



Nachdem im letzten Quartal die Aktienmärkte einen sehr starken Einbruch erlitten hatten, wurden zu Beginn des Jahres die Anleger wieder versöhnlicher gestimmt. Der Anstieg zu Jahresbeginn gründet sich vor allem auf die Hoffnung eines Ende des Handelsstreits mit China sowie auf die Erwartung, dass die amerikanische Notenbank die Zinsen dieses Jahr entweder gar nicht mehr erhöht oder sogar senkt. Sehr gute Zahlen des amerikanischen Arbeitsmarktes sorgen dafür, dass die Furcht vor einer Rezession abnahm und beflügelten so ebenfalls den Aktienmarkt.

Traditionell werden in den ersten Handelswochen des Jahres auch die Unternehmensergebnisse veröffentlicht, die oftmals der Börse neue Impulse geben. Dieses Jahr waren die Ergebnisse eher gemischt, da sich der Handelsstreit in vielen Bilanzen niederschlug. Belastet hat zusätzlich bei einigen führenden Technologieunternehmen, dass die geringere Wachstumsdynamik in China die Umsatzzahlen negativ beeinflusste. Als Belastungsfaktor für viele Technologiefirmen erwies sich ebenfalls der längere Produktzyklus von Smartphones: Vor der Einführung von 5G-fähigen Smartphones halten sich Hersteller und Verbraucher mit neuen Modellen bzw. Käufen eher zurück. Ausserdem fehlen neue bahnbrechende Anwendungen, die als Kaufanreiz dienen könnten. Enttäuschend war auch der Automobilsektor, der neben schlechteren Absatzwerten auch unter den erhöhten Investitionen im Zusammenhang mit der Elektromobilität und dem auto-

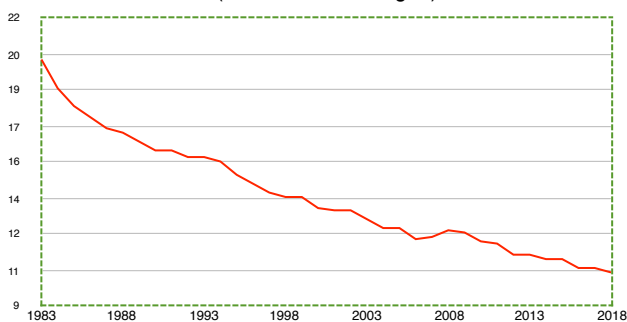
nomen Fahren litt. Hiervon wurden auch viele Zulieferer betroffen.

USA

Bis vor wenigen Wochen gingen viele Analysten noch von einer Rezession im nächsten Jahr in den USA aus. Diese Einschätzung wurde insbesondere durch die Verengung der Zinsspanne zwischen 10- und 2-jährigen US-Staatsanleihen geprägt, denn in der Vergangenheit war eine negative Zinsspanne oftmals der Vorbote für eine Rezession. Auch steigende Zinsspannen für Unternehmensanleihen wurden als eine Begründung für eine mögliche Rezession angesehen. Wirtschaftlich sprach für die höhere Wahrscheinlichkeit einer Rezession vor allem die als zu aggressiv empfundene Zinspolitik der Notenbank, denn bei der hohen Unternehmensverschuldung hätten weiter steigende Zinsen eine hohe Zusatzbelastung bedeutet, die die Unternehmen zu geringeren Investitionen veranlasst hätten und/oder den Bankensektor durch Insolvenzen belastet hätte. Die deutliche Abkehr von der aggressiven Zinspolitik stellte daher die Rezessionssorgen schnell in den Hintergrund. Das erkennt man auch an der Zinsspanne, die sich von dem Tiefpunkt im Dezember leicht erholen konnte. Ebenfalls deutlich erholen konnte sich der wichtige Einkaufsmanagerindex des Institute of Supply Management (ISM), der im Januar den starken Einbruch vom Dezember wettmachte.

