



Marktbericht Q4 2015

„Globales Wachstum intakt“

Die im Sommer begonnene Korrektur der Aktienmärkte erwies sich zuletzt als wesentlich hartnäckiger als zunächst angenommen. Die Gründe für den starken, teilweise panikartigen Einbruch der Aktienmärkte lagen in der Erwartung eines deutlichen Einbruchs der Wachstumsraten in China sowie einer weiteren Schwächung der Schwellenländer im Zusammenhang mit der erwarteten Zinserhöhung in den USA. Wie häufig bei extremen Marktbewegungen werden die Fakten oft verzerrt dargestellt. Getreu dem Motto, dass die „Kurse die Nachrichten machen“ (und nicht etwa umgekehrt!) werden vor allem diejenigen Daten kommentiert, die in das negative Gesamtbild passen. Dies gilt besonders für die Berichterstattung über China, wo sich insbesondere die deutsche Presse fast ausschließlich auf den Rückgang der Wachstumsraten im verarbeitenden Gewerbe konzentrierte. Die Stärke des privaten Verbrauchs und auch die Verbesserung des Immobilienmarktes fanden hingegen keine Beachtung.

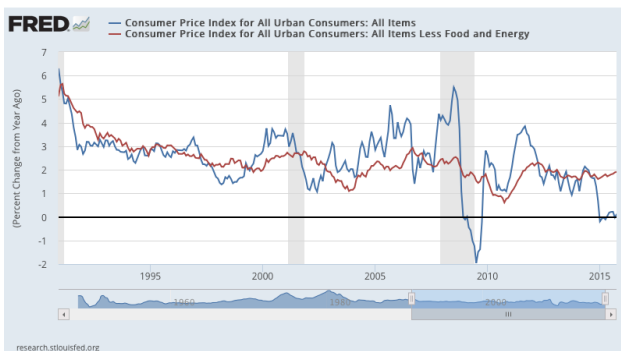
Beendet wurde die negative Börsenphase erst im Oktober durch die in Aussicht gestellte Ausweitung des Ankaufprogramms von Anleihen durch die europäische Zentralbank. Positiv wirkten ferner etwas bessere Wirtschaftsdaten aus China, die wieder zu einer erhöhten Risikobereitschaft an den Märkten führte.

USA

Die jüngst veröffentlichten Daten über das Wachstum des Sozialprodukts in den USA im dritten Quartal bestätigen das Bild einer Wirtschaft, die zwar moderat wächst, aber mit weniger Schwung als noch im Vorquartal. Als Stütze der Wirtschaft erweist sich nach wie vor der private Verbrauch, der von der steigenden Beschäftigung und den sinkenden Energiekosten profitiert. Die Kehrseite der sinkenden Energiepreise sind jedoch die Investitionen und hier zeigten sich im dritten Quartal deutliche Bremseffekte. Eine Analyse der Komponenten des Sozialprodukts zeigt auch, dass der Exportsektor kaum einen Beitrag zum Wachstum leistet. Zwar leiden einzelne Firmen unter dem starken US-Dollar, insgesamt weist die amerikanische Wirtschaft jedoch nur eine geringe Abhängigkeit vom US-Dollar auf.

Besonderes Augenmerk schenken die Finanzmärkte regelmässig dem monatlichen Bericht über den Arbeitsmarkt, da sie sich hiervon Hinweise auf die Notenbankpolitik erhoffen. Der letzte Bericht überraschte gleich in zweierlei Hinsicht (Arbeitsplätze und Lohnkosten) und nährte damit die Erwartung einer Zinserhöhung noch in diesem Jahr. Besonders die Lohnkosten überraschten mit einer Erhöhung von 2,5 %, die stärkste Erhöhung seit 2009. Ein genauer Blick auf die Komponenten zeigt je-

doch, dass es offenbar einige Sondereffekte gab, die sich nicht in die Zukunft fortschreiben lassen. Unabhängig von diesen kurzfristigen Verzerrungen ist der Trend jedoch aufwärts gerichtet. Auch die Inflationsrate wird bei Abflauen der rückläufigen Energiepreise wieder ansteigen. Bereits jetzt erreicht die Kernrate (ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise) rund 2 % und liegt daher deutlich über der Inflationsrate (vgl. die blaue Linie in der nachstehenden Grafik). In Kenntnis dieser Entwicklung wird die amerikanische Notenbank wohl noch im Dezember diesen Jahres die Zinsen erhöhen.



Europa

Die wichtigsten europäischen Volkswirtschaften Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien befinden sich nach wie vor auf Erholungskurs, jedoch hat die Wachstumsdynamik im dritten Quartal ggü. dem Vorquartal leicht nachgelassen. Unverändert weist Spanien mit rund 3 % die höchsten Wachstumsraten auf. Spanien profitiert von allen Ländern am stärksten vom Ölpreistrückgang und das Land profitiert zusätzlich von Rekordeinnahmen aus dem Tourismus. In Deutschland ist das Wachstum etwas verhaltener, jedoch bewahrheiteten sich nicht Befürchtungen, dass das Land unter dem Abgas-Skandal von Volkswagen leiden könnte. Zumindest der wichtige Konjunkturindikator des Ifo-Instituts blieb im vergangenen Monat relativ stabil. In Frankreich hatte sich zuletzt insbesondere das Verbrauchervertrauen stark verbessert. Möglicherweise wird in Paris durch die schrecklichen Terroranschläge der Konsum temporär beeinträchtigt, eine solche Entwicklung sollte sich jedoch nicht auf das ganze Land erstrecken. Positiv ist in Frankreich wie der ganzen Eurozone zu vermerken, dass die Kreditvergabe wieder zugenommen hat.

