

## Marktbericht Q2 2015

*„Korrektur oder  
Trendwende?“*

An den Aktienmärkten trat nach dem starken vorherigen Anstieg zuletzt die lange erwartete Korrektur ein. Der Auslöser für die Korrektur war neben den gestiegenen Zinsen insbesondere die erste Schätzung des Sozialprodukts für das erste Quartal in den USA, welches schwächer als erwartet ausfiel. Die heftige Marktbewegung überraschte aber dennoch, weil aufgrund der vielen früher veröffentlichten Indikatoren bekannt war, dass das Wachstum eher enttäuschen würde. Bekannt war auch, dass für das schwache Wachstum überwiegend Sondereffekte wie der ungewöhnlich kalte Winter und Streiks an Häfen der Westküste verantwortlich waren. Am grundsätzlichen Bild einer moderat wachsenden Wirtschaft hat sich aber in den USA trotz des schwachen ersten Quartals nichts verändert, insofern bestand und besteht kein Anlass für übertriebene Reaktionen.

Im einzelnen wird das Börsengeschehen durch folgendes Szenario geprägt:

### **USA**

Neben den Sondereffekten wurde das Wirtschaftswachstum auch durch eine überraschende Zurückhaltung der Konsumenten eingetrübt. Die Zurückhaltung der Konsumenten ist klar erkennbar im Rückgang des Konsumentenvertrauens sowie im starken Anstieg der Sparquote. Wir gehen da-

von aus, dass der Anstieg der Sparquote keine gewollte Entscheidung der Bürger ist, sondern vielmehr Konsumausgaben u.a. wegen des kalten Winters im ersten Quartal und grösserer Unsicherheit über die wirtschaftliche Lage zunächst einfach aufgeschoben wurden. Für eine Fortsetzung des Konsums spricht auch, dass in moderatem Maße weiterhin neue Arbeitsplätze geschaffen werden und die Schwäche des wichtigen Immobiliensektors ebenfalls nur temporär sein sollte. Da der private Verbrauch ca. 2/3 des Sozialprodukts erklärt, kommt dieser Komponente die entscheidende Bedeutung zu.

Auf Unternehmensseite zeigten sich klar Bremseneffekte durch den starken US-Dollar und die gefallen Ölpreise. Aber auch hier ist von temporären Effekten auszugehen, da die Dynamik dieser beiden Variablen bereits zum Stillstand kommt.

Für das Frühjahr wird von vielen Analysten eine verbesserte Dynamik der amerikanischen Wirtschaft erwartet. Die guten amerikanischen Arbeitsmarktdaten deuten bereits in diese Richtung, aber auch die Automobilverkäufe und vereinzelte Schlüsseldaten aus dem Transportsektor zeigen im April eine Verbesserung auf.

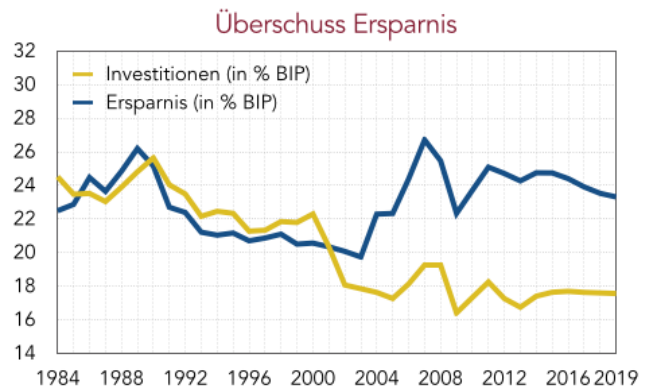
Wichtig für die Finanzmärkte ist, dass die Wirtschaft nur moderat wächst und sich keine Beschleunigung bei den Lohnkosten ergibt. Eine Erhöhung der Leitzinsen in der zweiten Jahreshälfte haben die Finanzmärkte bereits berücksichtigt, nicht jedoch eine Beschleunigung. Hiervon gehen wir auch nicht aus.

## Europa

Wie erwartet haben sich die Wirtschaftsdaten in Europa beständig verbessert. Zugpferd war neben Deutschland auch Spanien, wo dieses Jahr mit fast 3 % sogar ein höheres Wachstum als in Deutschland erwartet wird. Zu bedenken ist jedoch, dass dieses Wachstum vor allem dem Konsum geschuldet ist. Der Anstieg des privaten Verbrauchs wiederum ist zu einem grossen Teil auf die einmaligen Effekte der Dollar-Stärke und des Ölpreisrückgangs zurückzuführen.

Unbefriedigend bleiben weiterhin die Investitionen, zumal sich kein Land auf einen durch den starken US-Dollar geförderten dauerhaften Exportboom verlassen kann. Für ganz Europa und für Deutschland im besonderen gilt, dass der Investitionsanteil am Sozialprodukt zu niedrig ist. Die Gründe hierfür sind vielschichtig, aber auf europäischer Ebene ist zumindest ein Diskussionsprozess in Gang gekommen über konkrete Maßnahmen zur Förderung der Investitionen. Die geringe Investitionsbereitschaft führt in Verbindung mit einer hohen Ersparnis zu einer hohen Kapitalausfuhr und bildet damit die Erklärung des hohen Überschusses in der Leistungsbilanz (die nachstehende Grafik verdeutlicht für Deutschland die grösser werdende Schere zwischen Ersparnis und Investitionen). Auch in Deutschland wurde diese Problematik von der Regierung erkannt, aber es bleibt abzuwarten wann und inwieweit konkrete Maßnahmen zur Stärkung der Investitionen vorgenommen werden.

