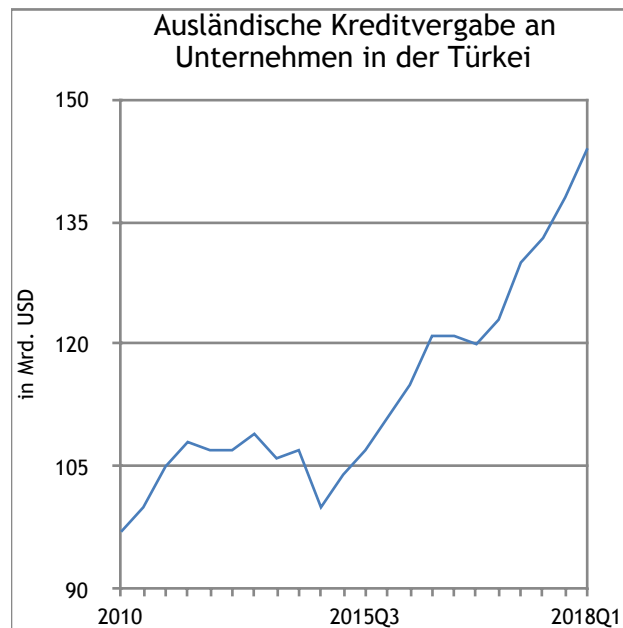


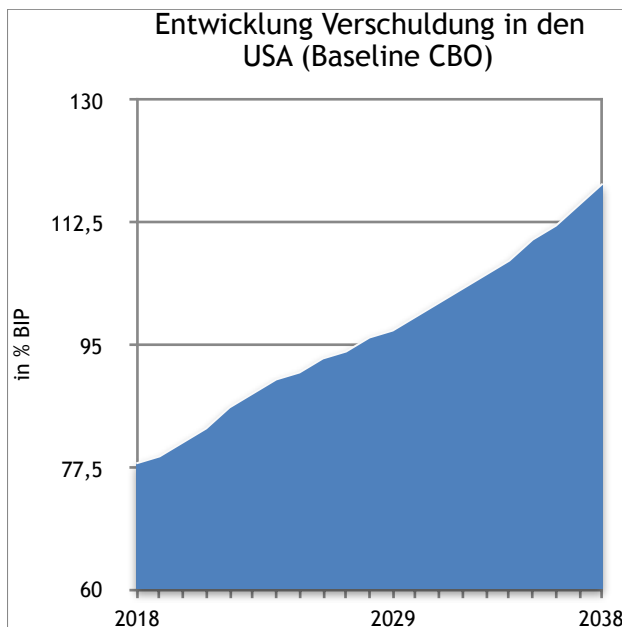


Der Monat August macht oft nicht nur wegen des Wetters von sich reden, sondern gerade im August gab es Ereignisse, die für die Finanzmärkte eine wichtige Zäsur bedeuteten: An erster Stelle ist der August 1982 zu nennen, da in diesem Monat Mexiko die Einstellung der Bedienung seiner Schulden verkündigte. Dieses Ereignis löst später eine Kettenreaktion in Lateinamerika aus und führte letztendlich zu einer neuen Architektur auf den Finanzmärkten. Von ebenso grosser Bedeutung war der August 1998, als Russland seine Zahlungsunfähigkeit erklärte. Im August 2018 steht die Türkei im Rampenlicht, aber die wirtschaftliche Situation der Türkei ist keineswegs so dramatisch wie damals in Mexiko und Russland: Als stark wachsende Wirtschaft hat die Türkei ein Leistungsbilanzdefizit von ca. 6 %, welches sich in 2017 gegenüber den beiden Vorjahren stark ausgeweitet hat. Ein hohes Leistungsbilanzdefizit ist nicht unmittelbar besorgniserregend, wenn es nachhaltig finanziert wird. Es ist gerade die Finanzierung, die vor dem Hintergrund eines hohen Vertrauensverlustes der politischen Führung zu der starken Abschwächung des Währung geführt hat. Dies wird ersichtlich, wenn man bedenkt, dass die Türkei seit Ende 2015 ein kumuliertes Leistungsbilanzdefizit von ca. USD 80 Mrd. aufgebaut hat. Wie man an dem nachstehenden Schaubild erkennt, haben Unternehmen in der Türkei im gleichen Zeitraum ihre Verschuldung gegenüber dem Ausland (in Fremdwährung) um ca. USD 34 Mrd. stark ausgeweitet und so etwa die Hälfte des kumulierten Defi-



zits finanziert. Solange die Währung sich nur moderat im Rahmen des Zinsdifferenz abwertete entstand für die Unternehmen keine besondere Belastung. Aufgrund des Vertrauensverlustes wertet die Währung jedoch sehr stark ab, so dass in Heimatwährung die Schulden steigen und Zweifel an der Solvabilität der Unternehmen aufkommen. Der Anteil der Unternehmenskredite am Sozialprodukt ist mit 67 % im Vergleich mit anderen Schwellenländern (rund 45 %) ebenfalls deutlich höher und unterstreicht die Verwundbarkeit der Unternehmen in der Türkei. Insgesamt ist die Verschuldung in der Türkei

jedoch nicht besorgniserregend, so dass die derzeitige Krise überwunden werden kann. Die Welt wird daher auch diese Krise überstehen, obwohl es immer wieder überrascht, dass politische Führer offenbar glauben, sie könnten den Marktmechanismus ausser Kraft setzen. Die Türkei ist hier kein Einzelfall, denn der amerikanische Präsident stellt mit seinen Äusserungen zur Zinspolitik selbst die Unabhängigkeit der Notenbank infrage. Auch er wird jedoch nicht die typischen Konjunkturzyklen verhindern können. Zwar deutet die stabile Wirtschaft in den USA noch nicht auf eine Überhitzung hin (die Löhne verhalten sich z.B. mit einer Wachstumsrate von 2,7 % p.a. weiterhin moderat), aber es ist unverkennbar, dass der Anstieg der Verschuldung eine Anspannung der Ressourcen bedeutet, auf die die Notenbank früher oder später reagieren wird. Nach den jüngsten Prognosen des Congressional Budget Office wird in den USA ein starker Anstieg der Verschuldung erwartet. Diese Prognose beruht auf der Annahme, dass die derzeitige Gesetzgebung, auf der die Einnahmen und Ausgaben beruhen, unverändert bleibt. Selbst wenn hier später Korrekturen vorgenommen werden, bestehen keine Zweifel, dass Haushaltsdefizit und Schuldenstand in den USA zunehmen werden. Eine solche Entwicklung lässt eine Fortsetzung steigender US-Zinsen erwarten. Unklar ist, wie sich diese Entwicklung auf den US-Dollar auswirkt.



Für die Finanzmärkte ist nicht nur die Wirtschaftsdynamik in den verschiedenen Regionen von Bedeutung, sondern auch der immer schnellere Struktur-

wandel. Bisher ist unklar, ob und in welcher Form die Einführung neuer Handelshemmnisse das Wirtschaftswachstum nachhaltig beschädigen. Sicher ist jedoch, dass viele globale Handelsströme umgeleitet werden. China wird z.B. Flüssiggas, Erdöl und Sojabohnen nicht mehr aus den USA beziehen und es werden daher an anderer Stelle neue Kapazitäten zu Lasten der USA aufgebaut. Die amerikanische Wirtschaft wird trotzdem insbesondere gegenüber Europa bessere Wachstumsraten aufweisen, da allein das Bevölkerungswachstum und die technologische Vorherrschaft einen bedeutenden Impuls darstellen. Die amerikanischen Unternehmen profitieren auch von geringeren Steuern und deutlich geringeren Energiekosten.

Mittlerweile entfällt etwa die Hälfte der weltweiten Wirtschaftsleistung auf die Schwellenländer. Bedenklich ist jedoch nach wie vor, dass das Wachstum in vielen Regionen mit einer Ausweitung der Verschuldung erkauft wird und diese Verschuldung überwiegend in US-Dollar erfolgt. Sollten daher die US-Zinsen stark steigen und/oder der US-Dollar stark steigen, so würde das Wachstum besonders in Ländern mit einer hohen Auslandsverschuldung betroffen. Am robustesten sind in dieser Hinsicht China und Russland, da beide Länder eine Nettogläubigerposition gegenüber dem Rest der Welt innehaben.

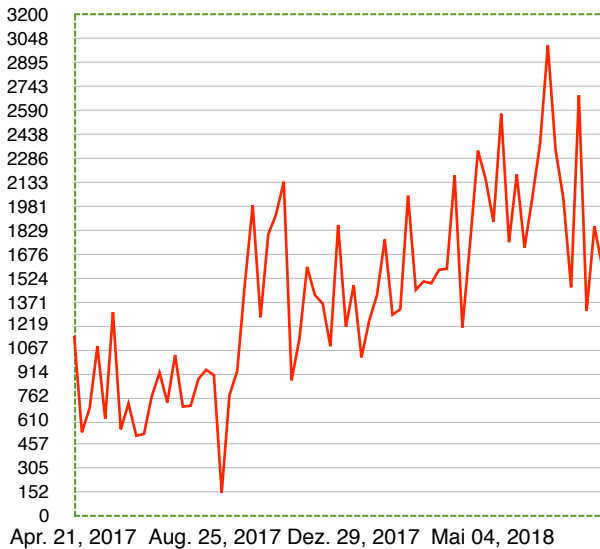
USA

Das amerikanische Wirtschaftswachstum ist nach wie vor von einem wachsenden privaten Verbrauch getrieben, aber inzwischen macht sich auch der steigende Staatskonsum bemerkbar. Im vergangenen Quartal kam es aufgrund vorgezogener Exporte einen starken Einmaleffekt beim Export, so dass ein Zusatzimpuls entstand. Nach den Prognosen der regionalen Notenbanken in Atlanta und New York sollte sich das hohe Wachstumstempo auch im dritten Quartal fortsetzen. Diese Prognosen überraschen jedoch, da wir in den Schlüsselsektoren Automobile und Wohnungsbau seit einigen Monaten eine deutliche Abschwächung der Wachstumsdynamik beobachten. Die Abschwächung in diesen Sektoren könnte auch eine Erklärung für den starken Rückgang des ISM-Index sein, der als massgeblicher Index die Erwartungen der Unternehmer im verarbeitenden Gewerbe misst. Höhere Zinsen und mögliche Preiserhöhungen, auch als Ergebnis von Zöllen, sollten ebenfalls dämpfend wirken.

Eine der Erfolgsgeschichten in den USA ist die Förderung von Schieferöl und vor allem erst in jüngster Zeit (nach Aufhebung der Restriktionen) die starke

Zunahme der Exporte. Zumindest ein Teil des Anstiegs der Exporte geht auf chinesische Käufe zurück, die jedoch kaum fortgeführt werden. Bereits jetzt ist ein Rückgang der Ölexporte zu beobachten (s. die nachstehende Grafik).

Ölexporte USA



Vor dem Hintergrund eines möglichen Rückgangs der Wachstumsdynamik könnte daher die amerikanische Notenbank die Zinsen weniger aggressiv erhöhen.

Europa

Nach der ersten Schätzung von Eurostat ist das Sozialprodukt im Euroraum im zweiten Quartal mit 0,4 % etwas stärker als im Vorquartal (0,3 %) gestiegen. Bei einer Jahresrate von 2,2 % war das Wachstum in Deutschland mit 1,9 % wieder unterdurchschnittlich. Deutschland befindet sich damit in „guter Gesellschaft“ mit anderen schwächeren Ländern wie Frankreich und Italien, welches wieder die rote Laterne erhält (1,1 %). Deutlich bessere Wachstumsraten weisen die meisten nordeuropäischen und osteuropäischen Länder auf. Bemerkenswert ist weiterhin die deutlich bessere Wachstumsdynamik in den Niederlanden und Spanien (beide +2,7%).

Die Wachstumsrate von 2,2 % in der Eurozone vergleicht sich mit einer Rate von 2,8 % in den USA (in den USA werden die quartalsweisen Wachstumsraten annualisiert und die veröffentlichten Raten von 4 % sind daher nicht mit der europäischen Vorgehensweise vergleichbar).

In Deutschland ist in naher Zukunft keine wesentlich Änderung der Wirtschaftslage zu erwarten. Der recht gut mit dem Sozialprodukt korrelierende Indikator des Geschäftsklimas des Ifo-Instituts zeigt z.B. nur eine geringe Abschwächung an. Bei den Komponenten dieses Indikators ist bemerkenswert, dass es im Bauhauptgewerbe im Juli den historisch höchsten Anstieg gab.

Das grösste Risiko in der Eurozone ergibt sich, wenn in Italien im Herbst über den Haushalt beraten wird, denn die bisher vorgelegten Pläne sind keineswegs finanzierbar. Das geringe Wachstum von 1,1 % und die hohe Staatsverschuldung gibt keinen Spielraum für finanzpolitische Abenteuer.

China

In China ist bei einigen Indikatoren eine leichte Abschwächung zu verzeichnen, aber es kann keine Rede von einem stärkeren Einbruch des Wirtschaftswachstum sein, wie er oft von Analysten erwartet wird. Auf der Verbraucherebene beobachten wir jedoch seit mehreren Monaten einen Rückgang der Wachstumsdynamik der Einzelhandelsumsätze, die im letzten Monat mit einer Jahresrate von 8,8 % anstiegen, nachdem im Vorjahr noch Wachstumsraten von über 10 % verzeichnet wurden. Bemerkenswert ist, dass im Technologiesektor (IT, Robotik) seit geraumer Zeit aussergewöhnlich hohe Wachstumsraten registriert werden.

Trotz der Erhebung von Zöllen wird die Auswirkung auf die chinesischen Exporte als nicht kritisch angesehen, da der Einfluss auf die Preise im Vergleich mit dem durch die Abwertung des Renminbi erzielten Effekts nur gering ist.

Mittelfristig ist bedenklich, dass das Arbeitskräfteangebot aufgrund der früheren Ein-Kind-Politik ständig sinkt. Vor diesem Hintergrund erklärt sich auch die konsequente Entwicklung von produktivitätssteigernden Technologien.

Fazit

Trotz aller wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheiten beobachten wir nach wie vor einen klaren Aufwärtstrend bei Unternehmen im Technologie- und Gesundheitssektor. Allerdings sind in diesen Sektoren aufgrund der hohen Bewertungen auch hohe Kursschwankungen zu verzeichnen, wenn die Unternehmensergebnisse nicht ganz den Erwartungen entsprechen. Wir sehen auch in Zukunft in diesen Sektoren die besten Wachstumsaussichten.

Die Währungen der Schwellenländer sind zuletzt im Gefolge der Sanktionspolitik der USA und der Türkeikrise stark unter Druck geraten. Die Märkte haben jedoch die durchaus sehr unterschiedlichen Finanz- und Wirtschaftsdaten nicht honoriert, so dass in einigen Ländern klare Übertreibungen zu verzeichnen sind. Solange jedoch der US-Dollar eher zur Stärke neigt und die amerikanischen Zinsen ihren Höhepunkt nicht überschritten haben, glauben wir noch nicht an eine kurzfristige Kehrtwende.

Bad Homburg, im August 2018

Willi Ufer

Jürgen Brückner