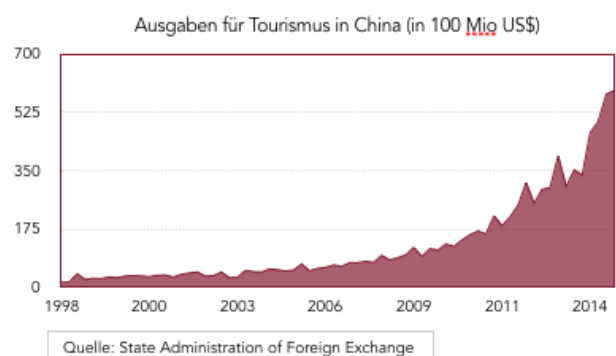
Die hohen Arbeitslosenraten in Europa zeigen an, dass trotz der verbesserten Wachstumsperspekti-

ven die Eurozone noch weiterer Stimuli bedarf um auch eine nachhaltige Verbesserung der Beschäftigung zu erreichen. Die europäische Zentralbank hat sich auch aus diesem Grund für eine Ausweitung ihres Kaufprogramms von Anleihen ausgesprochen.

China

Die Wachstumsrate des chinesischen Sozialprodukts hat sich im dritten Quartal nur leicht von 7 % auf 6,9 % abgeschwächt. Nach den Börsenturbulenzen im Sommer hatten viele Analysten einen deutlicheren Rückgang erwartet, so dass erneut Zweifel an der Korrektheit der Daten aufkamen. Diese Zweifel mögen berechtigt sein, wir dürfen jedoch nicht übersehen, dass die Erhebung der Daten für die Berechnung des Sozialprodukts immer mit erheblicher Unsicherheit verbunden ist. Wie ist es zu erklären, dass in China geringste Abweichungen von der Erwartung zu wahren Börsenbeben führen, während in den USA sehr starke Abweichungen zwischen der ersten Schätzung und dem finalen Wert an der Tagesordnung sind?

Letztendlich steht eine weitere Abschwächung der Wachstumsraten in China im Einklang mit der geplanten Umwandlung der Wirtschaft in eine stärker konsumorientierte Gesellschaft. Die weit über dem Sozialprodukt liegenden Wachstumsraten des privaten Verbrauchs bezeugen, dass dieser Umbau der Wirtschaft gelingt. Wer auch an diesen Daten Zweifel hat, der möge einen Blick auf die zunehmende Anzahl chinesischer Touristen werfen, die als gutes Indiz für das Wachstum der Mittelklasse gelten können. Auch die offiziellen Daten der chinesischen Behörden bestätigen diese Entwicklung, wie die nachstehende Grafik eindrucksvoll dokumentiert.



Ölpreis

Der Ölpreis leidet nach wie vor unter einem Angebotsüberschuss. Zwar ist die Produktion in den USA seit ihrem Rekord im Juli diesen Jahres um etwa 500.000 Barrel pro Tag gefallen, aber dieser Rückgang ist viel zu niedrig um die Erhöhung der Produktion in anderen Regionen der Welt auszugleichen. Viele Organisationen erwarten daher erst Ende 2016 einen Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage. Der Ölpreis könnte jedoch schon vorher wieder anziehen, wenn deutlich wird, dass die eingestellten Investitionen zu einem auch längerfristigen Produktionsrückgang führen.

Fazit

Die Finanzmärkte sind nicht nur durch die rückläufigen Wachstumsraten in China verunsichert worden, sondern auch durch den scharfen Rückgang der Rohstoffpreise. Gerade der Rückgang der Rohstoffpreise wurde vielfach - fälschlicherweise - als Indiz für eine schwache globale Nachfrage angesehen. Richtig ist jedoch, dass die Preisschwäche überwiegend den Anstieg der Produktion widerspiegelt. Dies wird besonders deutlich an den Ölimporten von China, die entgegen der vorherrschenden Meinung keineswegs sinken, sondern mit einer Jahresrate von ca. 8 % steigen.

Auch wenn in einigen Regionen der Welt (besonders den rohstoffexportierenden Schwellenländern) die Wachstumsraten des Sozialprodukts rückläufig oder gar negativ sind, so befinden sich doch die drei wichtigsten Blöcke USA, Europa und China auf einem stabilen, wenn auch moderaten Wachstumspfad.

Die Aktienmärkte werden daher immer stärker differenzieren zwischen Unternehmen, die von nachhaltigen Trends profitieren und solchen, die abhängig sind von den jetzt geschwächten Sektoren Energie und Rohstoffe.

Die Zinserhöhung der amerikanischen Notenbank ist weitgehend von den Märkten vorweggenommen und trifft daher die Märkte nicht unerwartet. Die neue Unsicherheit aufgrund der stärkeren Terrorismusgefahr sollte sich nicht nachhaltig auf den Konsum auswirken. Möglich ist jetzt eine schnellere Normalisierung der Beziehungen zwischen der EU

und Russland, wovon besonders deutsche Unternehmen profitieren würden.

Bad Homburg, im November 2015

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer