

Liebe Kunden und Freunde der WerteFinder,

die Turbulenzen zu Jahresbeginn kommen nicht vollkommen unerwartet, da bei der höheren Bewertung des amerikanischen Aktienmarktes und der erwarteten Einschränkung der monatlichen Anleihekäufe der amerikanischen Notenbank eine grössere Marktnervosität nicht überrascht. Für den Anleger stellt sich jedoch die Frage, ob die Korrektur eine Trendwende bedeutet, oder ob es sich vielmehr nur um den Beginn einer unruhigeren Marktphase handelt. Wir neigen zu der letzteren Ansicht, da zwar die Anleihekäufe reduziert werden, jedoch das Zinsniveau unverändert niedrig bleiben wird. Niedrige Zinsen sind jedoch eine der Haupttriebkraft für die Aktienmärkte.

Die Korrektur der Aktienmärkte wurde ausgelöst durch eine scharfe Abwertung in Argentinien und ihre Nachwirkungen auf die Währungen in anderen Schwellenländern. Da diese Marktturbulenzen zeitlich zusammenfielen mit der Publikation eines viel beachteten schwächeren Einkaufsmanagerindex in China wurden auch die Aktienmärkte in den traditionellen Ländern betroffen.

Da die Aktienmärkte der letzten Wochen insbesondere unter dem Einfluss der USA und der Schwellenländer standen, möchten wir in diesem Newsletter besonders auf diese Regionen eingehen. Unsere These ist, dass eine moderate Fortsetzung der Reduzierung der monatlichen Anleihekäufe zu erwarten ist, dass aber die ultra-lockere Geldpolitik beibehalten wird. Für die Schwellenländer erwarten wir eine Beruhigung, auch deshalb, weil die Märkte viele Währungen ohne Unterschiede abgestraft haben. Hier ist eine stärkere Differenzierung angezeigt. Die Reaktion auf den Einkaufsmanagerindex in China halten wir für übertrieben und wir legen die Gründe in diesem Text dar.

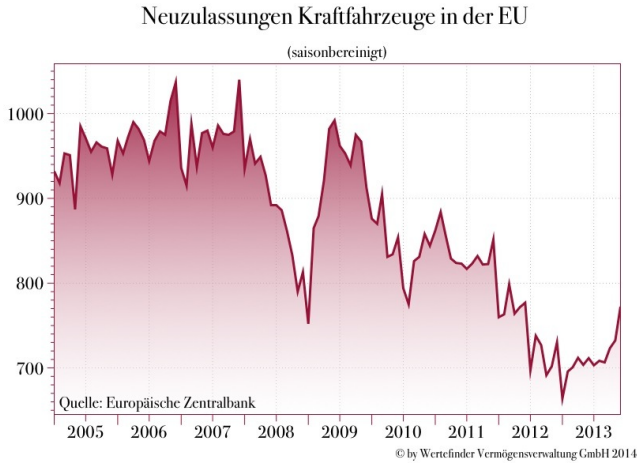
In Europa überzeugen insbesondere Spanien und Portugal mit besseren Wirtschaftsdaten, so dass sich die Wahrnehmung für die Eurozone insgesamt deutlich verbessert hat. Vor diesem Hintergrund und der positiven Entwicklung der Renditen in Südeuropa treten die politischen und wirtschaftlichen Schwierigkeiten in Italien und Frankreich zunächst in den Hintergrund.

Ihre

Willi Ufer und Jürgen Brückner

## Europa

Die meisten Volkswirtschaften Europas erholen sich zwar nur langsam aber doch stetig. Selbst die zuletzt sehr schwachen Automobilverkäufe in Europa zeigten einen deutlichen Zuwachs wie die nachstehende Grafik verdeutlicht.

