

# Newsletter Q2 2014

Liebe Kunden und Freunde der Wertefinder,  
die klare Verbesserung der Wirtschaftslage in vielen Volkswirtschaften hat verbunden mit der ultra-lockeren Geldpolitik zu neuen Höchstständen bei vielen Börsen geführt. Parallel mit der verbesserten Wirtschaftslage in den südeuropäischen Ländern haben sich auch die Renditen in diesen Ländern deutlich reduziert.

Im Gegensatz zu den Vormonaten hat sich inzwischen die verbesserte Wirtschaftslage auch in einer leichten Entspannung auf den Arbeitsmärkten niedergeschlagen. Vor diesem Hintergrund traten selbst die geopolitischen Unsicherheiten in der Ukraine in den Hintergrund.

Nach den guten Ertragszahlen der Unternehmen der letzten Jahre stellt sich naturgemäß die Frage, ob die Unternehmensergebnisse noch weiteres Steigerungspotential und daher auch die Aktienmärkte noch Potential für weitere Steigerungen haben.

Wir glauben, dass der Schlüssel für die Beantwortung dieser Frage in der richtigen Einschätzung der amerikanischen Volkswirtschaft bzw. der Finanzmärkte liegt und werden daher in diesem Newsletter verstärkt auf amerikanische Themen eingehen.

Ihre

Willi Ufer und Jürgen Brückner

## Europa

Zieht man allein die Entwicklung der Risikoprämien in Südeuropa als Maßstab für die Gesundheit der Volkswirtschaften heran, könnte der Eindruck entstehen, dass der Erholungsprozess weit fortgeschritten ist. Zwar sind die Erfolge unverkennbar, klar ist aber auch, dass bei einem Schuldenstand von fast 100 % in Spanien und 92 % in Frankreich noch lang nicht von einer nachhaltigen Gesundung gesprochen werden kann. Solange die Zinsen jedoch sehr niedrig sind, ist die Last dieses hohen Schuldenstands leicht zu tragen. Gerade in Spanien wird deutlich, dass die Reformmaßnahmen greifen und über die niedrigeren Lohnstückkosten speziell der Exportsektor gestärkt wurde. Die Erholung in Spanien verläuft daher nach dem klassischen Muster der letzten Jahrzehnte: Zuerst springt der Exportsektor an, anschliessend steigt die Nachfrage nach Ausrüstungsgütern aufgrund der gestiegenen Exportnachfrage und schliesslich profitiert auch der Arbeitsmarkt, so dass letztendlich auch der private Verbrauch ansteigt.

Als Hemmnis für eine bessere Wirtschaftsentwicklung in Spanien galt lange Zeit der Überhang von Wohnungen im Bestand der Banken und die damit verbundene Risikoaversion bei der Kreditvergabe an Unternehmen. Zwar baut sich dieser Bestand nur langsam ab, aber die Lage der Banken verbessert sich zusehends. Einige spanische Großbanken haben daher vor kurzem einen Vorstoß gemacht, die Kreditvergabe an kleinere und mittlere Unternehmen stark zu erhöhen. Auch vor dem Hintergrund der exzellenten Infrastruktur sollten sich daher die Perspektiven der spanischen Wirtschaft zunehmend verbessern.

Die Entwicklung in Spanien steht ganz im Gegensatz zu den „Reformen“ in Deutschland, ganz zu schweigen von Frankreich. Aus den diese Woche veröffentlichten Quartalsdaten zum französischen Sozialprodukt geht hervor, dass das Land weder bei Konsum, Investitionen noch Aussenhandel Erfolge vorzuweisen hat. Besonders gravierend ist, dass Frankreich bereits seit mehr als 11 Jahren (!) ein Defizit in der Handelsbilanz aufweist. Hier äussert sich nicht nur die sinkende Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der hohen Lohn- und Lohnnebenkosten, sondern auch der hohe Anteil an preissensiblen Exportprodukten, wo Frankreich zunehmend an Spanien Marktanteile verliert.

