



Marktbericht Q3 2015

„Im Banne Chinas“

Die Erholung der Aktienmärkte nach der Einigung in der griechischen Schuldenkrise gewährte den Investoren nicht lange Freude. Ein anderes Land mit deutlich grösserer Bedeutung beherrschte plötzlich das Börsengeschehen: China. Aus China kamen gleich von zwei Fronten schlechte Nachrichten. Zunächst war es die Nachricht, dass im Juni erstmals nach zwei Jahren der Autoabsatz einen Rückgang verzeichnete und auch der Ausblick für 2015 auf einen Anstieg von nur 3 % gesenkt wurde. Der Einbruch der chinesischen Aktienbörse wurde zunächst als nicht belastend angesehen. Mit den zunehmend hohen Kursverlusten (nach einem zuvor allerdings übertrieben starken Kursanstieg) kamen jedoch Fragen auf, inwieweit der Börsencrash das Wirtschaftswachstum belasten würde.

Unterdessen waren in Europa und den USA keine besonderen Nachrichten zu vermelden und die Entwicklung der Aktienmärkte wurde neben China vor allem von den Unternehmensberichten bestimmt.

Mit wenigen Ausnahmen verzeichneten die Unternehmen unseres Anlageuniversums gute Ergebnisse und die gute Entwicklung wurde auch von den Aktionären mit Kurssteigerungen gewürdigt. Auffällig ist allerdings, dass viele europäische Unternehmen darauf hinwiesen, dass Umsatz- und Er-

tragsentwicklung in wichtigem Ausmaß durch den starken US-Dollar beflügelt wurden.

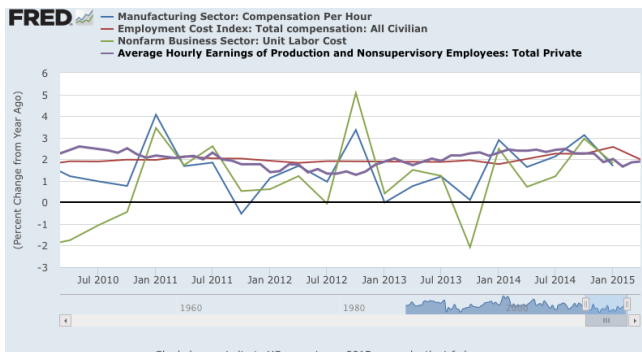
Im einzelnen wird das Börsengeschehen durch folgendes Szenario geprägt:

USA

Nach dem starken Einbruch des Wirtschaftswachstums im ersten Quartal konnte die Wirtschaft im zweiten Quartal wie erwartet wieder zulegen. Das Wachstum war jedoch keineswegs überschäumend, da sich die Verbraucher trotz der niedrigen Benzinpreise zurückhalten und insbesondere aufgrund der sinkenden Ölpreise im gesamten Energiesektor die Investitionen eingeschränkt wurden.

Für die weitere Entwicklung der Finanzmärkte steht natürlich die mögliche Zinsentscheidung der amerikanischen Notenbank im Vordergrund. Das Argument der Notenbank für die erste Zinsanhebung seit neun Jahren wird im wesentlichen die Erwartung steigender Lohnkosten und ein Anstieg der Inflationsrate auf 2 % sein (welches auch dem Ziel der Notenbank entspricht). Zwar lassen die Lohnkosten bisher keinen nachhaltigen Anstieg erkennen (vgl. den nachstehenden Chart, der verschiedene Indikatoren der Lohnkosten aufzeigt). Die Notenbank argumentiert jedoch, dass die sinkende Arbeitslosenrate früher oder später zu Lohndruck führt (diese Einschätzung entspricht der allgemein

als Philipps-Kurve bekannten inversen Beziehung zwischen Inflation und Arbeitslosenrate).



Im Zusammenhang mit der Inflationsrate sind auch die Markterwartungen von Bedeutung (die auch die Notenbank bei ihrer Zinspolitik beachten wird). Wie die nachstehende Grafik zeigt, haben sich die Inflationserwartungen nach einem kurzen Anstieg zu Beginn dieses Jahres wieder zurückgebildet. Bemerkenswert ist jedoch, dass die Markterwartung genau dem Ziel der Notenbank entspricht (eine interessante Erklärung über die Berechnung der Inflationserwartungen liefert der beigefügte Text der Federal Reserve Bank of San Francisco: <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2005/october/inflation-expectations-how-the-market-speaks/>).