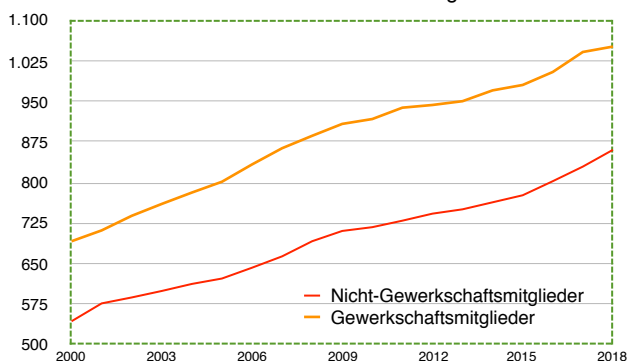
Aufgrund des Regierungsstillstands wurden bisher die Daten zum Wachstum des Sozialprodukts noch nicht veröffentlicht. Deshalb kommt den Arbeitsmarktdaten umso mehr Bedeutung zu. Der Arbeitsmarkt ist weiterhin sehr fest und sowohl die Anzahl der neu geschaffenen Stellen als auch die Zahl der offenen Stellen zeugen von ausgesprochener Robustheit. Bemerkenswert ist vor diesem Hintergrund vor allem das nach wie vor verhaltene Wachstum der Löhne. Im Zusammenhang mit dem überraschend moderaten Lohnwachstum lohnt es sich den Blick auf sich auf eine Zahl zu richten, die in den Medien wenig Aufmerksamkeit findet: Im vergangenen Monat veröffentlichte das U.S. Bureau of Labor den Prozentsatz der Gewerkschaftszugehörigkeit in den USA für das Jahr 2018. Wie die folgende Grafik zeigt, ist die Mitgliedschaft in Gewerkschaften stetig zurückgegangen und liegt heute bei nur noch 10,5 % der Beschäftigten, nur halb so hoch wie in den 80er Jahren.

Entwicklung der Gewerkschaftszugehörigkeit in den USA
(in % der Beschäftigten)



Dieser Rückgang ist signifikant, weil er erklären könnte, warum wir keinen bisher größeren Anstieg des Lohnanstiegs verzeichnen. Wenn die Gewerkschaftszugehörigkeit die Löhne beeinflusst, sollten wir beobachten, dass das Durchschnittsgehalt der Mitglieder höher ist als das der Nicht-Mitglieder. Wie aus der folgenden Grafik ersichtlich ist, gibt es in der

Entwicklung des Durchschnittseinkommens
amerikanischer Beschäftigter



Tat eine Tendenz zugunsten der Mitglieder, obwohl sich der Unterschied 2018 etwas verringert hat.

Unter den wenigen harten Daten, die bisher veröffentlicht wurden, waren vor allem die Einzelhandelsumsätze, die sich jedoch enttäuschend entwickelten. In fast allen Bereichen waren im Vormonatsvergleich Rückgänge zu verzeichnen und auch im Jahresvergleich ergab sich mit 2,3 % ggü. dem Vormonat (4,1 %) ein deutlicher Rückgang der Dynamik. Vor dem Hintergrund des festen Arbeitsmarktes spricht jedoch viel dafür, dass es sich um einen Einmaleffekt handelt.

Europa

Nach der ersten Schätzung von Eurostat hat das Wachstum des Sozialprodukts im Euroraum im vierten Quartal mit + 1,2 % (ggü. dem Quartal des Vorjahres) erneut enttäuscht. Damit war ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen, denn im ersten Halbjahr 2018 lagen die Wachstumsraten im Jahresvergleich noch deutlich über 2 %. Mit 0,6 % im Jahresvergleich bildete Deutschland wiederum das Schlusslicht, nur „übertroffen“ von Italien, welches lediglich mit 0,1 % im Jahresvergleich „wuchs“ (-0,2 % ggü. dem Vorquartal, so dass auch von einer technischen Rezession gesprochen wird). Weit über dem Durchschnitt der EU liegende Wachstumsraten verzeichneten insbesondere die skandinavischen und osteuropäischen Länder sowie wiederum die Niederlande. Selbst Frankreich übertraf mit 0,9 % Deutschland. Die Einzelheiten der Zusammensetzung des Sozialprodukts in Deutschland sind noch nicht bekannt, aber es ist zu vermuten, dass die „Schuld“ wieder auf den neuen Zulassungsstandard WLTP und die damit verbundene Zurückhaltung beim Autokauf zurückgeführt wird.

Wer so argumentiert, übersieht jedoch, dass ein Wachstumshemmnis auch deshalb entsteht, weil Deutschland bei allen führenden Technologien ins Hintertreffen gerät. Dies ist besonders offensichtlich bei der Entwicklung von KI, wo das im Koalitionsvertrag vereinbarte KI-Zentrum noch nicht einmal in Ansätzen erkennbar ist. Es ist ebenfalls nicht erkennbar, wie bei deutschen Gehältern 100 Professorenstellen in einem umkämpften Markt jemals besetzt werden können. Das mangelnde Tempo bei KI lässt sich nahtlos übertragen auf die Einführung von 5G, wo bis heute um die Details der Auktion für die Frequenzen gerungen wird. In Spanien z.B. wurden bereits im Sommer letzten Jahres Frequenzen ver-

steigert und mehrere Städte haben bereits Pilotprojekte vorgelegt.

Der Rückstand Deutschlands ist jedoch nicht nur bei den modernen Technologien sichtbar, sondern zeigt sich auch in dem klassischen Feld der Mobilität: Während z.B. in Europa in mehr als 15 Städten bereits autonome U-Bahnen fahren, gibt es in Deutschland lediglich in Nürnberg eine selbstfahrende U-Bahn. In Hamburg ist eine fahrerlose S-Bahn für 2021 geplant. Selbstfahrende U-Bahnen senken nicht nur den Energieverbrauch (ca. 30 %), sondern ermöglichen auch eine geringere Taktfrequenz. Damit begünstigen fahrerlose U-Bahnen die Stärkung des schienengetriebenen Nahverkehrs zu Lasten des Automobilverkehrs. Der technologische Wandel in diesem Bereich geht jedoch äusserst langsam voran, da die Politik gerade in Deutschland schwerpunktmässig auf den Automobilsektor ausgerichtet ist.

Betrachtet man die Wachstumsperspektiven für die gesamte Eurozone, so spielen natürlich die Exporte eine grosse Rolle. Zahlen von Eurostat ist jedoch zu entnehmen, dass die Wachstumsbeiträge der Exporte zum Sozialprodukt in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich sind. Im dritten Quartal (die letzten verfügbaren Detaildaten) hatte Deutschland z.B. einen negativen Wachstumsbeitrag (erklärt durch die Autoexporte), aber viele Länder wiesen trotz eines widrigen Umfeldes einen positiven Beitrag auf: Belgien, Frankreich, Italien, Niederland, Irland, Slowakei und Österreich. Es zeigt sich also, dass der Handelsstreit bereits damals die Länder in sehr unterschiedlicher Weise betroffen hat.

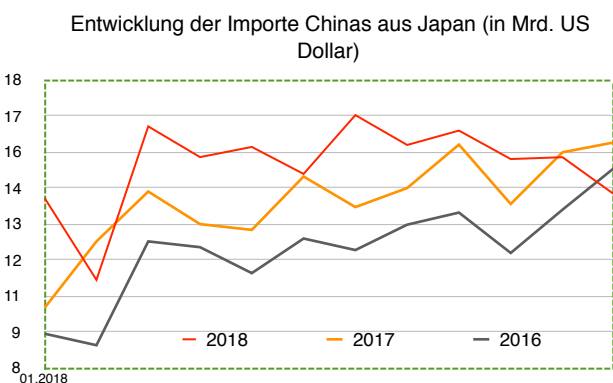
China

In China deuten weiterhin alle Indikatoren auf eine Fortsetzung der konjunkturellen Abkühlung hin. Den Detaildaten der Entstehung des Sozialprodukts im vierten Quartal ist zu entnehmen, dass insbesondere der Immobiliensektor von einer Abschwächung betroffen ist (+2% im Jahresvergleich), während der IT-Sektor weiterhin mit einer Wachstumsrate von rund 30 % pro Jahr wächst. Der Anteil dieses Sektors ist jedoch mit 3,6 % immer noch sehr klein.

Die chinesische Führung hat auf die Tendenz der Abkühlung mit mehreren Massnahmen reagiert. Besonders deutlich wird die Stimulierung anhand der gestiegenen Kreditvolumina. Aufgrund der fallenden Inflationsrate, die derzeit bei 1,7% liegt, ergibt sich auch noch Freiraum für eine lockerere Geldpolitik. Geringere Zinsen bedeuten eine Erleichterung

für viele Schuldner, denn offenbar steigt das Risiko von Insolvenzen, denn zwei grössere Schuldner befinden sich in einem Zahlungsrückstand bzw. sind insolvent (China Minsheng Investment Group Corp. und Wintime Energy Co.).

Die Schwächephase der chinesischen Wirtschaft erstreckt sich auf alle Bereiche, wie man gut an den chinesischen Importen aus Japan ablesen kann. Da die Importe ein breites Produktspektrum widerspiegeln, sind sie ein guter Indikator für die Wirtschaftsleistung. In der nachstehenden Grafik erkennt man deutlich den tiefen Einbruch im Dezember 2018, während in den beiden Vorjahren jeweils ein Anstieg zu verzeichnen war.



Fazit

Die Nachrichten aus Politik und Wirtschaft der letzten Monate machen selbst Optimisten nachdenklich, denn wir erleben derzeit die Abkehr von bewährten Prinzipien. Hierzu gehört nicht nur der Freihandel, die soziale Marktwirtschaft (prägnant definiert als Verknüpfung der Freiheit auf dem Markt mit dem des sozialen Ausgleichs), sondern auch die geopolitische Aufteilung der Welt in zwei Blöcke. Mit dem Erstarken Chinas, der Neudefinition seiner Machtsphäre in Russland und dem Umbruch in der muslimischen Welt, kommt es zunehmend zu politischen Spannungen, die in der Sicherheitskonferenz in München offen zutage traten. Die wirtschaftlichen Spannungen äussern sich in der Zunahme populistischer Tendenzen in fast allen grossen Ländern Europas und kommen zu einem Zeitpunkt während dem Europa vor dem Hintergrund der Migrationswelle und der alternden Bevölkerung vor besonderen Herausforderungen steht.

Für den Anleger wird die Entscheidungsgrundlage erschwert durch den immer rascheren technologischen Fortschritt, der das langfristige Investieren in bekannten Branchen ad absurdum führt. Bewertung

gen als Richtschnur für die Anlageentscheidung sind wertlos, wenn sich die Gewinne über Nacht halbieren. Gefragt ist daher zunehmend die Anlage in Gesellschaften, die den technologischen Wandel mitgestalten bzw. durch den technologischen Wandel ihre Produktivität erhöhen. Hierzu zählen wir insbesondere ausgewählte Gesellschaften aus dem Technologie- und Gesundheitssektor. Der Einsatz von Technologie stellt den Schlüssel für eine Steigerung der Produktivität da. Einer Studie der OECD zufolge mit Mikrodaten aus Unternehmen zeigt sich jedoch in der Wirtschaft eine Spaltung, d.h. es gibt einen wachsenden Abstand zwischen „einer Digital-Avantgarde von hochproduktiven Unternehmen und dem Rest“, der die neuen Technologien nicht zu nutzen weiss.

Auch in der vergangenen Berichtsperiode hat sich gezeigt, dass Unternehmen mit Spezialkenntnissen, die in Zukunftsmärkten unterwegs sind und zur Digital-Avantgarde gehören trotz der widrigen Marktbedingungen gute Ergebnisse lieferten. Wesentlich ist, dass die prägenden technologischen Entwicklungen auch in einer komplexeren Welt nicht gebremst werden, denn die Bevölkerung wird auch in Zukunft modernste Medizintechnik, Mobilität und Kommunikationsmittel nachfragen.

Strukturelle Gründe sprechen für dauerhaft niedrige Zinsen. Als Anlagealternative bieten sich daher weiterhin Anlagen in Aktien an soweit Anleihen in Fremdwährungen von Schwellenländern. Für Anleihen in Fremdwährung spricht auch das verbesserte Zinsumfeld, da die Schwellenländer typischerweise in US-Dollar verschuldet sind und stabile bzw. sinkende US-Zinsen die Kreditwürdigkeit verbessern und damit auch die Währung festigen. Diese Strategien sind zwar kurzfristig nicht risikoarm, langfristig aber jeder anderen Anlageklasse überlegen.

Bad Homburg, im Februar 2019

Willi Ufer

Jürgen Brückner