



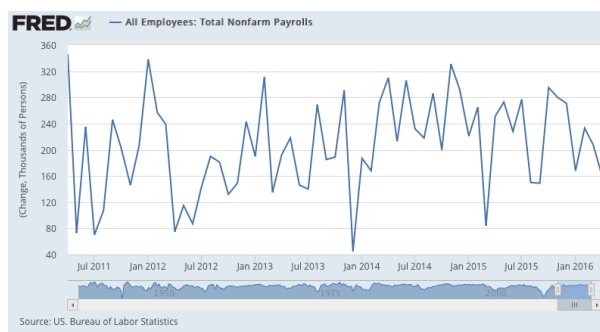
Weltwirtschaftswachstum ohne Dynamik

Trotz zwischenzeitlicher Erholungsphasen weist der deutsche Aktienindex immer noch eine negative Jahresperformance von ca. 7 % auf. Der amerikanische Aktienmarkt hingegen weist eine leicht positive Tendenz auf, obwohl die amerikanische Wirtschaft gerade im ersten Quartal eine (temporäre) Schwächephase durchlaufen hat. Die Entwicklung des DAX war nicht nur von Sondereinflüssen im Bankensektor und den Versorgern geprägt, sondern vor allem von der Schwäche des US-Dollars, der von der Spitze Mitte Januar fast 10 % verlor. Nachdem viele deutsche Firmen bereits zuvor durch die Rezession in Brasilien und Russland an Aufträgen verloren, minderte der starke Euro auch die Exportaussichten in anderen Regionen.

Insgesamt sind die Vorzeichen für die Weltwirtschaft jedoch keineswegs so schlecht, wie es manchmal die Börsen vermuten lassen. Wir verzeichnen zwar insgesamt für die USA und Europa eine leichte Eintrübung, jedoch hat sich die Wirtschaft in China dank einiger Konjunkturmassnahmen auf immer noch hohem Niveau stabilisiert. Positiv zu werten ist auch die Stabilisierung des Ölpreises. Im folgenden nehmen wir zur Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Wirtschaftsböcken und zum Ölpreis detailliert Stellung.

USA

Die jüngst veröffentlichten Daten über das Wachstum des Sozialprodukts in den USA im ersten Quartal zeigen insbesondere bei den Investitionen eine ausgesprochene Schwäche auf. Diese Schwäche hält bereits seit einigen Quartalen an und bestätigt, dass der schwache Ölpreis sehr viel stärker auf die Investitionen ausstrahlt als zunächst vermutet wurde. Zwar hat der private Verbrauch den größten Beitrag zum Wachstum geliefert, aber auch der private Verbrauch war eher verhalten. Wir glauben, dass die Schwäche im ersten Quartal nur temporär war und die Wirtschaft in weiteren Ver-



lauf des Jahres wieder auf ihren alten Wachstumspfad von ca. 2 % zurückkehren wird. Dafür spricht nicht nur der starke Arbeitsmarkt (der den Konsum stützt), sondern auch die Erholung des Ölpreises. Monat für Monat wurden in den USA im Schnitt

seit Juli 2011 etwa 200.000 neue Arbeitsplätze geschaffen (s. obenstehendes Schaubild) und damit wesentlich mehr als die etwa 80.000 Arbeitsplätze, die für eine niedrige und stabile Arbeitslosenquote vor dem Hintergrund der demographischen Entwicklung notwendig sind.

Insbesondere der private Konsum hat noch Erholungspotential, da zuletzt die Amerikaner ihre Sparquote erhöht haben. Bei einer weiter guten Arbeitsmarktlage und dem Beginn der wärmeren Jahreszeit erwarten wir auch wieder eine höhere Ausgabenbereitschaft. Der planmäßige Rückgang der Benzinvorräte in den USA seit Beginn der „summer driving season“ lässt zumindest auf eine unveränderte Fahrfreude der Amerikaner schließen.

Volkswirte äussern sich oft besorgt über die Wachstumsaussichten der amerikanischen Volkswirtschaft, weil sie nach vielen Jahren des Wachstums eine Rezession für folgerichtig halten. Wir halten diese Argumentation verfehlt, weil der Rückgang der Wirtschaft 2008 sehr stark war und daher auch die Erholung deutlich länger dauern wird. Ausserdem wirkt die positive Demographie als mächtiger Wachstumsfaktor, der insbesondere den beiden Schlüsselsektoren Wohnungsmarkt und Automobile Impulse verschafft.

Eine Erholung der Wirtschaft im zweiten Quartal verbunden mit der möglichen Erhöhung der Inflation (deren Kernrate sich bereits jetzt über 2 % bewegt) könnte auch der amerikanischen Notenbank Spielraum für weitere Zinserhöhungen geben.

Europa

Die europäische Statistikbehörde Eurostat hat erstmals für das erste Quartal entsprechend den amerikanischen Gepflogenheiten bereits nach 30 Tagen eine erste Schätzung für das Sozialprodukt veröffentlicht. Das Wachstum von 0,6 % (ggü. dem Vorquartal) hat positiv überrascht, besonders weil auch in Frankreich mit 0,6 % die Wachstumsrate besser als erwartet ausfiel. Auch in Deutschland war mit +0,7 % ein besserer Anstieg zu verzeichnen. Bei kritischer Betrachtung ist in Deutschland der Anstieg von kalenderbereinigt 1,6 % im Vorjahresvergleich jedoch gerade vor dem Hintergrund der gesunkenen Energiekosten und der Ausgaben für die Flüchtlinge keineswegs überzeugend. Einziger die kürzlich deutlich gestiegenen Auftragsein-

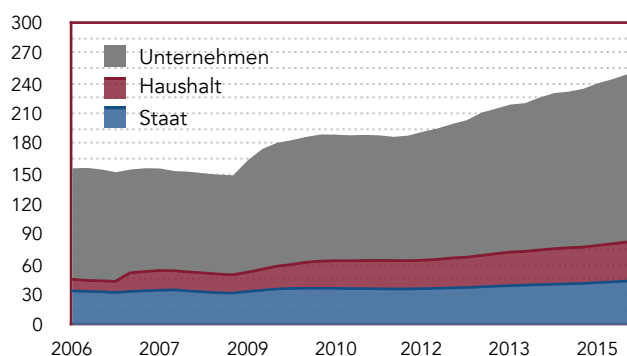
gänge geben Grund für etwas mehr Optimismus, besonders bei den Exporten.

Insgesamt können wir für Europa keine hohe Wachstumsdynamik erwarten, da der hohe Schuldenstand verbunden mit den hohen Lohnstückkosten in vielen Ländern (besonders Frankreich) sowohl im privaten als auch öffentlichen Sektor keine Anreize für Investitionen bietet. Bei einer Stärkung des US-Dollars, eines stabilen Ölpreises und einer Erholung der rohstoffreichen Schwellenländer ist jedoch eine Verbesserung der Exporte möglich. Dafür spricht auch, dass in einigen Ländern wegen des niedrigen Ölpreises Investitionen aufgeschoben wurden, die aber irgendwann nachgeholt werden (müssen). Insgesamt verzeichnen wir daher in Europa eine zwar moderate Wachstumsrate, die den Unternehmen Raum für Wachstum bietet, die jedoch vor dem Hintergrund der hohen Schulden und Arbeitslosigkeit für Staat und Gesellschaft nicht zufriedenstellend ist.

China

Die Befürchtungen einer harten Landung - d.h. Wachstumsraten von nur 4 % - 5 % - in China haben sich wieder einmal als falsch erwiesen. Im Gegenteil, die chinesische Regierung hat mit ihrem kürzlich vorgelegten 5-Jahresplan erneut ihren Willen untermauert für 2016 ein Wachstum des Sozialprodukts von 6,5 % zu erreichen. Im Rahmen dieses Planes wird vor allem die Infrastruktur weiter ausgebaut und ein kürzlich vorgelegter Plan beziffert die Investitionen in den nächsten drei Jahren auf über Euro 600 Mrd.. Der Schwerpunkt wird auf einem Ausbau des Eisenbahnnetzes (20.000 km) sowie Autobahnen, Flughäfen und dem Nahverkehr liegen. Finanziert werden diese Investitionen u.a. durch eine geplante Erhöhung des Haushaltsdefizits. Wie die nachstehende Grafik verdeutlicht,

Verschuldungsstand (% von BIP)



hat China zwar kein hohes Staatsdefizit, jedoch insgesamt eine recht hohe Verschuldung, die vor allem auf die Kredite staatlicher Unternehmen zurückgeht. Diese Entwicklung wird oft kritisiert, ist jedoch noch nicht kritisch.

Für die weitere Entwicklung in China ist wesentlich, dass sich der Wandel zur einer Dienstleistungsgesellschaft in geordneten Bahnen vollzieht. Die bisherige Entwicklung deutet an, dass diese Transformation gelingen kann, zumal die Regierung sowohl bei der Fiskalpolitik (wie jetzt durch den neuen Plan dokumentiert) als auch der Geldpolitik noch über Spielraum verfügt.

Ölpreis

Der Ölpreis konnte sich in den letzten Wochen stark erholen, wofür neben der besseren Einschätzung der chinesischen Wirtschaft (starke Zunahme der Ölimporte!) vor allem der anhaltende Rückgang der Erdölförderung in den USA verantwortlich ist. Bemerkenswert ist, dass sich der Rückgang der Förderung in den USA in den vergangenen Wochen trotz des Anstiegs des Ölpreises weiter fortgesetzt hat (vgl. das nachstehende Schaubild). Im Zusammenhang mit einer besseren Nachfrage sollte sich daher der Ölpreis auf dem jetzigen höheren Niveau stabilisieren. Natürlich besteht nach wie vor Unsicherheit über die Produktion in den OPEC-Staaten, aber insgesamt ist die Erwartung, dass sich der Überschuss bis Jahresende 2016 weiter abbaut. Auch für die Jahre danach ist nicht von einem erneuten Einbruch des Ölpreises auszugehen, da die konventionelle Ölförderung nach 2017 von dem Rückgang der Investitionstätigkeit der Vorjahre betroffen sein wird.

Fazit

Wir gehen von einer moderat wachsenden Weltwirtschaft aus, wobei Licht und Schatten eng beieinander liegen. Die Volkswirtschaften in den grossen Blöcken USA, China und Europa wachsen zwar, aber ohne grosse Dynamik. Insbesondere in Europa ist eine höhere Dynamik notwendig, um Schulden und Arbeitslosigkeit abzubauen. Einige Schwellenländer werden vom Ölpreis profitieren, andererseits könnte ein wieder stärkerer US-Dollar und steigende US-Zinsen besonders Länder mit einem hohen Leistungsbilanzdefizit negativ beeinflussen. Russland dürfte sich daher wesentlich besser entwickeln als z.B. Brasilien.

Aufgrund der insgesamt nicht sehr ausgeprägten Wirtschaftsdynamik bevorzugen wir weiterhin die Investition in Sektoren, die von einer nachhaltigen Nachfrage profitieren bzw. die in Marktnischen gut aufgestellt sind. Nachhaltige Trends sehen wir insbesondere in der Pharmaindustrie, der Automobil- und Nahrungsmittelindustrie (Endprodukte sowie Zulieferer wichtiger Vorprodukte). Ausserdem bleiben wir investiert in verschiedenen Nischenmärkten im Zusammenhang mit Industrie 4.0 und der Digitalisierung. Bei letzteren achten wir darauf, nicht in Aktien zu investieren, die aufgrund von Modetrends überbeuert sind.

Bad Homburg, im Mai 2016

Willi Ufer Jürgen Brückner
Chief Executive Officer Chief Investment Officer

Ölförderung in den USA