Europa

Erfreulich ist, dass der lang anhaltende Konflikt um eine Lösung der griechischen Schuldenproblematik das Wachstum in der Eurozone nicht beeinträchtigt hat. So berichtet Markit, ein Anbieter von globalen Konjunkturumfragen, dass sich der Einkaufsmangerindex für die gesamte Eurozone auf fast unverändert hohem Niveau bewegt. Wie in den Vormonaten ist Spitzenreiter Spanien, wobei Frankreich und Italien eine etwas schwächere Tendenz aufweisen. Bei den wichtigen Indizes in Deutschland und

Frankreich ist bemerkenswert, dass der Ifo in Deutschland nach zwei Rückgängen wieder eine leichte Erholung aufzeigte, während der Verbraucherindex INSEE in Frankreich einen minimalen Rückgang verzeichnete.

Ausgehend von der bisherigen Datenbasis wird damit für die Eurozone insgesamt ein Wachstum von 1,5 % erwartet. Die Veränderungsdaten sind somit positiv, die Bestandsdaten (hohe Arbeitslosigkeit, hohe Schuldenquote) sind jedoch unverändert unbefriedigend. Unbefriedigend ist auch, dass das Wachstum in vielen Ländern vom privaten Konsum getragen wird und die Investitionsdynamik nach wie vor enttäuscht. Hier ist die Hoffnung, dass im Rahmen des sogenannten Juncker-Plans eine verstärkte Investitionstätigkeit erfolgt. Im Rahmen dieser Investitions-Initiative sollen Investitionsprojekte von einem Volumen über 315 Milliarden Euro angestoßen werden. Erste Aktivitäten haben in Frankreich bereits im Bereich der erneuerbaren Energien begonnen.

Was ist von diesem Plan zu halten? Da der Plan auf privaten Projekten beruht, ist ein Erfolg zur Aufbringung der 315 Milliarden Euro keineswegs sicher. Vergleicht man ausserdem die geplante Investitionssumme im Jahresdurchschnitt mit dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) der EU pro Jahr, macht sie nur rund 0,8 Prozent aus. Ausserdem ist es möglich, dass ohnehin geplante private Projekte mit in den Plan einbezogen werden und daher das zusätzliche Volumen geringer ausfällt.

Europa steht daher vor grossen Herausforderungen, ein wirklich nachhaltiges Wachstum zu schaffen, denn die Sondereffekte aus US-Dollar und Ölpreisrückgang sind nicht dauerhaft. Aufgrund der geringeren Wachstumsdynamik in den Schwellenländern werden zudem die Exportchancen eingetrübt. Vor diesem Hintergrund ist jedoch positiv zu vermerken, dass die Zinsen auf absehbare Zeit niedrig bleiben werden.

China

Die Abschwächung der Wachstumsraten in China (und die geringe Verkaufsdynamik der Automobile) kommt keineswegs überraschend. Sie folgt dem Ziel der Regierung, die Wirtschaftsstruktur zu verändern und das Wachstum stärker auf den privaten Konsum abzustellen. Als Wachstumshemmnisse erweisen sich eine Reihe von Faktoren: Hohe

Lohnkosten (vor allem in den Küstenregionen), Umweltproblematik, Alterung der Bevölkerung und Verschärfung der Kreditvergabe.

Bei alledem besteht allerdings kein Grund zur Panik, denn die chinesische Wirtschaft weist trotzdem eine der höchsten Wachstumsraten der Welt auf! Auch der Konsum, der mit einer Rate von über 10 % wächst, beruht aufgrund der hohen verfügbaren Einkommen (sie wachsen mit rund 7 % jährlich) auf einer soliden Grundlage und unterstreicht die Strukturwende. Das hohe Wachstum der verfügbaren Einkommen, verbunden mit der Zuwanderung aus den Landregionen (wo die Durchschnittseinkommen mit 5.554 Yuan nur rund ein Drittel der Einkommen in den Städten ausmachen) erklärt das rasche Wachstum des Mittelstandes. Neben dem Wachstum des Mittelstandes sind noch folgende Wachstumstreiber von nachhaltiger Bedeutung:

- die Urbanisierung (ein erklärtes Ziel der Regierung)
- die Initiative „Belt and Road“, die ähnlich der alten Seidenstrasse neue Verkehrswege erschliessen möchte

Vor diesem Hintergrund mag der Börseneinbruch zwar kurzfristig verstimmen, in wenigen Monaten sollten jedoch die langfristigen Wachstumskräfte in den Vordergrund treten. Dabei ist auch zu beachten, dass nach chinesischen Presseberichten nur 6,8 % aller Chinesen ein Depot haben und der Durchschnittsbetrag bei 70 % der Depotinhaber lediglich 100.000 Yuan (ca. Euro 15.000) beträgt.

Ausserdem darf nicht übersehen werden, dass die Eintrübung der Wachstumsraten kontrolliert erfolgt und die Regierung mittels der Zinspolitik und hoher Devisenreserven über die Finanzkraft verfügt, jederzeit einen schärferen Einbruch abzuwehren. Der wiederholte Rückgang des wichtigen Einkaufsmanagerindex PMI (und aller seiner Komponenten) im Juli zeigt jedoch an, dass kurzfristig keine Erholung zu erwarten ist.

Ölpreis

Der Ölpreis kam in den letzten Monaten wieder unter Druck. Zur Schwäche trug nicht nur die Erwartung eines steigenden Angebots aus dem Iran bei, sondern auch die anhaltend hohe Produktion in den USA und den OPEC-Staaten. Auch aus Russland werden neue Rekordproduktionszahlen

gemeldet. Eingetrübt wurde die Preisentwicklung ferner durch die Nachfrageseite, wo sich insbesondere die Wachstumssorgen in China und anderer Schwellenländer auswirkten.

Fazit

Trotz Gegenwinds von verschiedenen Seiten (China, mögliche Zinserhöhung in den USA) haben sich die Aktienmärkte in jüngster Zeit vergleichsweise wieder positiv entwickelt. Hierzu haben vor allem die überwiegend positiven Unternehmensnachrichten beigetragen. Hier wurde wieder einmal deutlich, dass eine Vielzahl von Unternehmen aufgrund eines nachhaltigen Geschäftsmodells auch in schwierigen Zeiten ihren Umsatz teils deutlich ausweiten konnten. Zum Teil wurde diese Umsatzausweitung durch den starken Dollar beflügelt. Wesentlich für die Nachhaltigkeit der Erträge ist jedoch, dass in vielen Fällen das Umsatzwachstum durch eine gute Marktaufstellung in Zukunftsmärkten getragen wurde. Damit bestehen gute Chancen, dass Aktien dieser Unternehmen weiterhin eine positive Kursentwicklung aufzeigen werden.

Die Entwicklung auf den Finanzmärkten wird in den nächsten Monaten u.a. auch durch die immer wahrscheinlichere Zinserhöhung der amerikanischen Notenbank bestimmt werden. Für die Entwicklung ist weniger diese Erhöhung wichtig (die bereits weitgehend vorweggenommen ist), sondern vielmehr die Frage, ob dieser ersten Zinserhöhung bald weitere Erhöhungen folgen werden. Wir glauben, dass dies nicht der Fall sein wird, da weder die Lohnkosten noch die moderate Wirtschaftsentwicklung eine solche Notwendigkeit anzeigen. Manche Beobachter sprechen daher auch schon vom „one and done“. Ausserdem ist zu beachten, dass die sinkenden Rohstoffpreise und die geringere Wirtschaftsdynamik in den Schwellenländern tendenziell einen positiven Einfluss auf die Preisentwicklung haben werden.

Das Umfeld für die Aktienmärkte bleibt daher weiterhin positiv. Aufgrund der moderateren Wirtschaftsentwicklung in vielen Regionen muss jedoch bei der Anlageentscheidung immer stärker differenziert werden.

Jürgen Brückner
Chief Investment Officer