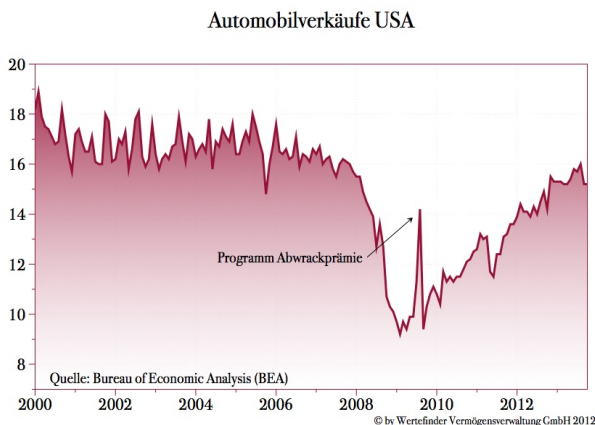


Innerhalb Europas ist besonders die Entwicklung in Spanien erfreulich, wo der starke Export auf den Konsum übergesprungen ist. Trotz der Verbesserung sind jedoch keine überragenden Wachstumsraten zu erwarten, da die hohe Verschuldung und hohe Arbeitslosigkeit eine höhere Dynamik hemmt. Italien verfügt tendenziell über eine stärkere industrielle Basis als Spanien, leidet aber unter politischer Unsicherheit und mangelndem Reformeifer. In Frankreich stehen Erfolg und Durchsetzung der angekündigten Wirtschaftsreformen noch aus.

## USA

Die Indikatoren für die Schlüsselsektoren Wohnungs- und Automobilmarkt in den USA neigten zuletzt zur Schwäche (siehe nachstehende Grafik für die Automobilverkäufe).

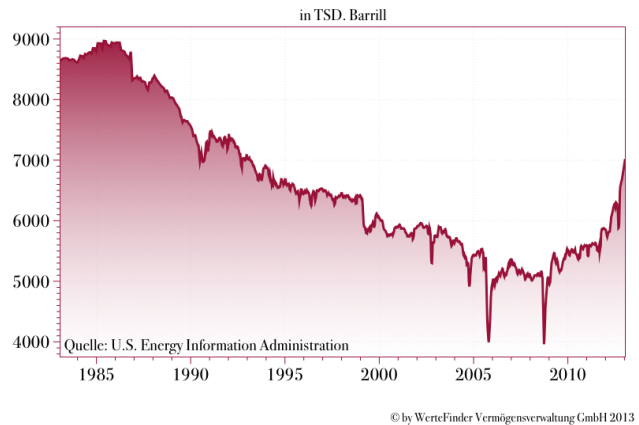
Zumindest zum Teil waren die Rückgänge in diesen Sektoren wetterbedingt. Wir sind daher der Meinung,



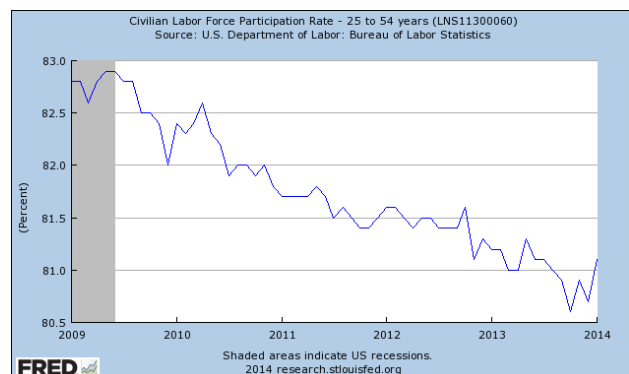
dass vor dem Hintergrund der wachsenden Bevölkerung, dem hohen Alter der Autos und der niedrigen Zinsen die amerikanische Volkswirtschaft weiterhin von der Stärke in diesen Sektoren profitieren wird. Von dem sogenannten „Fracking-Boom“ profitiert die Wirtschaft gleich in mehrfacher Weise: Einerseits über niedrige Energiepreise, andererseits über die Investitionen in diesem Sektor und die Schaffung neuer Arbeitsplätze. In den Medien wurden kürzlich Zweifel an der Nachhaltigkeit dieser Entwicklung geäußert, da aufgrund der gesunkenen Öl- und Gaspreise die Förderung oftmals nicht mehr rentabel ist. Auch wenn diese Befürchtungen zutreffen, ihre Auswirkungen werden erst in mehreren Jahren spürbar werden. Wie die nachstehende Grafik verdeutlicht, ist derzeit jedenfalls noch keinerlei Abschwächung erkennbar.