Kurzfristig sollten in Deutschland die mit der Rentenreform und der Einführung des Mindestlohns auf Staat und Unternehmen zukommenden Belastungen die Wirtschaft nicht beeinträchtigen. Hier ist entschei-

dend, dass die Wirtschaft neben Export und Bausektor besonders von dem starken Konsum profitiert. Diese Entwicklung spiegelt sich auch im ersten Quartal wider, wo Deutschland ein - auch wetterbedingt - sehr starkes Wachstum aufweist. Die Stärke des privaten Verbrauchs wiederum hat ihre Ursachen in den Reallohnsteigerungen sowie in der Zunahme der Beschäftigten, die sich nicht nur aus einem Rückgang der Arbeitslosigkeit, sondern auch der hohen Zahl der Zuwanderer speist.

Ein Indiz für die Verbesserung der Wirtschaftslage in Europa ist auch der Anstieg der Automobilverkäufe. Zu beachten ist, dass der „Ausreisser“ im Dezember zu einem Teil auf der Einführung einer Art Abwrackprämie in Spanien (Plan PIVE) beruht. Insgesamt bleibt der Aufschwung in Europa jedoch labil, da er nicht von

Neuzulassungen Kraftfahrzeuge in der EU



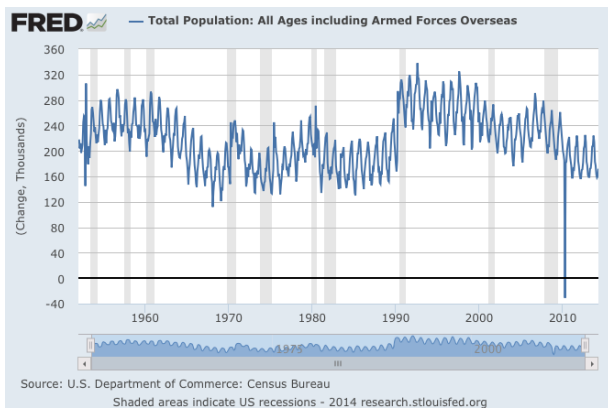
allen Ländern getragen wird. Die labile Tendenz wird auch durch die sinkende bzw. sehr niedrige Inflationsrate dokumentiert.

## USA

Nach dem Ende der winterbedingt schwächeren Wirtschaftslage zeigt sich, dass die Wirtschaft wieder auf ihren alten Wachstumspfad zurückgekehrt ist. Dies gilt insbesondere für den Automobilsektor, der im März einen sehr starken Zuwachs verzeichnete (s. nachstehende Grafik).

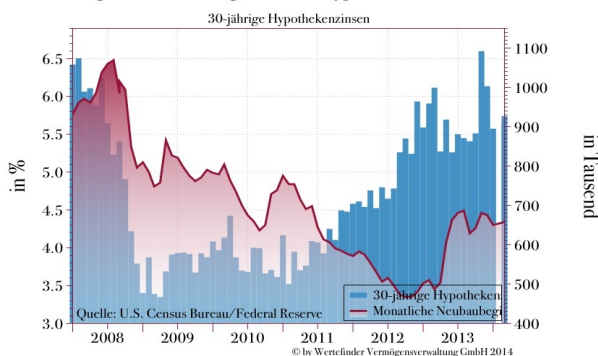
Wir sind zuversichtlich, dass diese positive Dynamik weiter anhalten wird, da die Nachfrage sowohl von der wachsenden Bevölkerung als auch dem hohen Durchschnittsalter der Autos angetrieben wird. Wir glauben, dass das Bevölkerungswachstum als eine der Haupttriebfedern der Wirtschaft sowohl von Analysten und den Medien oft unterschätzt wird, dass aber gerade die-

se Entwicklung (neben der Reindustrialisierung aufgrund des Fracking-Booms) weiterhin für eine hohe Wirtschaftsdynamik sorgen wird. Wie die nachstehende Grafik dokumentiert, hat sich zwar die Wachstumsrate verlangsamt, die Bevölkerung in den USA nimmt aber dennoch durchschnittlich um ca. 150.000 pro Monat zu. Hiervon entfällt etwa die Hälfte auf Zuwanderer, die u.a. auch Immobilien nachfragen.



