkte als die aktuelle Entwicklung könnten nun technische Innovationen im Energiebereich der USA werden. An vorderster Stelle steht dabei die Entwicklung neuer Fördermethoden für Erdgas und Rohöl durch das Aufbrechen tiefer Gesteinsschichten, in Fachkreisen als „Fracking“ bekannt. Dies ermöglicht es auch, bisher eingeschlossene und nicht anzapfbare Vorkommen zu fördern. Die Anwendung dieser Methoden hat die Förderung bereits 2012 auf ein 15-Jahres-Hoch und die Importe entsprechend auf ein 15-Jahres-Tief getrieben.



Die Folgen des „Shale-Gas-Booms“ (Schiefergas) sind bereits erkennbar. Die Gaspreise in den USA sind deutlich gefallen und liegen etwa 70 Prozent günstiger als in Europa, dessen Gas an den Ölpreis gekoppelt ist. Die immensen US-Gasvorkommen sollen nach aktuellem Stand über 100 Jahre reichen und weltweit nur noch von China übertroffen werden. Daneben ist auch ein großes Potenzial über Ölsande vorhanden. Amerikanisches Öl liegt seit einiger Zeit fast 20 Prozent unter den Preisen für das europäische Brent-Öl, und nach einer Studie von Boston Consulting

führt diese Entwicklung zu deutlich verbesserten Produktionskosten in den USA. Im Vergleich zu Deutschland oder Frankreich wird so der Standort USA bereits in den nächsten 2 Jahren einen Vorteil von 15 Prozent aufweisen, gegenüber Italien oder Japan sogar 20 Prozent! Bereits jetzt ist

erkennbar, dass in den USA eine Re-Industrialisierung beginnt. Allein in den letzten zwei Jahren gab es einen Zuwachs von jeweils zehn Prozent in der verarbeitenden Industrie, wobei 500.000 Arbeitsplätze neu entstanden sind. In den nächsten sieben Jahren können nach dieser Studie weitere fünf Millionen neuer Arbeitsplätze in der Industrie entstehen. Der Kostenvorteil führt dazu, dass ausgelagerte und sogar energieintensive Industrien wieder ins Land zurückgeholt werden. Regionalisierung – nicht mehr Globalisierung ist dabei das neue Schlagwort. Hinsichtlich dieser materiellen Vorteile werden die zu Recht vorgetragenen Bedenken in Bezug auf die möglichen Umweltkonsequenzen weit nach hinten geschoben.

Schon 2017 dürften die USA dank fracking nach Berechnungen der Internationalen Energieagentur IEA Selbstversorger sein und damit die internationalen Märkte entlasten – wovon auch Europa profitieren dürfte. Das chronische amerikanische Handelsbilanzdefizit wird durch diese Energieunabhängigkeit in einen Überschuss verwandelt, was dem US-Dollar sicher helfen sollte. Mit dem nun erschließbaren Gas und Öl haben die USA die einmalige Chance zur Re-Industrialisierung und damit der Renaissance der verarbeitenden Industrie, die Deutschland vor dem Absturz bewahrt hat.

### Warum Aktien im Jahr 2013 zur favorisierten Anlage werden sollten

Die Vorzeichen für Aktienmärkte stehen zu Beginn des Jahres 2013 so günstig wie schon lange nicht mehr. Bei aller gebotenen Skepsis und den nicht zu vernachlässigenden Risiken scheint der Boden für ein positives Aktienjahr gleich von mehreren Seiten bereitet: der Bewertung, der Wirtschaftsentwicklung und der Positionierung von Anlegergruppen.



Nicht zufällig befinden sich die Indizes der wichtigsten Börsen in den USA, in Deutschland und in Großbritannien vor langjährigen oder sogar historischen Höchstständen. Diese Marken wurden bereits vor vielen Jahren (2000 und 2007) ausgebildet und konnten bisher nicht überwunden werden. Seit dieser Zeit befinden sich die Aktienmärkte in einer sogenannten „Schiebephase“. Anleger, die vor 13 Jahren Aktien gekauft haben, konnten per saldo nichts verdienen. Viele haben sogar deutlich verloren, weil nach Ausstieg bei oder an den Tiefpunkten kein rechtzeitiger Wiedereinstieg gelang.

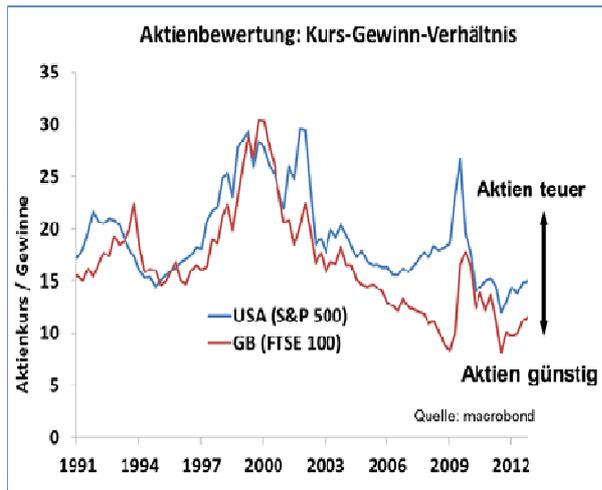
Derartige „Schiebephasen“ gab es auch in der Vergangenheit, zuletzt im „verlorenen Jahrzehnt“ der 1970er-Jahre mit seinen Ölkrisen. Sie wurden aber regelmäßig durch einen Ausbruch nach oben aufgelöst, der durch das Zusammenwirken technologischer, politischer und wirtschaftlicher Entwicklungen bedingt war. Der letzte Großzyklus beispielsweise wurde politisch durch den Niedergang des Kommunismus, wirtschaftlich durch die Liberalisierung der Güter- und Kapitalmärkte (Reagan-Thatcher-Revolution) und technologisch durch die TMT-Revolution getragen.

Für den nun möglichen Börsenaufschwung kommt wirtschaftlich vor allem die Verjüngung der Arbeitnehmerschaft, bedingt durch das Ausscheiden der Babyboomer infrage; als technologische Triebfedern könnten die Innovationen auf den Gebieten Biotechnologie, Pharma und Energiewirtschaft gelten. Daneben sind auch in der Computertechnologie weitere große Umwälzungen im

Gänge. Humanoide Roboter oder künstliche Intelligenz könnten weitere Treiber sein. In der Geopolitik sollte die Machtverlagerung von den Industrie- zu Schwellenländern, vor allem in Richtung Asien, weiteren An Schub geben. Eine von China angestrebte chinesische Welthandelswährung Renminbi mit den dazu in Aufbau befindlichen Megafinanzzentren in Hongkong und Singapur wird den Wandel noch verstärken. Nicht zuletzt könnte aber auch die durch die beschriebene Fracking-Technologie billige Energie der globalen Konjunktur sehr hilfreich sein.

## Günstige Bewertungen

In der Praxis hat sich aber gezeigt, dass langfristige Börsenaufschwünge nur bei vergleichsweise günstigen Bewertungen von Aktien begonnen haben. Denn eine günstige Bewertung – bezogen



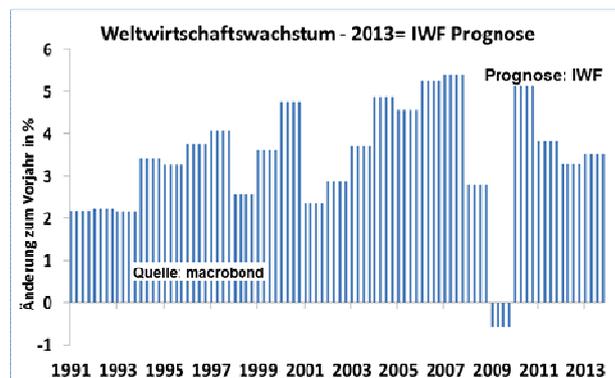
auf Gewinne oder Buchwerte – lässt gleichzeitig noch Raum dafür, dass positive Entwicklungen entsprechend honoriert werden können. Dieses Kriterium ist aktuell erfüllt. So sind beispielsweise in den USA die Gewinne der Unternehmen seit dem Jahr 2000 um 180 Prozent gestiegen, die Kurse befinden sich dagegen erst auf dem damaligen Niveau. Gemessen an der Ertragskraft sind die Aktien von US-Unternehmen entsprechend billig geworden. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von derzeit 15 benötigen US-Unternehmen im Durchschnitt 15 Jahre, um ihren Börsenwert zu verdienen. Für eine Aktie lässt sich das in eine

jährliche Rendite von fast sieben Prozent umrechnen. Zum Vergleich: Im Jahre 2000 betrug die Rendite der gelisteten US-Unternehmen hingegen nur halb so viel.

Ähnliches gilt im Übrigen für europäische Aktien. Insbesondere die im DAX zusammengefassten Aktien sind mit einem durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis von elf und einer aktuellen Gewinnrendite von neun Prozent wahre „Schnäppchen“! Noch günstiger stellt sich die Bewertung dar, wenn man sie mit den Renditen von Festverzinslichen betrachtet. Deutsche Aktien werfen derzeit sechsmal so hohe Gewinnrenditen ab wie Bundesanleihen – ein historischer Rekord!

## Wirtschaftsaufschwung im Frühstadium

Anders als Deutschland, das die Finanz- und Wirtschaftskrise 2009 sehr gut gemeistert hat, befindet sich die Weltwirtschaft eher am Beginn einer konjunkturellen Erholung. Hauptgrund für die



insgesamt schwache Entwicklung der Weltwirtschaft war die hohe Staatsverschuldung in den Industrieländern. Deren Abbau kommt bisher erst zögerlich voran und lastet deshalb weiterhin auf dem Wirtschaftswachstum. Der Internationale Währungsfonds prognostiziert für 2013 ein Wachstum von weltweit 3,5 Prozent, das damit leicht über dem Niveau von 2012 liegt. Im Jahresverlauf wird allerdings mit einer deutlichen Beschleunigung gerechnet. Wichtig ist dabei,

dass sowohl der Welthandel als auch die Binnennachfrage in den großen Ländern – vor allem in China – an Fahrt gewinnen dürften. Diese Einschätzung wird durch einen allgemeinen Zuwachs

an Beschäftigung und der Stabilisierung der Einkommen untermauert. Ebenso wichtig aber ist das Langfristargument des Schuldenabbaus. Denn anders als die öffentlichen Haushalte haben die privaten Haushalte ihre Schulden abbauen können. So ist beispielsweise in den USA die Verschuldung der Privaten mit 85 Prozent bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt 2012 auf den tiefsten Stand seit zehn Jahren gesunken. Damit bestehen gute Voraussetzungen, dass die Haushalte ihre Einkommenszuwächse wieder in Konsum umsetzen können, anstatt zu sparen. Besonders günstig stellt sich aber die Situation für die Unternehmen dar. Auch sie haben vielfach ihre Verschuldung zurückgeführt und konnten sich nach Fälligkeit ihrer Schulden deutlich günstiger refinanzieren. Dies ermöglicht ihnen in der aktuellen Situation, ihre bestehenden Kapazitätsreserven besser zu nutzen und damit ihre Erlössituation zu steigern. Gleichzeitig profitieren sie von den niedrigen Kapitalkosten.

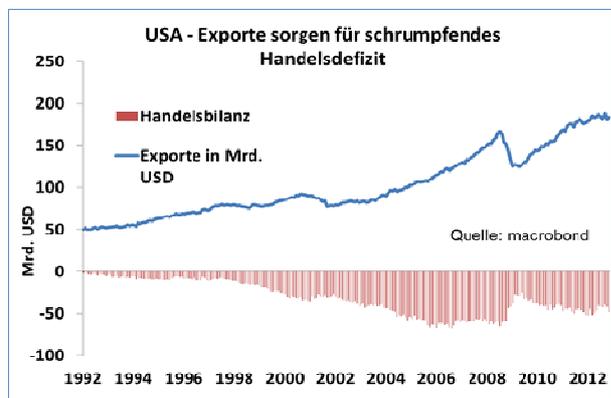
### Wichtige Anlegergruppen sind kaum in Aktien engagiert

Nicht nur, dass 2012 viele institutionelle Anleger von der Wende an den Aktienmärkten überrascht wurden, viel mehr setzt die Aufwärtsentwicklung der Aktienmärkte immer mehr Anlegergruppen unter Druck. Dies betrifft Hedgefonds, Pensionskassen und Versicherungen in unterschiedlicher Weise. Während Hedgefonds in der zweiten Jahreshälfte mit ihren Käufen zur Rallye an den Aktienmärkten beigetragen haben, zeigt sich bei den Langfristinvestoren großes Nachholpotenzial.

Bisher sind deutsche Lebensversicherer und Pensionskassen beinahe ausschließlich in Bundesanleihen, anderen Staatsanleihen und Pfandbriefen etc. investiert, die Aktienquoten liegen gemäß Bundesbankausweis dagegen auf Rekordtiefs. Das trifft im Übrigen auch auf US-Anleger zu: US-Rentenfonds wiesen in den letzten 13 Jahren einen Zufluss von 1000 Milliarden Dollar auf. Gleichzeitig erwirtschafteten diese Anleger in der aktuellen Zinslandschaft nicht mehr die Renditen, um ihre Zahlungsverpflichtungen zu decken. Die somit zu erwartenden Umschichtungen dürften auch langfristig eine Aufwärtsentwicklung der Aktienkurse unterstützen bzw. Rückschläge in engen Grenzen halten. Damit scheint nun der Treibstoff vorhanden zu sein, um wichtige Aktienindizes über ihre bisherigen historischen Hochs aus den Jahren 2007 bzw. 2000 zu befördern und damit in diesem Jahr die 13-jährige Schiebephase für Aktien zu beenden.

### In den USA hellen sich die Konjunkturperspektiven trotz Haushaltsstreit weiter auf

Licht und Schatten wechselten sich in der US-Wirtschaft im letzten Jahr ab. Auf der Sonnenseite



sind im Wesentlichen die Fortschritte beim Schuldenabbau der privaten Haushalte zu nennen, auf der Schattenseite dagegen der im Präsidentschaftswahlkampf zutage getretene politische Streit um die überfällige Sanierung des Staatshaushalts. Entsprechend folgte die Konjunktur einem Wellblechmuster mit einem Wechsel von starken und schwachen Quartalen. Allerdings setzten sich die Auftriebskräfte im Verlauf zunehmend durch. Besonders überraschend ist die Stärke der Exporte. Mit einem Wachstum von

fast vier Prozent im letzten Jahr war die Exporttätigkeit nach den Investitionen die stärkste Nachfragekomponente. Besonders beachtlich ist dies angesichts des Gegenwindes, den die US-amerikani-

schen Exporteure durch die schwache Weltwirtschaft und die Stärke des Dollars erfuhren. Der Anteil der Exporte an der gesamten Wirtschaftsleistung (BIP) stieg im zweiten Halbjahr auf beinahe 14 Prozent. Dies deutet auf eine wieder steigende Wettbewerbsfähigkeit der US-amerikanischen Industrie hin. Zudem kommt der gerade einsetzende Boom bei der Rohölförderung den Branchen zugute, die bei ihrer Produktion stark erdölabhängig sind. Hierzu gehören neben der offensichtlichen Autoindustrie auch Schwerindustrien und die Chemiebranche.

### **Rückenwind für den Konsum und Investitionen**

Der private Verbrauch, die bedeutendste Nachfragekomponente, erfährt derzeit Rückenwind von mehreren Seiten. Zum einen gehört hierzu die bereits erwähnte Belebung des Arbeitsmarktes. Zusammen mit steigenden Lohn- und Kapitaleinkommen sorgt er für zusätzliche Kaufkraft und treibt somit den Konsum an. Zum anderen hat das niedrige Zinsniveau zur Folge, dass die Aufnahme von Krediten nun deutlich attraktiver wird.

Die insgesamt steigende Nachfrage bringt die Unternehmen schließlich dazu, neue Kapazitäten zu schaffen, also mehr zu investieren. Mit einem Zuwachs von zwölf Prozent waren die Investitionen 2012 die dynamischste Nachfragekomponente. Die sich verbessernde Ertragslage und hohe Liquidität bei den Unternehmen sprechen für ein Anhalten der Aufwärtsentwicklung. Man könnte sogar von einer Re-Industrialisierung sprechen, nachdem die US-Industrie jahrzehntelang durch Produktionsverlagerungen vor allem nach Asien immer mehr ausgedünnt worden war (siehe Energie- wende). Besonders stark scheint die Industrie in konsumnahen Bereichen wie Haushaltselektronik, aber auch in der Biotechnologie zu sein.

### **Die Flaute am Immobilienmarkt wandelt sich**

Erstmals seit der Wirtschaftskrise zeigt auch der Immobilienmarkt wieder Lebenszeichen. Nach seinem Einbruch vor fünf Jahren und der sich anschließenden Flaute wurden im Dezember 15 Prozent mehr Häuser verkauft als im Jahr zuvor. Damit ist eine wesentliche Wachstumsstütze der US-Wirtschaft wieder im Aufwind – die Notenbank rechnet für die zweite Jahreshälfte mit einem Wirtschaftswachstum von drei Prozent, Tendenz zunehmend.

### **Die Glaubwürdigkeit der USA steht auf dem Spiel**

Dies gibt der Konjunktorentwicklung in den USA eine seit Langem ungekannte Qualität der Nachhaltigkeit. Allerdings wird das an sich positive Bild der Wirtschaft derzeit noch durch Querelen der Politik unterminiert. Hierbei geht es um den „richtigen“ Weg zur Konsolidierung des Staatshaushalts. Zwar konnte durch einen Kompromiss zwischen Präsident und Kongress das Auslaufen von Steuererleichterungen verhindert werden. Eine tragfähige Lösung zum Schuldenabbau wurde aber bisher durch den Streit der politischen Parteien verhindert. Die Republikaner fordern mit ihrer Mehrheit im Kongress kräftige Einsparungen, vor allem durch eine gründliche Überholung des Gesundheitswesens. Die Demokraten von Präsident Obama legen dagegen längerfristig stärkeres Gewicht auf Steuererhöhungen. Noch vor Ostern dürfte der Streit wieder aufbrechen, wenn es wieder um die Anhebung der Schuldengrenze geht. Beim Streit um die Lösung des Haushaltskonflikts geht es aber um mehr als politische Grabenkämpfe, die Glaubwürdigkeit der USA als Schuldner auf den internationalen Kapitalmärkten steht auf dem Spiel! Dies machten die führenden Ratingagenturen Moody's und Fitch deutlich und drohten gleichzeitig mit einer Herabstufung der Bonität. Eine Belastung für die Kapitalmärkte wäre in diesem Fall vorprogrammiert.

## Europa: Bankenunion und Fiskalpakt stabilisieren – Wahlen verunsichern

### **„Es geht um die Bewährung und Bewahrung der europäischen Idee.“ (Angela Merkel vor dem Bundestag am 6. September 2012)**

Die meisten Ökonomen sind sich darin einig, dass fehlendes Wirtschaftswachstum letztlich die Grundursache der Eurokrise darstellt. Unterschiedlich sind dagegen die Rezepte zur Überwindung dieser Schwäche: Weniger sparen fordern die einen, Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit dagegen die anderen. Aus den Gegensätzen scheint sich gerade eine gesunde Mischung herauszubilden. Diese lautet: zeitliche Streckung der Sparanstrengungen und ein „Pakt für Wettbewerbsfähigkeit“ (mit Merkels Worten). Ähnlich wie Deutschland im Jahr 2004 beginnen nun Spanien, Italien und selbst Frankreich damit, durch Reformen bei Renten, Beschäftigung und Löhnen die Wirtschaftskraft zu stärken. Damit könnte Europa bald insgesamt an Dynamik gewinnen.

Weiter ist man allerdings schon bei den anderen beiden Grundpfeilern der neuen Europa-Architektur, dem **Fiskalpakt** zur Schuldenbegrenzung, der seit Anfang 2013 in Kraft ist, sowie der **Bankenunion**. Kernstück der Bankenunion, mit der den Banken notfalls frisches Kapital aus dem Rettungsschirm gewährt werden kann, ist eine gemeinsame Bankenaufsicht. Diese wurde mit den Beschlüssen des Gipfeltreffens am 13. Dezember 2012 weiter konkretisiert:

Hauptbestandteile der EU-Vereinbarung zur Bankenaufsicht
Die Überwachung wird direkt durch die Europäische Zentralbank in Zusammenarbeit mit einem Aufsichtsrat, bestehend aus nationalen Bankenaufsehern erfolgen. Bei Differenzen zwischen EZB und Bankenaufsicht entscheidet ein Vermittlungsausschuss.
Die Aufsicht wird sich auf die 150 größten Banken des Euroraums beschränken, die nach den Kriterien Bilanzsumme (30 Mrd.) und Bedeutung in ihrem nationalen Kontext bestimmt werden.
Die Bankenaufsicht soll am 1. März 2014 mit ihrer Arbeit beginnen.

Die nationalen Parlamente müssen die Vereinheitlichung der **Bankenaufsicht** in den kommenden Monaten absegnen. Die EZB bestätigte darüber hinaus, bereits im Dezember mit den Vorbereitungen für eine europäische Bankenaufsicht begonnen zu haben. Die Arbeiten sollen bis Ende des Jahres abgeschlossen sein, um einen pünktlichen Start Anfang März 2014 zu gewährleisten.

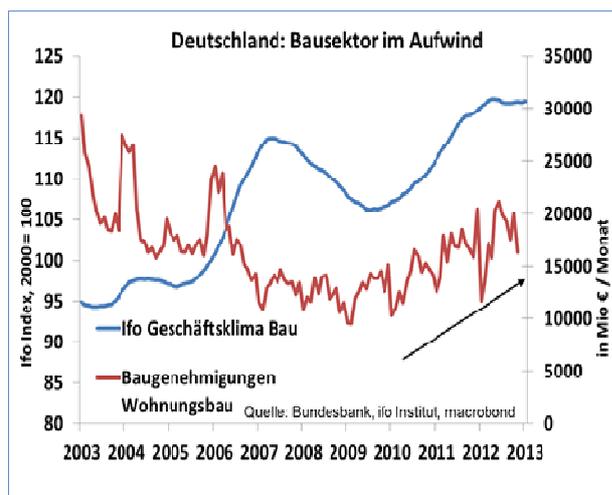
Gleichzeitig einigte sich der Rat auf zwei weitere wichtige Bausteine zur Bankenunion, nämlich gemeinsame Regeln durch ein „**einheitliches Regelbuch**“ für die Überwachung sowie einen so genannten „**Restrukturierungsfonds**“. Dieser dient dazu, Banken, die in Schieflagen geraten sind, entweder zu sanieren oder notfalls geordnet abzuwickeln. Beides soll bis Mitte 2014 in trockenen Tüchern sein. Bis auf die noch offene Einlagensicherung ist damit ein einheitliches Bankensystem innerhalb des Euroraums gewährleistet. Die Bankenunion ist darüber hinaus von großer Bedeutung für viele Banken, die ihr Eigenkapital erhöhen müssen, um die verschärften Regeln von Basel III erfüllen zu können. Die EU-Gipfeltreffen Ende Juni und im Dezember des laufenden Jahres werden Aufschluss über die Einhaltung des Fahrplans zur Bankenunion geben.

Aber auch die nationale Politik in Europa kommt dieses Jahr wieder ins Spiel. Denn gewählt wird in Italien und in Deutschland. Hierbei geht es entscheidend darum, inwieweit die neuen Regierungen die genannten Reformen mittragen. Dies betrifft auch die wirtschaftliche Erneuerung Deutschlands, um die Wettbewerbsfähigkeit und Wirtschaftskraft wieder zu erhöhen. In Italien findet die Wahl am 24. und 25. Februar statt. Hier versucht erneut der frühere Regierungschef Berlusconi

Stimmung gegen die Reformen seines Nachfolgers Monti zu machen. Ganz entscheidend in den Augen der Anleger aber wird die deutsche Bundestagswahl am 22. September sein. Zwar dürften die beiden politischen Lager in Deutschland bei der Europapolitik nicht weit auseinanderliegen, jedoch genießt die derzeitige Amtsinhaberin gerade unter Anlegern einen Stabilitätsbonus.

## Konjunktur: Deutschland weiterhin Zugpferd im Euroraum

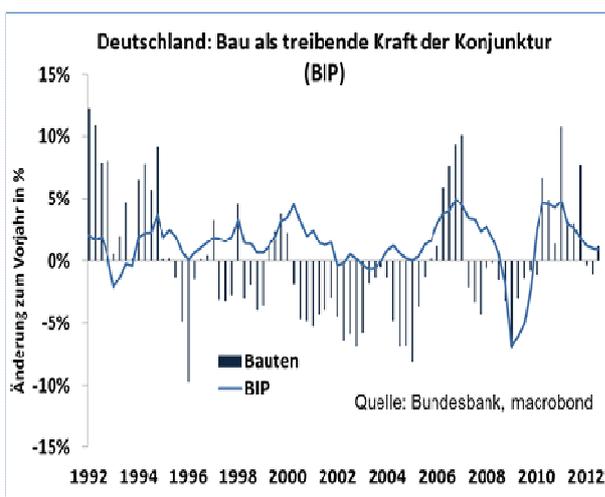
Wirtschaftlich gesehen bietet die Lage durchaus günstige Perspektiven für Anleger. Zwar waren zuletzt wichtige Konjunkturdaten wie Produktion und Arbeitsmarkt in Deutschland wie in anderen



Euroraum-Ländern noch abwärts gerichtet. Aber die Frühindikatoren für die Wirtschaftsaktivität, wie Auftragseingänge und Unternehmensbefragungen, zeigen wieder nach oben. Besonders wichtig für Europa insgesamt scheint die Tatsache, dass der Abschwung in den südeuropäischen Ländern offenbar ausläuft. Der jüngste Zinsrückgang in diesen Ländern dürfte ebenfalls stimulierend wirken. Der Impuls aus den niedrigen Zinsen zeigt sich besonders in der deutschen Bautätigkeit. So ist es auch nicht verwunderlich, dass der Hochbau bis Mitte des letzten Jahres fast vier Prozent mehr wuchs als 2011. Die Bau-

genehmigungen stiegen sogar um fast zehn Prozent und die Bauunternehmen waren letztes Jahr so optimistisch wie seit 2006 nicht mehr. Die Bautätigkeit, die in früheren Aufschwüngen oft Taktgeber war, spricht also durchaus für eine nachhaltige Konjunkturbelebung in Deutschland.

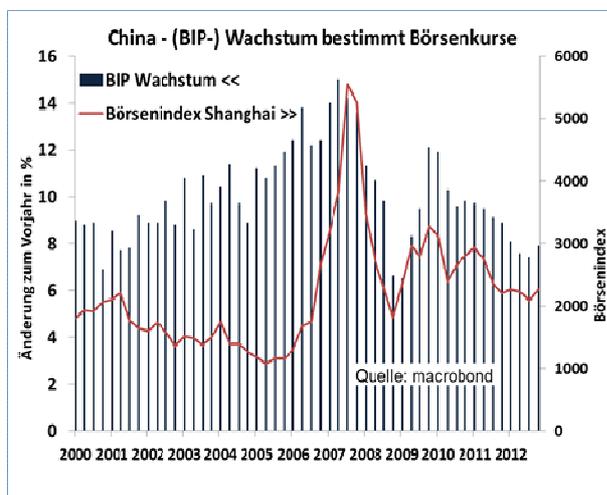
In der Regel sind in solchen Phasen die Aussichten für die Unternehmen am besten. Denn jetzt kann die Produktion durch höhere Auslastung des bestehenden Maschinenparks gesteigert werden, ohne dass kostspielige Zukäufe getätigt werden müssen. Mit anderen Worten: Eine Steigerung der Produktion geht direkt in Erlöse und damit Gewinne über. Höhere Gewinnaussichten sprechen für Aktienanlagen, daneben profitieren Aktien auch vom niedrigen Zinsumfeld an sich, denn sie werden gegenüber alternativen Anlageformen attraktiver. Daneben kommt dem Euroraum in diesem Jahr besonders die internationale Exportstärke zugute. Den Exporten wird in diesem Jahr wegen der anziehenden Weltkonjunktur und der niedrigen Währung ein besonders dynamisches Wachstum prophezeit. Gemeinhin werden sie sogar als die wichtigsten Konjunkturtreiber dieses Jahr gesehen, zumal sie einen hohen Anteil von fast 30 Prozent an der Gesamtwirtschaft haben.



gemeinhin werden sie sogar als die wichtigsten Konjunkturtreiber dieses Jahr gesehen, zumal sie einen hohen Anteil von fast 30 Prozent an der Gesamtwirtschaft haben.

## Wird China der große Überraschungskandidat?

Das größte Überraschungspotenzial scheint allerdings China aufzuweisen, wenngleich der chinesische Aktienmarkt in den letzten dreieinhalb Jahren der Geisterfahrer auf der Börsenautobahn war. Während sich an den meisten internationalen Börsen eine kräftige Erholungsbewegung durchsetzte



- wenn auch unter starken Schwankungen - konnten die Kurse chinesischer Aktien nur eine Richtung: nach unten. So hatte der Schanghai Aktienindex von Mitte 2009 bis Anfang Dezember 2012 über 40 Prozent seines Wertes eingebüßt. Von der Tendenz her ähnlich, wenn auch weniger dramatisch, fiel der Kursrückgang chinesischer Aktien an der Börse von Hongkong aus. Seit Dezember ist nun eine eindrucksvolle Wende zu beobachten, die bis Mitte Januar schon mehr als ¼ des Verlusts wettmachte. Die Börse in Hongkong, die für ausländische Privatanleger leichter zugänglich ist, konnte sogar fast die

Hälfte wieder aufholen. Trotzdem scheinen chinesische Aktien noch günstig. Denn im Vergleich zu den Vorjahren zeichnet sich für das Land in vielerlei Hinsicht eine Wende zum Positiven ab:

1. Die Konjunktur nimmt nach Jahren der Abschwächung seit Mitte 2012 wieder Fahrt auf. Bis Mitte 2012 hatte sich das Wirtschaftswachstum kontinuierlich abgeschwächt und war mit 7,4 Prozent auf den niedrigsten Stand seit der Wirtschaftskrise 2008 gefallen. Seitdem zeigen wichtige Konjunkturindikatoren wie Produktion und Umsätze im Einzelhandel wieder nach oben. Unternehmensbefragungen weisen auf eine weitere Wachstumsbelebung in den kommenden Monaten hin. Hintergrund war der Abbau der Überhitzung im Baubereich und eine Belebung des Welthandels. Denn China ist mit 35 Prozent Exportanteil zugleich Exportweltmeister und eines der am stärksten mit der Weltwirtschaft verflochtenen Länder.
2. Gleichzeitig hat der Übergang vom exportgetriebenen Wachstum hin zur binnengetriebenen Nachfrage begonnen. So wachsen die Einzelhandelsumsätze mit 15 Prozent derzeit stärker als



die Produktion und der zuletzt rückläufige Exportüberschuss hat sich stabilisiert. Die Aussichten für den privaten Konsum sind insofern sehr positiv, als sich mit der Industrialisierung des Landes mittlerweile eine kaufkräftige Mittelschicht – besonders in der Küstenregion – herausgebildet hat. Die Anzahl der Chinesen, die dieser Schicht angehören und ein Jahreseinkommen von über 6000 US-Dollar aufweisen, wurden bereits vor fünf Jahren auf 300 Millionen geschätzt. Angesichts des anhaltenden Wachstums und der Alterung der Arbeitnehmer ist eine weitere kräftige Zu-

nahme der Mittelschicht vorprogrammiert. Fernseher und elektrische Küchengeräte gehören mit einer Durchdringung von 100 und 60 Prozent schon seit Jahren zum Standard chinesischer Haushalte. Seit 2011 ist China mit über 15 Millionen Neuwagenzulassungen zum größten

Automarkt der Welt aufgestiegen. Last, but not least wird die Wohnungsnachfrage aufgrund steigender Einkommen und weitergehender Urbanisierung auch langfristig hoch bleiben.

- Die Leitzinsen wurden 2012 mehrfach gesenkt und sind auf ihrem aktuellen Niveau von sechs Prozent, gemessen an Wachstum und Inflation, als niedrig zu beurteilen. Niedrige Zinsen fördern bekanntlich die Investitionsbereitschaft, denn sie machen die Finanzierung vieler Projekte billiger



und erhöhen damit deren Ertrag für die Unternehmen. Deshalb steigt das Volumen an Unternehmensinvestitionen Jahr für Jahr um ca. 15 Prozent - und damit dreimal so stark wie in Deutschland. Dies bedeutet aber auch eine ständige Modernisierung der Wirtschaft und eine qualitative Verbesserung der Angebotspalette. Entsprechendes gilt im Übrigen auch für die privaten Haushalte bei Wohnungskäufen. Nicht umsonst legt die Wohnungsbautätigkeit derzeit Jahr für Jahr (preisbereinigt) um über 20 Prozent zu. Gleichzeitig

scheinen die Überhitzungserscheinungen bei den Immobilienpreisen vorerst vielerorts gebannt. Schanghai und Peking melden sogar seit Frühjahr 2012 leicht rückläufige Hauspreise.

- Der Kapitalmarkt wird seit 2007 im Rahmen des „Programms für qualifizierte Auslandsinvestoren“ zunehmend für ausländische Investoren geöffnet. Die damit angestoßenen Investitionen sind wichtige Treiber des chinesischen Aktienmarktes. Die Marktöffnung, die nach der Finanzkrise auf Eis lag, wird seit dem letzten Jahr von der regierungsverantwortlichen Börsenleitung wieder forciert. So ist es erklärtes Ziel, die Schanghai Börse bis 2020 zu einer internationalen Kapitaldrehscheibe zu entwickeln. Bereits 2015 soll darüber hinaus die Währung voll konvertibel werden. Dies würde das Geschäft für ausländische Investoren noch einmal attraktiver machen, da sie nun ihre Investitionen währungsseitig absichern könnten. Entsprechendes gilt für chinesische Firmen, die nun in zunehmendem Maße im Ausland anlegen können. Dies könnte über den Rückfluss der erwirtschafteten Gewinne den positiven Effekt auf die Märkte verstärken.

- Die neue politische Führung mit Staats- und Parteichef Xi Ping und Ministerpräsident Li Keqiang tritt im März 2013 ihr Amt an. Zwar ist zu erwarten, dass sie wie ihre Vorgänger



grundsätzlich politische Kontinuität wahren. Gleichzeitig wurden auch bisher immer von neuen Führungen Akzente gesetzt. Das ist auch diesmal zu erwarten. So hat sich der künftige Staatschef durch Bekämpfung der Korruption in seinen bisherigen Ämtern hervor getan. Nun rechnen politische Beobachter mit Reformen bei der Stadtentwicklung, im Rahmen der Unternehmensbesteuerung und Öffnung des Dienstleistungssektors für privates Kapital. Dies könnte zusätzliche Wachstumsimpulse setzen.

Anlässlich des turnusmäßigen Führungswechsels nach 10-jähriger Amtszeit gibt es Anzeichen für eine Aufbruchsstimmung. Diese deutet sich sowohl in der Belebung der Wirtschaftsaktivität als

auch in den Äußerungen führender Kapitalmarktverantwortlicher an. Besonders bedeutsam für Anleger sind die Öffnung der Aktienmärkte für Auslandsinvestoren, Senkung der Unternehmenssteuern und erhöhte Rechtssicherheit. Dies macht den chinesischen Aktienmarkt besonders interessant, zumal der Markt angesichts des moderaten Kursniveaus beträchtliches Aufholpotenzial gegenüber den Märkten von Schwellenländern und Industrieländern hat.

### **Japan profitiert vom Konjunkturprogramm**

Im Vergleich zum chinesischen Markt kann der japanische Markt bereits jetzt als eine Überraschung unter den Kapitalmärkten angesehen werden. Mit einem Plus von über 30 Prozent seit Herbst startete die Börse in Tokio regelrecht durch. Noch stärker als in China geht dies offensichtlich auf die Politik zurück. Mit einem kreditfinanzierten Konjunkturprogramm in Höhe von umgerechnet 175 Mrd. Euro (4 % des BIP) gab die am 16. Dezember neu gewählte Regierung ihren wirtschaftspolitischen Einstand. Begleitet wurde dieses Programm von einer gezielten Schwächung des japanischen Yen, um so die Exporte wieder anzukurbeln. Gegenüber dem Euro verlor der japanische Yen in den letzten drei Monaten bereits 25 Prozent seines Wertes und liegt aktuell bei 126 Yen/Euro.

Gleichzeitig wird der von der vorherigen Regierung beschlossene Ausstieg aus der Kernenergie offenbar wieder rückgängig gemacht. Kurzfristig verspricht dies mehr Wirtschaftswachstum durch billigere Energie und neue Investitionen im Atomkraftbereich. Dadurch sind für dieses Jahr wichtige Impulse für die Wirtschaft zu erwarten. So hat der Durchschnitt der Konjunkturbeobachter bereits die Wachstumsprognose für 2013 von 0,8 auf 1,2 Prozent angehoben. Längerfristig ist jedoch angesichts der hohen Staatsverschuldung von 227 Prozent des Bruttoinlandsprodukts sowie der geringen Geburtenrate eher mit niedrigen Wachstumsraten im internationalen Vergleich zu rechnen.

### **Schwellenländerwachstum setzt sich fort, unterstützt von stabilen Energiepreisen**

Auch im kommenden Jahr werden die Schwellenländer weiter an Bedeutung gewinnen. Neben dem schon erwähnten China sind Indien, Indonesien, Korea, die Türkei, Brasilien und Mexiko als wachstumsstark einzuschätzen. Die Zuwachsraten für 2013 werden auf vier Prozent für Brasilien sowie bis sechs Prozent für Indien und Indonesien geschätzt. Hinsichtlich der Kursentwicklung der Börsen zeigt sich hier eine klare Zweiteilung zwischen Rohstoffverbraucherländern und Rohstoffförderländern. Die klaren Gewinner sind die Verbraucherländer wie zum Beispiel die Türkei, deren Aktienindex allein seit Anfang Dezember um 15 Prozent zugelegt hat und sich auf einem historischen Hoch befindet. Ähnliches gilt für Indien und Indonesien.

Dagegen haben sich die Aktienmärkte der Rohstoff- und Rohöl fördernden Länder nur „seitwärts“ entwickelt, was sich auch von den nur moderaten Preisveränderungen an den Rohstoffmärkten ableiten lässt. Die Schwellenländer mit ihren wachsenden Industrien werden davon profitieren. Einige Länder wie die Türkei oder Mexiko können zudem eine verbesserte Infrastruktur aufweisen, während vor allem Brasilien im Bildungs- und Gesundheitssystem Fortschritte zeigen kann. Insofern spricht 2013 vieles dafür, dass in diesem Jahr Börsen der erwähnten Schwellenländer zu den Favoriten gehören werden.

## Übertreibung an den Rentenmärkten

Wesentlich bescheidener sind die Renditeerwartungen im kommenden Jahr bei anderen Anlageklassen. Bei Festverzinslichen liegen die Renditen von deutschen Bundesanleihen und US-Staatsanleihen auf historischen Tiefs. Inzwischen ist so viel Geld in die Bondmärkte geflossen, dass wirklich von Übertreibungen gesprochen werden kann. Gerade in Deutschland und in den USA sind die Renditen für die konjunkturelle Lage und die Inflationsraten zu niedrig (1,5 % bzw. 1,8 % für 10-jährige Staatsanleihen). Seit 500 Jahren – solange lassen sich Anleihezinsen in Holland zurückverfolgen – gab es noch nie derart niedrige Zinsen. Aufgrund zwar erst im Ansatz erkennbarer Inflationsgefahren drohen an den Rentenmärkten längerfristig sogar Kursrückschläge, die die Zinserträge leicht „auffressen“ können. Abgesehen vom nicht mehr vorhandenen Inflationsausgleich ergeben sich daraus reale Kursrisiken. Lediglich Schwellenländeranleihen, einige europäische sowie Unternehmensanleihen lassen hingegen noch Renditepotenzial erkennen.

## Gemischtes Bild an den Rohstoffmärkten

Die wieder besseren Konjunkturaussichten sollten auch den Rohstoffmärkten helfen. Allerdings wirkt die zunehmende Förderung vor allem im Energiebereich etwaigen Preisanstiegen entgegen. Für Gold und Edelmetalle hingegen sprechen die niedrigen Realrenditen, Goldkäufe der Zentralbanken und das anhaltende „Gelddrucken“.

## Unser Basisszenario: Niedrigzinsen und moderater Konjunkturaufschwung

Insgesamt teilen wir die Einschätzung, dass die Eurokrise in diesem Jahr zwar noch nicht überwunden ist, aber an Schrecken verliert und die Weltkonjunktur allmählich wieder an Fahrt gewinnt.

1. Die Schuldenkrise in Europa hat ihren Höhepunkt überschritten: Das Zusammenwirken von EZB und ESM (europäischem Stabilitätsmechanismus) stabilisiert die Wirtschaft Südeuropas.
2. Die Konjunkturwende wird zur Mitte des Jahres erreicht, allerdings verläuft die anschließende Erholung moderat.
3. Die Konjunktur in den USA nimmt im Jahresverlauf etwas Fahrt auf. Eine Einigung zur Konsolidierung des Staatshaushalts wird erzielt, sie wird aber mittelfristig als Wachstumsbremse wirken.
4. Die Schwellenländermärkte können sich teilweise von der Schwäche der Industrieländer abkoppeln.
5. Die Zinsen bleiben sowohl in den USA als auch in Europa und Japan auf ihren aktuellen Rekordtiefs.
6. Der Preisauftrieb bleibt konstant, die Renditen der Staatsanleihen bewegen sich nach einer Bodenbildung eher wieder nach oben. Bei Staatsanleihen Südeuropas können sich die Spreads weiter einengen.
7. Der Goldpreis bleibt in einer breiten Spanne um das aktuelle Niveau stabil, er wird als Risikopuffer bei wirtschaftlichen und politischen Rückschlägen dienen.
8. Der Preis von Rohöl und Industriemetallen wird richtungslos bleiben, da sich die konjunkturell bedingte Mehrnachfrage und das förderbedingt höhere Angebot in ihren Auswirkungen auf die Preise die Waage halten.
9. Die Wechselkursrelation zwischen Dollar und Euro wird eher stabil bleiben, Schwellenländerwährungen werden tendenziell aufwerten.

## **Die größten Risiken für die Weltwirtschaft**

Es liegt in der Natur der Sache, dass vor allem unerwartete Risiken zu heftigen Kursausschlägen an den Börsen führen. So war es auch in den vergangenen Jahren. Allerdings waren diese meist sehr kurzfristiger Natur, wie das Beispiel der Naturkatastrophe in Japan von vor zwei Jahren zeigte.

### **Folgende Entwicklungen könnten unser Basisszenario gefährden:**

1. Wirtschaftlicher Rückschlag im Euroraum
  - Konjunkturerinbruch in Frankreich und weitere Herabstufung
  - Rohstoffbedingter Inflationsanstieg und hohe Lohnabschlüsse führen zu Stagflationsbefürchtungen
2. Banken geraten erneut unter Druck
  - Eine länger als erwartete Konjunkturschwäche verteuert die Bankensanierung
  - Die Umsetzung von Basel III verzögert sich weiter und untergräbt die Glaubwürdigkeit von Reformen im Bankensektor
3. Politisch bedingter Rückschlag bei der Sanierung des Euroraums
  - Italien: Wahlsieg des Bündnisses von Il Popolo della Libertà um Berlusconi
  - Spanien: Muss aufgrund weiterer Bankensanierungen unter den Rettungsschirm
4. Eskalation des Haushaltsstreits in den USA mit anschließender Herabstufung
  - Haushaltsstreit verhindert rechtzeitige Anhebung der Schuldengrenze
  - Herabstufung der USA durch Ratingagenturen
5. Zuspitzung der Krise in Nahost
  - Atomwaffendrohungen des Iran veranlassen Israel zum Präventivschlag
  - Bürgerkrieg in Syrien weitet sich aus
6. Rivalität zwischen Japan und China
  - Konjunkturprogramm in Japan schlägt fehl
  - Territoriale Streitigkeiten führen zu Handelskrieg mit Japan

### **Fazit und abzuleitende Anlagepolitik:**

Alles in allem sprechen im neuen Jahr sowohl die Ertragsaussichten als auch die immer noch niedrige Bewertung für Aktien. Somit erscheint grundsätzlich eine etwas offensivere Anlagepolitik angebracht, um von den wieder zunehmenden Chancen am Aktienmarkt zu profitieren. Die Anzeichen für eine wirtschaftliche Erholung mehren sich. Eine Entspannung der Schuldensituation ist erkennbar. Wichtige Reformen in Europa sind auf den Weg gebracht und auch nationale Regierungen erkennen die Notwendigkeit, ihre Wirtschaftskraft durch Reformen und Liberalisierung zu stärken.

Ein Austritt von Griechenland oder sogar die Abspaltung der „Südländer“ scheint zumindest für längere Zeit nicht mehr zur Debatte zu stehen. Mit der EZB und dem ESM stehen zudem wichtige Auffangnetze für die Kapitalmärkte bereit. Wenn nun noch der Haushaltsstreit in den USA gelöst

wird, dürften die grundlegenden politischen Fragen vorerst vom Tisch sein. Anstehende Parlamentswahlen in Europa können zwar als Unsicherheitsfaktor gelten. Die Auswirkungen dürften aber regional und zeitlich begrenzt bleiben. Somit kann die wirtschaftliche Erholung wieder zum dominierenden Bestimmungsfaktor für die Kapitalmärkte werden. Aktien sollten dementsprechend in gemischten Portfolios über-, festverzinsliche Papiere dagegen untergewichtet werden. Rohstoffe und Gold versprechen bei sorgfältiger Wahl des Einstiegszeitpunkts ebenfalls gute Renditebeiträge.

**Wir glauben allerdings nicht, dass das Jahr 2013 so ruhig weiterläuft, wie es begonnen hat. Die zuletzt sehr niedrige Volatilität an den Märkten und der damit verbundene Kursaufschwung können schnell wieder von größeren Schwankungen und Rückschlägen abgelöst werden. Dies ist ganz aktuell an den Märkten abzulesen. Einen weitergehenden Rückschlag würden wir aus jetziger Sicht jedoch zu einer erneuten Erhöhung der risikotragenden Anlagen nutzen.**

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 unsere Vorankündigungen 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.