Von der stärkeren Wirtschaft hat auch der Arbeitsmarkt profitiert. Bisher wurde trotz der Verringerung

## Ölproduktion in den USA



der Arbeitslosenquote die Qualität des Arbeitsmarktes als schlecht angesehen, da insbesondere die Erwerbsquote beständig fiel (s. Grafik). Dieser Indikator war für den früheren Notenbankpräsident Bernanke ein wichtiger Indikator für die Ausrichtung der Geldpolitik. Dieser letzte Woche zusammen mit den Arbeitsmarktdaten veröffentlichte Indikator zeigte erstmals einen stärkeren Anstieg. Zwar erfolgte die Verbesserung von einem sehr geringen Niveau aus, aber in Verbindung

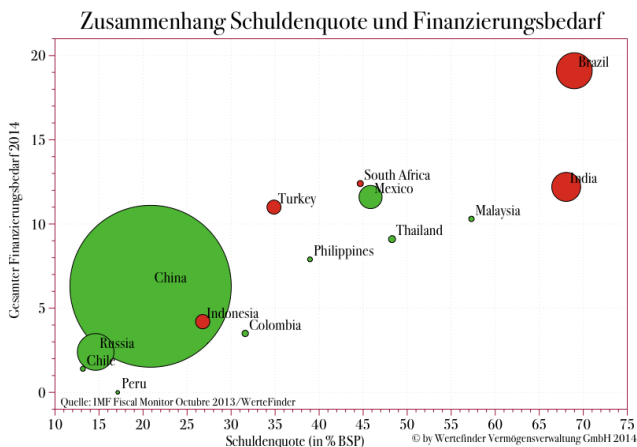


mit einem weiteren Rückgang der Arbeitslosenrate hellt sich das Bild auf. Der Notenbank wird es daher leichter fallen die begonnene Verminderung der monatlichen Anleihekäufe fortzusetzen.

### Schwellenländer

Im Gefolge der Abwertung der argentinischen Währung gerieten auch die Währungen der anderen Schwellenländer in einen Strudel von Kursverlusten. Besonders hart traf es die allgemein als „fragile five“ bekannten Länder (in der Grafik in roter Farbe gekennzeichnet), da ihre Währungen aufgrund verschiedener wirtschaftlicher Ungleichgewichte als stärker gefährdet angesehen werden. Das nachstehende Schaubild zeigt beispielhaft anhand des Finanzierungsbedarf und der Schuldenquote (jeweils in Relation zum BSP), dass die „fragile five“ zu Recht mit diesem Namen versehen werden, denn sie weisen neben schlechten Werten bei den Indikatoren in der Grafik auch ein Defizit in der Leistungsbilanz auf.

Die Grafik verdeutlicht auch, dass keineswegs alle Schwellenländer über Ungleichgewichte in den Haus-



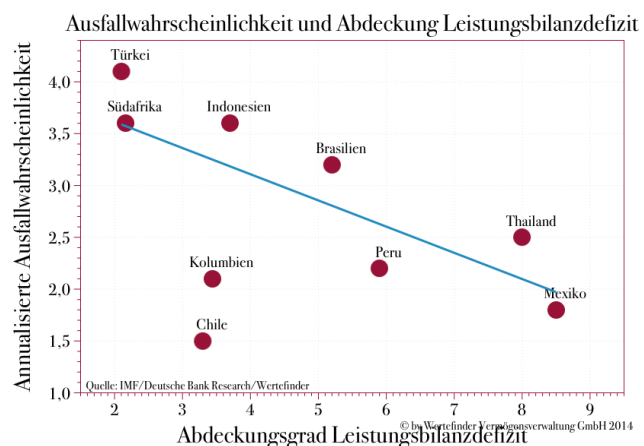
halten verfügen und dass insbesondere Russland sehr gute Werte aufweist.

