



## Weltweit leichte Eintrübung der Wachstumsdynamik



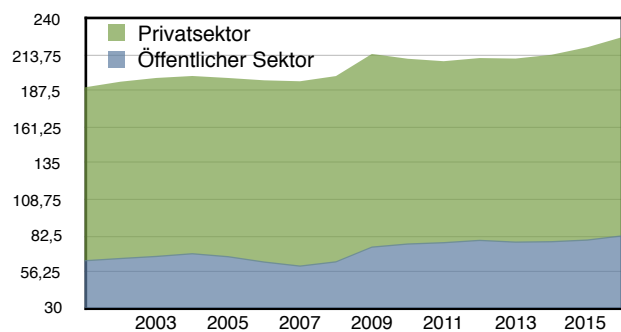
Nach der Marktkorrektur im ersten Quartal haben sich die Börsen in der Folgezeit wieder erholt, jedoch noch nicht die alten Höchststände erreicht. Die Gründe für die Erholung liegen vor allem bei der Entspannung auf der Zinsseite, bei einer gewissen Entspannung in der Geopolitik und wie erwartet überwiegend guten Unternehmensergebnissen. Schlechtere Unternehmensergebnisse gab es überwiegend bei Firmen, die unter dem starken Anstieg des US-Dollars litten.

Der Energiesektor profitierte von dem Anstieg der Ölpreise, während der Technologiesektor seine Verluste im Zusammenhang mit dem Datenskandal bei Facebook schnell wieder ausgleichen konnte.

Die Daten zum Sozialprodukt in den grossen Wirtschaftsblöcken bestätigen, dass sich das Wachstumstempo etwas abgeschwächt hat. Lediglich in China wurde mit 6,8 % eine unveränderte hohe Wachstumsrate verzeichnet.

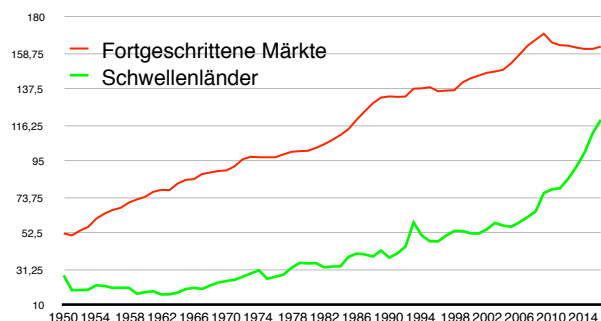
Obwohl die Wachstumsdaten in den grossen Wirtschaftsblöcken zufriedenstellend sind, verweisen Ökonomen zunehmend darauf, dass das Wirtschaftswachstum weiterhin mit einem Anstieg der Verschuldung erkauft wird. Nach Angaben des IMF vom April 2018 hat der Schuldenstand im Verhältnis zum Sozialprodukt ein neues Rekordniveau erreicht (s. nachstehende Grafik). Der Anstieg geht überwiegend auf die Verschuldung im privaten Bereich zurück. Dieser Anstieg erklärt sich grösstenteils aus dem Anstieg bei chinesischen Unternehmen, die dem privaten Bereich zugerechnet werden, jedoch oftmals staatliche Aufgaben übernehmen. Bei der

Entwicklung der globalen Verschuldung im Verhältnis zum Sozialprodukt (in %)



Analyse der Verschuldungsdaten ist ferner zu beachten, dass nicht alle Staaten und Regionen gleichmässig von der Erhöhung der Schulden betroffen sind. Während in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sogar eine leichte Verbesserung zu beobachten ist, verzeichnen die Schwellenländer

Entwicklung der globalen Verschuldung (gewichtetes Mittel in % des Sozialprodukts)

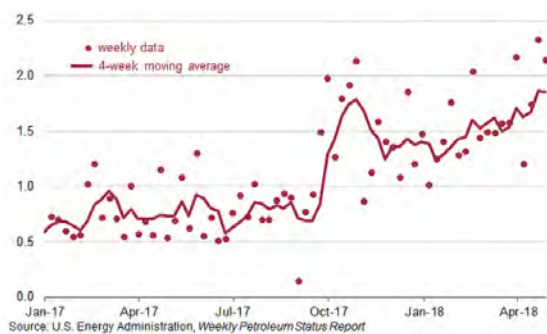


einen starken Anstieg (der wiederum zum Teil auf die chinesischen Unternehmen zurückgeht). Die leichte Abnahme der Verschuldung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist zwar zu begrüßen, aber es stimmt dennoch bedenklich, dass in den letzten 10 Jahren trotz einer moderaten Wirtschaftsdynamik und ultra-niedrigen Zinsen kein stärkerer Abbau der Verschuldung gelungen ist. Solange die Zinsen niedrig bleiben ist die Verschuldung leicht zu verkräften. Eine bedenkliche Entwicklung wäre jedoch eine neue Wirtschaftskrise verbunden mit höheren Zinsen. Ein solches Szenario ist derzeit nicht wahrscheinlich. Möglich wäre es, wenn sich z.B. die Verschuldung in den USA ungebremst stark ausweitet und die amerikanische Zentralbank deshalb die Zinsen stärker als erwartet erhöht und im Gefolge einer solchen Zinserhöhung die Wirtschaft in eine Rezession gerät.

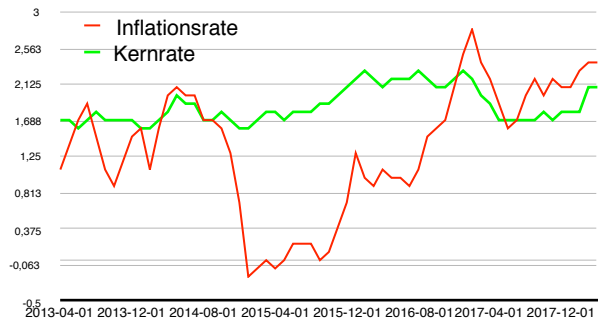
## USA

Das Wirtschaftswachstum in den USA hat sich wie erwartet von einer Jahresrate von 2,9 % auf 2,3 % abgeschwächt. Interessant ist jedoch, dass neben dem privaten Konsum einer der Haupttreiber des Wachstum die Investitionen und der Aussenhandel waren. In den USA ist das Augenmerk derzeit jedoch weniger auf die Dynamik der Wirtschaft gerichtet, sondern stärker auf die Inflationsdynamik und die Prognosen einer schnell ansteigenden Verschuldung. Ein weiteres Spannungsfeld ist das Defizit in der Handelsbilanz, aber hier gab es im vergangenen Monat eine deutliche Verbesserung, so dass die Märkte und der US-Dollar positiv reagierten. Bemerkenswert ist, dass im Zuge der wieder schnell steigenden Ölförderung dieses Mal auch die Ölexporte stark steigen (s. nachstehende Grafik der U.S. Energy Administration). Hiervon profitiert auch die Handelsbilanz.

US Rohölexporte (in Mio Barrel pro Tag)



Entwicklung des Verbraucherpreisindex in den USA



Durch die steigenden Ölpreise ist auch die Inflation wieder stärker in das Augenmerk der Finanzmärkte gerückt. Bereits zuvor waren sowohl die Kernrate als auch die allgemeine Inflationsrate angestiegen wie in der vorstehenden Grafik ersichtlich. Die Befürchtung besteht daher, dass ein Anstieg der Ölpreise weiteren Druck auf die Preise ausüben könnte und damit zinstreibend wirkt. Entgegen den Befürchtungen des Marktes ist der Anstieg der Stundenlöhne jedoch nach wie vor moderat (es hat sich insofern gezeigt, dass der heftige Anstieg im letzten Quartal in der Tat ein „falscher Alarm“ war).

Wenn sich der Ölpreis nach den neuen Spannungen im Nahen Osten möglicherweise längere Zeit über 80 US-Dollar hält, so wirkt zwar der Anstieg der Inflationsrate negativ, die USA profitieren jedoch aufgrund der steigenden Exporte (ermöglicht durch die stark steigende Produktion) von einer solchen Entwicklung. In diesem Zusammenhang könnte auch die Entwicklung der Schulden weniger dramatisch ausfallen als von einigen Experten vorhergesagt. Jüngst hatten Analysten des Brookings Institute darauf hingewiesen, dass bei unveränderter Politik der Schuldenstand bis 2028 eine neue historische Rekordhöhe von über 100 % annehmen könnte.

## Europa

Nach der ersten Schätzung von Eurostat ist das Sozialprodukt im Euroraum im ersten Quartal um 0,3 % gestiegen. Damit hat sich die Jahresrate wie erwartet von 2,8 % auf 2,5 % abgeschwächt. Besonders stark fiel der Rückgang der Wachstumsraten in Deutschland, Frankreich und Österreich auf. Von den grösseren Ländern wurde einzig in Polen eine Beschleunigung verzeichnet, während sich insbesondere in den Niederlanden und in Spanien nur eine sehr geringe Eintrübung einstellte.

Die Abschwächung in Deutschland wird besonders deutlich, wenn man statt der Jahresrate die Veränderung gegenüber dem Vorquartal betrachtet, denn bei dieser Betrachtung fiel das Wachstum nur noch

halb so hoch aus wie in den Vorquartalen. Deutschland bildet nach den Quartalsdaten zusammen mit Italien das Schlusslicht in Europa. Details wurde n bisher nicht veröffentlicht, aber es ist zu vermuten, dass der starke Euro den Aussenhandel beeinträchtigt hat. Bemerkenswert ist, dass die Anzahl der Beschäftigten gegenüber dem Vorjahr um 1,4 % zugenommen hat. Zusammen mit den erwarteten Lohn- und Gehaltssteigerungen sollte der private Verbrauch daher weiter eine starke Stütze für die Wirtschaft bilden, auch wenn in diesem Sektor Deutschland im europäischen Vergleich eher schlecht abschneidet.

### China

China hat im ersten Quartal mit einem Wirtschaftswachstum von 6,8 % wiederum positiv überrascht. Wie angesprochen ist bedenklich, dass das hohe Wachstum mit einer ebenfalls starken Ausweitung der Kredite einhergeht. Positiv ist zu werten, dass der private Konsum stärker steigt als das Sozialprodukt, so dass das Gewicht des Konsumsektors entsprechend zunimmt. Unter den Sektoren fällt wiederum die mit rund 30 % ausgesprochen hohe Wachstumsrate des IT-Sektors auf, während der Immobilienmarkt und das verarbeitende Gewerbe Dynamik verlieren. Diese Entwicklung ist jedoch auch gewünscht, da eine Überhitzung und Fehlallokation von Ressourcen vermieden wird. Die Preisentwicklung der 70 grössten Städte zeigt an, dass in diesem Sektor die Preise nach den Übertreibungen des Vorjahres jetzt stabil sind. Wesentlich ist, dass China die Entwicklung von neuen Technologien sehr stark fördert, vor allem Elektroautos und Industrieroboter, deren Produktion in den ersten vier Monaten um 82,2 % bzw. 35,4 % anstieg.

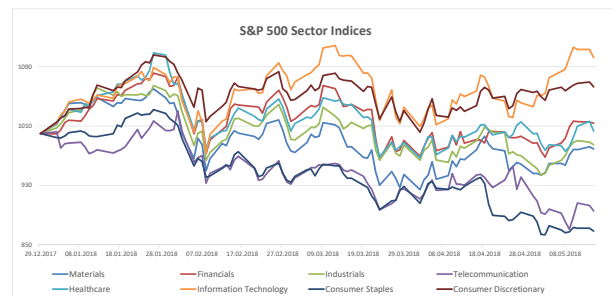
Das statistische Bundesamt in China weist in seinem Bericht vom April jedoch darauf hin, dass „ausländische destabilisierende Faktoren (gemeint sind hier wohl die Handelshemmnisse) zunehmen“ und dass „die Probleme einer unausgewogenen und unzureichenden Entwicklung in China akut sind“. Hierzu zählt neben den rein wirtschaftlichen Faktoren die im weltweiten Vergleich extrem hohe Sparquote sowie die Verschuldung der Staatsunternehmen.

### Fazit

Nachdem die 10-Jahreszinsen in den USA die (nur) psychologisch wichtige Schwelle von 3 % diese Woche überschritten haben, ist das Zinsthema vor allem für den amerikanischen Aktienmarkt nach wie vor eine Belastung und erklärt, warum die Markt

trotz guter Unternehmensdaten nur eine verhaltene Performance aufweist. In Europa wirkt der starke US-Dollar stützend.

Betrachtet man die Entwicklung der verschiedenen Sektoren im amerikanischen Leitindex S&P 500, so fällt die starke Streuung in der Performance der unterschiedlichen Sektoren auf (s. nachstehende Grafik).



Seit Jahresbeginn weist z.B. der Technologiesektor wiederum eine der höchsten Gewinne auf, während andere Sektoren sogar deutliche Verluste registrierten. Das Gewicht vor allem des Technologiesektors im S&P 500 nimmt damit weiter zu. Diese Entwicklung unterstreicht auch den gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Wandel in den entwickelten Volkswirtschaften. Wir glauben, dass sich diese Entwicklung durch die Einführung des schnellen mobilen Internets 5G und die stärkere Durchdringung der Künstlichen Intelligenz weiter beschleunigen wird. Steigende Zinsen werden diesen Trend nicht nachhaltig schädigen.

Bad Homburg, im Mai 2018

Willi Ufer

Jürgen Brückner