Die gute Entwicklung bei den Automobilverkäufen steht im Gegensatz zu der eher verhaltenen Entwicklung auf dem Immobilienmarkt. Nach den starken Anstiegen im Jahr 2012 und den ersten Monaten in 2013 hat der Markt zuletzt an Schwung verloren. Besonders augenfällig ist der Einbruch im Frühjahr/Sommer letzten Jahres nach dem starken Anstieg der Hypothekenzinsen.

Entwicklung der Neubaubeginne und Hypothekenzinsen in den USA

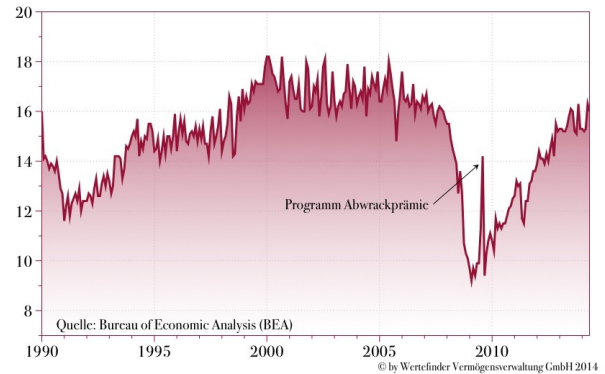


Zwar sind die Zinsen seit dem Anstieg in 2013 zuletzt stabil geblieben, wir glauben jedoch, dass dieser einmalige Anstieg kurzfristig immer noch nachwirkt.

Aus dem letzte Woche veröffentlichten Bericht der amerikanischen Notenbank (*Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*) geht hervor, dass ein steigender Anteil von Banken, die Kreditvergabekriterien in den letzten Monaten erhöht haben. Diese Entwicklung dürfte die Nachfrage nach Immobilien zusätzlich negativ beeinflusst haben. Hemmend

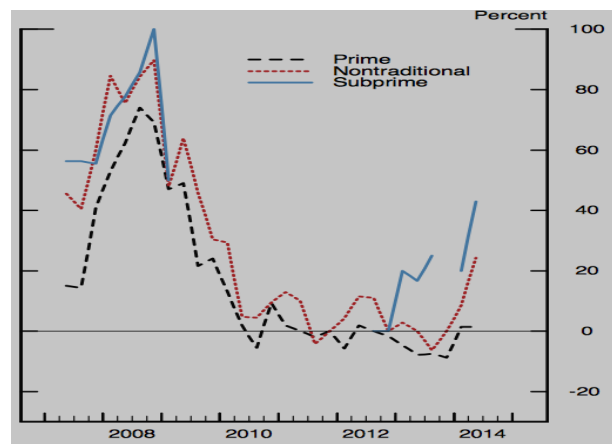
wirken sich auch die starken Preissteigerungen aus, da sie die Leistungsfähigkeit einschränken. Insgesamt

Automobilverkäufe USA



glauben wir jedoch, dass die künftige Entwicklung auf dem amerikanischen Immobilienmarkt zwar nicht mehr so dynamisch verlaufen mag wie in den Vorjahren nach der Krise, dass jedoch vor allem auch aufgrund der Bevölkerungsdynamik weiterhin ein Wachstum zu verzeichnen sein wird.

Anteil der Banken mit verschärften Kreditvergabekriterien



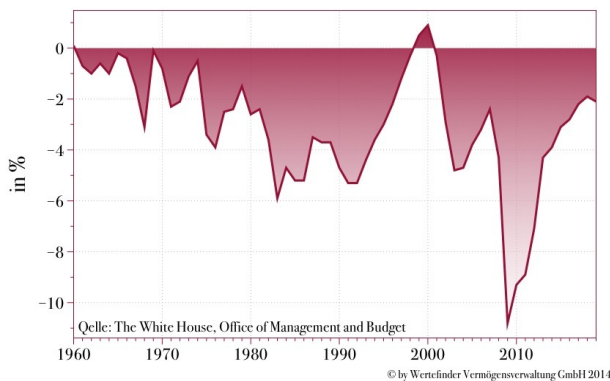
Die beiden Sektoren Automobile und Hausbau strahlen positiv auch auf andere Bereiche in der Wirtschaft aus und erklären damit sehr gut die hohe Dynamik der Wirtschaft. Welche anderen Tendenzen können wir aber erkennen, die das Wachstum stützen? Hier steht in erster Linie der private Verbrauch, der wiederum von der Entwicklung am Arbeitsmarkt abhängt (und damit den genannten Sektoren). Seit Monaten wurde bemängelt, dass sich die verbesserte Wirtschaftslage nicht in einer nachhaltigen Verbesserung auf dem Arbeitsmarkt niederschlägt. In der Tat hielten sich die monatlichen Zuwächse bisher im Rahmen zwischen ca. 100.000 - 200.000 neuen Stellen, ohne dass eine Beschleunigung erkennbar war. Lediglich im April betrug die Zu-