Warum kam dann dennoch auch der Rubel unter Druck? Die Antwort liegt in der Eigenart der russischen Wirtschaft begründet. Aufgrund ihrer Abhängigkeit von den Öl- und Gaspreisen ist die Wirtschaft sehr stark von deren Preisen abhängig. Die verhaltene Preisentwicklung dieser Rohstoffe hat jedoch zu einem Rückgang der Wachstumsraten auf ca. 2 % geführt; zu niedrig für ein Land mit einem hohen Modernisierungs- und Investitionsbedarf. Aufgrund der ausserdem seit Jahren hohen Kapitalflucht (der Rubel ist frei konvertierbar) findet daher Druck auf den Rubel statt, der von der Zentralbank nur moderat durch Interventionen abgefedert wird. Die Zentralbank toleriert deshalb derzeit (noch) die Abschwächung der Währung, weil dadurch die heimische Wirtschaft tendenziell gestärkt wird.

Eine stärkere Neigung zu Interventionen ist erst dann zu erwarten, wenn die Inflationsrate aufgrund der Währungsschwäche wieder stärker ansteigt. Bei Wahrungsschwachen von USD 500 Mrd. sollten an der Fähigkeit zur Verteidigung der Währung keine Zweifel aufkommen.

Brasilien befindet sich in einer weniger komfortablen Situation als Russland, da das Land ein Defizit in der Leistungsbilanz aufweist und auch die Schuldenquote und der Finanzierungsbedarf unbefriedigend sind. Wie Russland verfügt es jedoch mit USD 360 Mrd. ber sehr hohe Devisenreserven. Die nachstehende Grafik verdeutlicht, dass der Markt für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit eines Schwellenlandes in der Tat den Devisenreserven große Bedeutung beimisst. Genauer: Er berücksichtigt die Abdeckung des Leistungsbilanzdefizits durch die Devisenreserven, d.h. wie viele Jahre die Devisenreserven das heutige Defizit abdecken. Die Grafik stellt diesen Zusammenhang zwischen dem Abdeckungsgrad und der implizierten jährlichen Ausfallwahrscheinlichkeit dar.

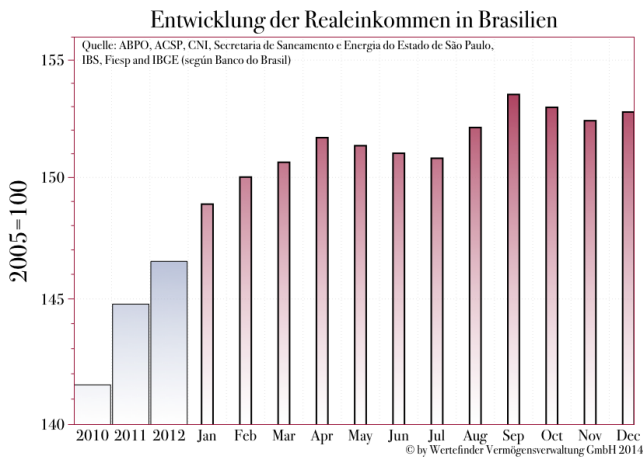
Es wird auch deutlich, dass nach diesem Massstab Fremdwahrungsanleihen weitgehend konsistent bewertet sind. Mehrwert kann daher nur in Lokalwährungsanleihen gefunden werden. Für die Einschätzung des Real ist wesentlich, inwieweit das Leistungsbilanzdefizit verbessert werden kann bzw. inwieweit die Zentralbank eine weitere Schwäche der Währung tolerieren wird. Anders als in Russland dürfte die Bereitschaft zu einer stärkeren Intervention bei einem Anstieg der Inflationsrate sehr stark sein, da die Bevölkerung hierauf weit



heftiger reagieren wird.

Eine der Gründe für die derzeitige Krise in Brasilien ist das starke Konsumwachstum der vergangenen Jahre, welches insbesondere durch den starken Anstieg der Realeinkommen gefördert wurde. Wie die nachstehende Grafik aufzeigt, hat sich nach den Exzessen der Vergangenheit offenbar in 2013 eine moderatere Entwicklung ergeben. Wenn der Trend zu einer moderateren

Einkommensentwicklung anhält, verbessern sich auch die Voraussetzungen für ein stabileres Leistungsbilanzdefizit.



## China

In China sorgten vor allem die Diskussion über die Finanzierungspraktiken der Schattenbanken (d.h. Finanzierung ausserhalb des Bankensektors) und Verschuldung der Lokalregierungen für zeitweilige Verstimmung. Zusätzlich belastete der Rückgang des Einkaufsmanagerindex.

Insbesondere der Beinahe-Ausfall einer Anleihe des China Credit Trust Ende Januar d. J. verstärkte die ohnehin aufkeimende Sorge in den Schwellenländern. Zwar wird im Markt zur Etablierung normaler Kreditdifferenzierungen die Notwendigkeit eines Ausfalls derartiger Instrumente diskutiert und erwartet, der Beinahe-Kreditausfall wurde aber dennoch zunächst mit Sorge gesehen.

Traditionell wird dem monatlich veröffentlichten Einkaufsmanager-Index für die Einschätzung der Wirtschaftsentwicklung in China grosse Bedeutung beigemessen. Der Rückgang im Januar von 51,0 auf 50,5 wurde daher mit Sorge betrachtet. Die Marktteilnehmer haben aber offenbar verkannt, dass dieser Index aufgrund des chinesischen Neujahrsfestes Anfang Februar oft zur Schwäche neigt (dieses Jahr lag das Neujahrsfest zudem etwas früher als im Vorjahr). Wir haben diesen Sachverhalt in der nachstehenden Grafik verdeutlicht und für jeden Monat den Durchschnitt dieses Index der letzten fünf Jahre abgetragen. Wenn sich das Muster der Vorjahre wiederholt, können wir daher ab März wieder eine deutliche Erholung des Einkaufsmanager-Index erwarten.

Insgesamt erwarten wir aufgrund der bekannten Faktoren

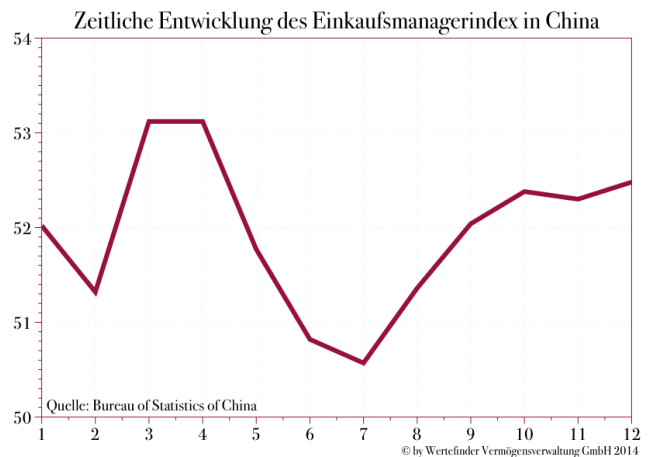
- Steigerung der Lohnkosten
- Alterung der Bevölkerung

- Umweltbelastungen
- Reorientierung der Wirtschaft zu konsumgetriebenen Wachstum

einen Rückgang der Wachstumsraten. Sofern dieser Rückgang wie bisher in ruhigen Bahnen verläuft stellt diese Entwicklung für die Weltwirtschaft keine Belastung dar.

## Fazit

Die Weltwirtschaft wird in 2014 etwas höhere Wachstumsraten aufweisen als in 2013. Wachstumstreiber werden die Schwellenländer und die USA sein. Trotz aller Krisen und Ungleichgewichte in den Schwellenländern werden sie in der Summe die traditionellen Volkswirtschaften überholen. Europa erholt sich nur langsam von seiner Stagnation, aber es bedeutet keine Belastung mehr für die globale Wirtschaft. Der Rückgang der Wachstumsraten in China wird sich in geordneten Bahnen fortsetzen, wovon Firmen mit einem ho-



hen China-Anteil profitieren werden.

Die Aktienmärkte werden aufgrund der inzwischen höheren Bewertungen und weniger expansiven Geldpolitik der amerikanischen Notenbank schwankungsanfälliger sein. Bei den Aktienanlagen ist daher stark zu differenzieren. Wie bisher werden Bewertungsfragen und ein nachhaltiges Geschäftsmodell mit einer soliden Bilanzstruktur im Vordergrund stehen.

*Jürgen Brückner*

*Chief Investment Officer*

*Wertefinder Vermögensverwaltung GmbH*