Da sich das Wachstum in Europa zwar verbessert hat, die Grundlagen jedoch auf eher wackligen Beinen stehen, gehen wir davon aus, dass die EZB ihr Kaufprogramm von Euro 60 Mrd. pro Monat zunächst weiter unverändert fortführt. Der starke Zinsanstieg der letzten Tage sollte daher auch zu einem Ende kommen. Er wurde u.a. durch den steigenden Ölpreis angestoßen, dessen Aufwärts-

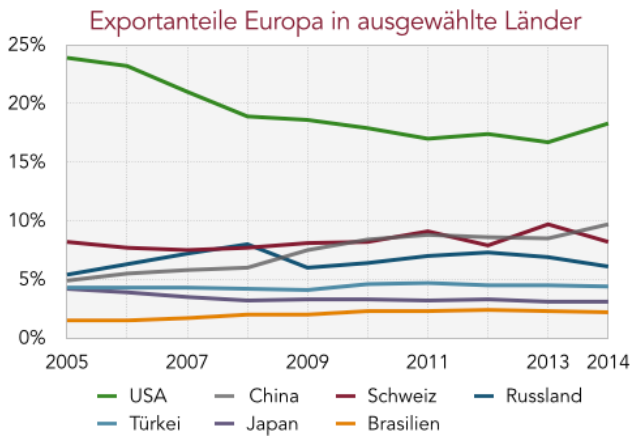


bewegung wir jedoch aufgrund der nach wie vor hohen Produktion nicht für dauerhaft halten.

## China

In China sind die Zeichen einer weiteren Abschwächung der Wachstumsraten unverkennbar. Die Regierung hat dies erkannt und versucht über Zinssenkungen der Wirtschaft neue Impulse zu geben. Die Gründe für die geringere Dynamik sind breit angelegt und erstrecken sich von den demographischen Problemen, höheren Lohnkosten, Kreditverknappung bis zu den Herausforderungen aus der Umweltbelastung. Zuletzt hat insbesondere ein Rückgang der Wachstumsrate des privaten Konsums von 12 % auf 10 % überrascht.

Der Rückgang der Wirtschaftsdynamik in China sollte sich auch in den kommenden Monaten aufgrund der genannten Faktoren fortsetzen. Andererseits erwarten wir aber nach wie vor ein Wirtschaftswachstum auf recht hohem Niveau, da das Land Nachholbedarf bei der Infrastruktur hat und auch der wachsende Mittelstand als Wachstumstreiber agiert. Ein weiterer Wachstumstreiber ist die Urbanisation und es ist erklärtes Ziel der Regierung diesen Prozess fortzusetzen. Für Europa ist ein starkes China von hoher Bedeutung, denn China ist nach den USA unser wichtigster Exportmarkt (vgl. die nachstehende Grafik).



Der amerikanische Aktienmarkt erfährt zudem Unterstützung durch die Aktienrückkäufe der Unternehmen. Solange daher die Cash Flows der amerikanischen Unternehmen zumindest konstant bleiben, wird der Markt von dieser Seite einen zusätzlichen Impuls erhalten. Störend wären stark steigende Lohnkosten. Die niedrige und sinkende Arbeitslosenrate in den USA deutet tendenziell in diese Richtung, wir verfolgen daher aufmerksam besonders die Entwicklung in diesem Bereich. Einen deutlichen Anstieg halten wir jedoch aufgrund des geringen Organisationsgrades der Arbeitnehmer und der zunehmenden Tendenz zur Automatisierung vieler Tätigkeiten für wenig wahrscheinlich.

## Ölpreis

Der Ölpreis verzeichnete in den vergangenen Monaten einen sehr starken Anstieg. Dieser Anstieg wurde durch folgende Faktoren begünstigt:

- Preiserhöhung saudischen Öls für wichtige Kunden in Europa
- Erstmals Rückgang der Bestände in den USA
- Einschränkung der Ölförderung in Libyen

Für die weitere Entwicklung des Ölpreises ist entscheidend, ob die Produktion auf hohem Niveau verbleibt. Die stark zunehmende Effizienz der Ölförderung und der wieder gestiegene Ölpreis sprechen für eine anhaltend hohe Produktion, so dass der Ölpreis vom heutigen Niveau nicht viel weiter steigen sollte.

## Fazit

Das Umfeld an den Finanzmärkten hat sich zuletzt eingetrübt, weil die bisherigen Triebfedern starker US-Dollar, niedriger Ölpreis und ultra-niedrige Zinsen sich deutlich abgeschwächt haben. Hilfreich waren auch nicht die Aussagen der amerikanischen Notenbankpräsidentin Yellen, dass die US-Aktienmärkte relativ teuer sind.

Für den weiteren Verlauf gehen wir trotzdem von stabilen Aktienmärkten aus, da die Weltwirtschaft ein solides Wachstum aufweist und damit die Voraussetzung für eine Steigerung der Unternehmensgewinne gegeben ist. Die Zinsen mögen zwar insbesondere in den USA leicht steigen, aber in Relation zu den Dividendenrenditen wird die Anlageklasse „Anleihen“ weiterhin unattraktiv bleiben.