nahme 288.000, wobei hier jedoch möglicherweise ein Nachholeffekt nach dem kalten Winter der Grund war.

Aus den letzten Protokollen des Offenmarktausschusses der amerikanischen Notenbank geht hervor, dass amerikanische Firmen zunehmend über eine Ausweitung der Investitionstätigkeit nachdenken. Es zeigt sich daher, dass die verbesserte Wirtschaftslage auf eine breitere Basis gestellt wird und auch der Arbeitsmarkt hiervon profitieren sollte.

Bemerkenswert ist, dass sich die verbesserte Wirtschaftslage bereits in einer deutlichen Verringerung des Haushaltsdefizits niederschlägt. In den ersten sieben Monaten des Fiskaljahres ergab sich eine Reduzierung des Budget-Defizits von USD 488 Mrd. auf USD 301 Mrd.. Ursächlich für die Verringerung waren sowohl höhere Einnahmen wie auch geringere Ausgaben. Auch wenn ein kleiner Teil der Reduktion auf Sondereffekten (z.B. Auslaufen einer speziellen Arbeitslosenunterstützung) beruht, so ist doch zu erwarten, dass sich das Haushaltsdefizit in den nächsten Jahren zunehmend verringert und in wenigen Jahren bereits die 3 % - Schwelle erreicht wird (s. nachstehende Grafik; Daten ab 2014 Prognose Congressional Budget Office).

Entwicklung und Prognose des Haushaltsdefizits in den USA



Die Entspannung im Bundeshaushalt folgt nicht nur der verbesserten Wirtschaftslage, sondern begünstigt auch die Perspektiven für die Zukunft. Während in 2013 die schlechtere Haushaltslage noch für Gegenwind sorgte, wird das Wirtschaftswachstum in den nächsten Jahren durch den verbesserten Haushalt tendenziell begünstigt, da die fiskalischen Belastungsfaktoren wegfallen.

## China

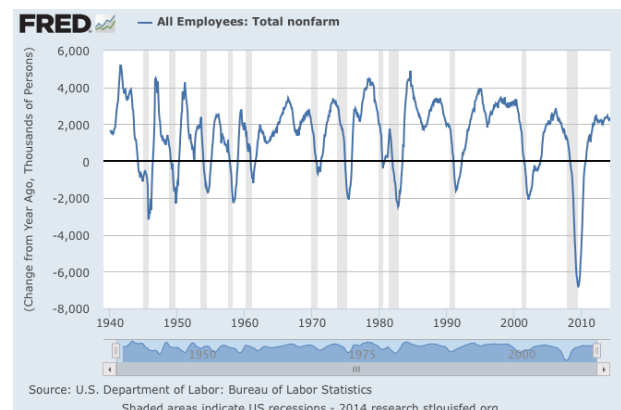
Nachdem das Wirtschaftswachstum in China im ersten Quartal 2014 mit 7,4 % etwas besser als die erwarteten 7,3 % ausfiel, hat sich die Aufregung über eine deutliche Abschwächung der Wachstumsraten gelegt. Wir

erinnern, dass viele Indikatoren zu Beginn des Jahres zur Schwäche neigten, diese Daten aber aufgrund der Feiern zum chinesischen Neujahrsfest Ende Januar verzerrt waren. Trotzdem ist in vielen Bereichen deutlich erkennbar, dass die Wachstumsraten rückläufig sind. Ein Indiz hierfür sind auch die deutlich geringeren Preissteigerungen auf dem Immobilienmarkt. Die Regierung ist sich jedoch bewusst, dass es unsinnig wäre wie nach der Wirtschaftskrise 2008 die Wirtschaft mit grossen Ausgabenprogrammen zu stimulieren, da damals nur Überkapazitäten geschaffen wurden. Stattdessen setzt die Regierung auf zielgerichtete Maßnahmen wie z.B. ein Urbanisierungsprogramm und die Förderung bestimmter Industrien durch zweckgebundene Kredite. Die Regierung hat kürzlich ein neues Programm bekanntgegeben mit der Maßgabe den Urbanisierungsgrad von derzeit 54 % auf 60 % zu erhöhen. Ähnlich wie die Bevölkerungsentwicklung in den USA stellt in China die Urbanisierung eine der Triebfedern für das Wirtschaftswachstum dar. Diese Nachricht dokumentiert daher, dass die Regierung sehr dosiert das Wirtschaftswachstum steuert.

Risiken werden vor allem in dem weitgehend unkontrollierten Schattenbankensystem gesehen. Diese Risiken sind jedoch von der Regierung erkannt und werden aktiv angegangen.

## Fazit

Wir zeichnen in diesem Bericht ein relativ optimistisches Bild im Hinblick auf die globale Wirtschaftslage und die Auswirkungen auf die Finanzmärkte. Wir müssen uns jedoch fragen, welche Entwicklungen diese harmonische Bild stören können. Neben nicht absehbaren geopolitischen Risiken oder heute noch nicht erkennbaren Problemen in den Schwellenländern denken wir hier in erster Linie an eine stärkere Beschleunigung des Wirtschaftsaufschwungs in den USA. Denn eine solche Beschleunigung könnte die amerikanische Notenbank veranlassen sich früher von ihrer ultra-locke-

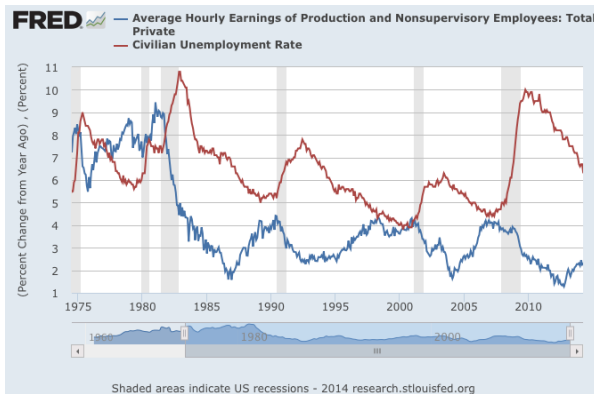


ren Geldpolitik zu verabschieden. Ein schnellerer oder stärkerer Anstieg der Zinsen in den USA hätte negative Konsequenzen für die Finanzmärkte, denn zumindest ein Teil der Börsengewinne beruht auf der Zufuhr der ausserordentlichen Liquidität und den geringen Zinsen.

Welche Anzeichen würden eine Beschleunigung andeuten? An erster Stelle beobachten wir die monatlichen Zuwächse bei den neu geschaffenen Arbeitsplätzen in den USA (s. vorstehende Grafik). Eine nachhaltige Beschleunigung über 300.000 monatlich neu geschaffene Stellen würde die Notenbank auf den Plan rufen.

An zweiter Stelle schauen wir auf die Lohnkosten als Indikator für mögliche inflationäre Tendenzen in den USA. Es gibt einen inversen Zusammenhang zwischen der Arbeitslosenrate und der Inflationsrate, auch bekannt als Philipskurve. Die nachstehende Grafik dokumentiert diesen Zusammenhang eindrücklich.

Zwar erkennen wir hier einen Anstieg der Lohnkosten, aber auf niedrigem Niveau und mit abnehmender Steigerungsrate. Wir glauben, dass aufgrund der Globalisierung, geringeren Macht der Gewerkschaften und des hohen technologischen Fortschritts sich die Lohnstei-



gerungsraten in engen Grenzen halten werden. Davon werden auch die Unternehmen profitieren und letztendlich auch die Börsen. Die Börsen sind vor dem Hintergrund dieser Faktoren nicht zu hoch bewertet, aber natürlich auch nicht mehr wirklich billig. Wie immer liegt der Schlüssel in der richtigen Unternehmensselektion.

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer