

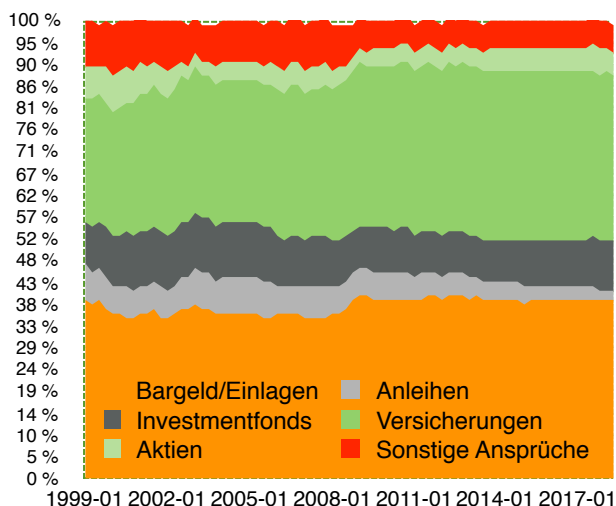


Insbesondere im vergangenen Oktober brauchten Anleger gute Nerven, denn die Aktienmärkte erlebten weltweit einen sehr deutlichen Einbruch. Langfristig orientierte Anleger sollte diese Entwicklung jedoch nicht beunruhigen, denn die Märkte kehren unter Schwankungen mittelfristig wieder auf ihren Wachstumspfad zurück. So geschah es auch nach dem Crash im Oktober 1987, als der Dow Jones 23 % an einem Tag fiel. Aus heutiger Sicht erscheint dieser scharfe Einbruch nur als eine kleine Delle im Chart. Vor dem Hintergrund des Rückgangs der Aktienmärkte und den oftmals beunruhigenden Nachrichten aus Politik und Wirtschaft ist es leicht in eine negative Stimmung zu geraten. Insbesondere deutsche Anleger halten daher seit Jahrzehnten einen sehr hohen Anteil ihres liquiden Vermögens als Bargeld und Einlagen. Wie das nachstehende Schaubild zeigt, ist insbesondere der Anteil von Aktien mit nur

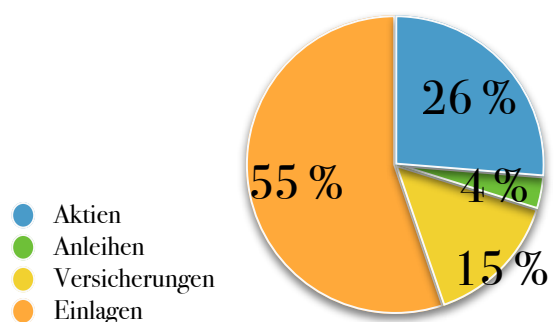
5 % extrem gering. Ende der 90er Jahre betrug er noch 8 %, so dass aufgrund der gestiegenen Werte die Bundesbürger ihre Bestände in den letzten 30 Jahren tendenziell sogar stark abgebaut haben. Profitieren konnten von der Abkehr von Aktien und Anleihen insbesondere Versicherungsprodukte. Die öffentlich zugänglichen Zeitreihen der Bundesbank reichen zwar nur bis 1999 zurück, aber aus anderen Dokumenten der Bundesbank ist bekannt, dass in den 50er und 60er Jahren (also vor der ersten Wirtschaftskrise 1967) die Zusammensetzung des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland wesentlich stärker auf Aktien beruhte (vgl. das nachfolgende Schaubild). Der starke Anstieg von Versicherungsprodukten im Zeitverlauf erklärt sich wahrscheinlich durch die langjährige Steuerbegünstigung von Lebensversicherungen.

Natürlich können wir nicht leugnen, dass es eine Fülle von Risiken gibt, die derzeit die Stimmung an den Aktienbörsen eintrüben: Hierzu zählt nicht nur

Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland



Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte im Jahre 1960



der Handelskrieg zwischen den USA und China (und evtl. der Eurozone), ein möglicher harter Brexit, sondern auch eine mögliche Überhitzung der amerikanischen Wirtschaft mit der Folge stärker steigender Zinsen und einer anschließenden Rezession. Nicht auszuschließen ist auch ein stärkerer Rückgang der weltweiten Wachstumsdynamik, wenn aufgrund des Handelskrieges das Wirtschaftswachstum in China stärker an Fahrt verliert und ausserdem die Schwellenländer aufgrund steigender US-Zinsen ebenfalls an Wachstum einbüßen. Dieses Szenario eines Zusammenwirkens verschiedener negativer Faktoren stellt ein Risiko für die Aktienmärkte dar und erklärt den bisherigen Rückgang zum Teil. Unklar ist, ob es in den Märkten vollständig eingepreist ist, da immer noch die Hoffnung besteht, dass es weder beim Handelskrieg noch beim Brexit zu dem schlimmsten Fall kommt. Den Risiken stehen für die Weltwirtschaft jedoch auch Chancen gegenüber, die in den Märkten derzeit ausgeblendet werden. Wir werden darauf in unserem Fazit später zurückkommen.

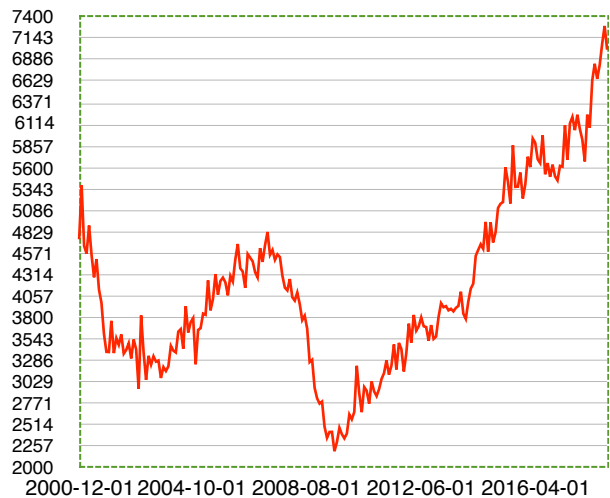
Zunächst möchten wir jedoch der Frage nachgehen, inwieweit der amerikanischen Wirtschaft eine Überhitzung droht, d.h. wir möchten die Frage untersuchen, inwieweit das aktuelle Wirtschaftswachstum über dem sogenannten Potentialwachstum liegt. Denn hier liegt der Schlüssel für eine Einschätzung des nachhaltigen inflationsfreien Wachstums.

USA

Kennzeichnend für das hohe amerikanische Wirtschaftswachstum sind neben den reinen Zahlen der Erhöhung der Wirtschaftsaktivität u.a. ausgewählte Daten des Arbeitsmarktes: Bekannt ist, dass die Arbeitslosenrate mit 3,7 % fast einen historischen Tiefststand erreicht hat (Mai 1953: 2,5 %). Weniger bekannt ist jedoch, dass die Zahl der offenen Stellen mit 7,3 Mio im letzten Monat ebenfalls einen langjährigen Rekordwert erreicht hat (s. nachstehende Grafik der Entwicklung).

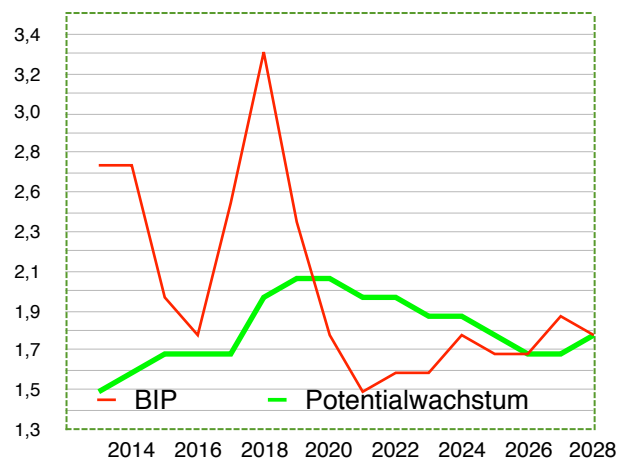
Der zunehmend engere Arbeitsmarkt weckt Befürchtungen, dass die neu aufgenommenen Arbeitskräfte weniger produktiv sind und das Potentialwachstum daher aufgrund einer geringeren Arbeitsproduktivität geringer ausfallen könnte. Kurz gefasst kann man das Potentialwachstum als die höchste Geschwindigkeit auffassen, mit der die Wirtschaft langfristig wachsen kann. Die entscheidenden Faktoren, die in die Bestimmung des Potentialwachstums einfließen, sind das Produktivitätswachstum und das Bevölkerungswachstum. Geht

Anzahl offene Stellen in den USA (in Tsd.)



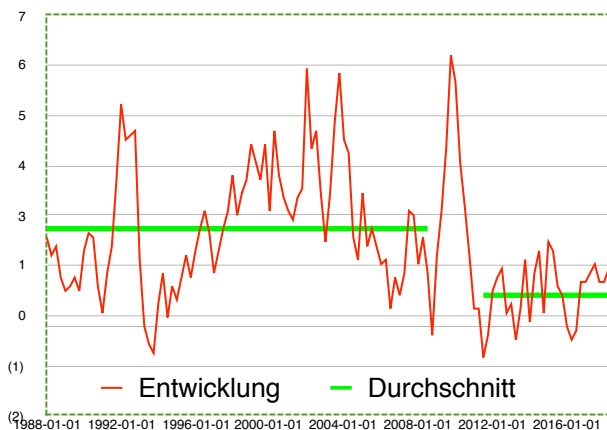
man von einem Produktivitätswachstum von ca. 1 % und einem Bevölkerungswachstum von ebenfalls 1 % aus, so könnte die Wirtschaft pro Jahr mit einer Rate von rund 2 % wachsen. Derzeit beträgt die jährliche Wachstumsrate jedoch rund 3 % und liegt damit deutlich über der Anstiegsrate des Potentialwachstums (vgl. den nachstehenden Chart).

Entwicklung und Prognose des BIP in den USA



Wenn das Potentialwachstum daher nicht ansteigt, besteht bei einer unveränderten Wachstumsrate die Gefahr einer Überhitzung. Der Schlüssel für ein höheres Potentialwachstum liegt mithin in einer Erhöhung der Produktivität. In der nachstehenden Grafik haben wir die Entwicklung der Produktivität der letzten 30 Jahre abgetragen. Man erkennt deutlich, dass das Produktivitätswachstum in den 20 Jahren vor der Finanzkrise im Schnitt mit 2,7 % deutlich höher als in den Jahren nach der Finanzkrise war (0,7 % im Schnitt). Erst in jüngster Zeit gab es wie

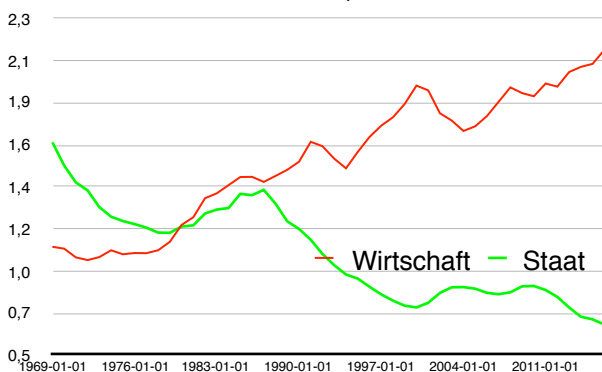
Entwicklung der Arbeitsproduktivität in den USA (Veränderung in % p.a.)



der einen Anstieg auf 1,3 %. Der starke Rückgang der Produktivität ist daher ein Thema, welches von Analysten und auch in der Notenbank intensiv und kontrovers diskutiert wird.

Es gibt in verschiedenen Studien unterschiedliche Erklärungsansätze. Eine Ursache könnte in der zuvor angedeuteten geringeren Arbeitsproduktivität der neuen Arbeitskräfte liegen. Ein anderer Grund könnte in dem hohen Anteil von (Software-)Produkten liegen, die den Nutzern gratis zur Verfügung gestellt werden und daher nicht in das Sozialprodukt einfließen. Überzeugender sind jedoch Argumente, die den Grund vor allem in geringeren Ausgaben für Innovationen und geringeren Ausgaben des Staates für Forschung und Entwicklung (FuE) sehen. In der Tat ist auffällig, dass der Anteil des Staates an Ausgaben für FuE am Sozialprodukt kontinuierlich abgenommen hat und sich diese Entwicklung nach der Finanzkrise sogar beschleunigt hat (s. nachstehenden Chart). Diese Entwicklung ist besonders deshalb bedeutsam für die Produktivität, da der Staat neue Entwicklungen oftmals erst anstößt, die dann erst später zu Erfolgen führen.

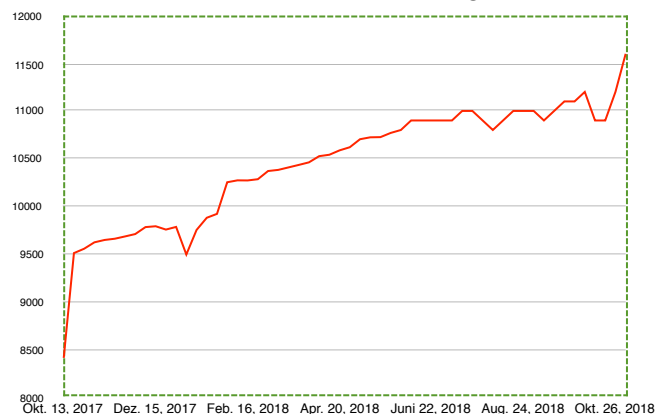
Entwicklung der Ausgaben für Forschung und Entwicklung in den USA (in % des BIP)



Aufgrund der Bedeutung dieses Themas lohnt sich ein Blick auf die offiziellen Prognosen des Congressional Budget Office, einer staatlichen Behörde, die regelmäßig Prognosen über die Entwicklung verschiedener Wirtschaftsdaten erstellt. Wie wir in dem bereits zuvor dargestellten Chart sehen, übersteigt das Wachstum bereits seit einigen Jahren das Potentialwachstum. Das CBO erwartet jedoch im weiteren Zeitverlauf eine Angleichung beider Wachstumsraten. Dieser Prognose ist entgegenzuhalten, dass das reale Wachstum wahrscheinlich höher ausfallen wird, da die Regierung Trump mit neuen Infrastrukturausgaben der Wirtschaft zusätzliche Impulse verleihen könnte. Andererseits könnte sich auch die Produktivität erhöhen, da die Unternehmen möglicherweise wieder stärker in FuE investieren (u.a. aufgrund der Steuerreform) und damit auch die Arbeitsproduktivität erhöht würde. Unter dieser Voraussetzung ist es denkbar, dass keine Überhitzung in der Wirtschaft eintritt. Die Wirtschaft könnte daher den hohen Wachstumspfad noch für mehrere Jahre aufrechterhalten, ohne dass die Inflationsrate und damit höhere Zinsen den Aufschwung gefährden. Ein gutes Beispiel für die starke gestiegene Produktivität im Energiesektor sehen wir übrigens in der starken Zunahme der Ölförderung (siehe den nachstehenden Chart). Die USA haben bei der Ölförderung vergangene Woche einen neuen Höchststand erreicht und übertreffen jetzt bei der Förderung Russland und Saudi-Arabien. Der Status der USA als bedeutendste Ölfördernation hat nicht nur Konsequenzen für den Ölpreis und die amerikanischen Ölexporte, sondern wirkt auch auf das politische Verhältnis der USA zu Saudi-Arabien, da die USA in immer geringerem Maße auf das Öl des Landes angewiesen sind.

Wir glauben, dass die amerikanische Wirtschaft aufgrund einer Vielzahl von Faktoren über eine aus-

Entwicklung der Ölförderung in den USA (in Tsd. Barrel pro Tag)

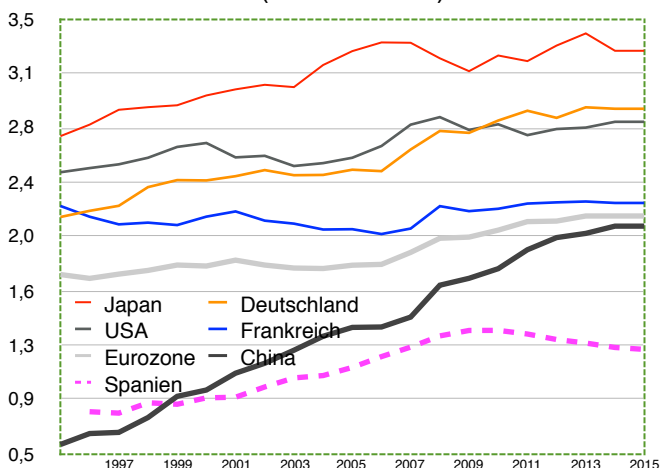


serordentliche Wettbewerbsfähigkeit verfügt: Die USA sind nicht nur Sitz einiger der grössten Technologieunternehmen, sondern profitieren auch von geringeren Energiekosten, einer wachsenden Bevölkerung und eigenen Rohstoffvorkommen. Damit rechtfertigt sich auch eine höhere Bewertung des amerikanischen Aktienmarktes.

Europa

Nach der ersten Schätzung von Eurostat hat das Wachstum des Sozialprodukts im Euroraum im dritten Quartal mit +0,2 % (ggü. Vorquartal) enttäuscht. Die Jahresrate beträgt damit nur noch 1,7 % im Vergleich zu 2,2 % im Vorquartal. Die Entwicklung in den Einzelstaaten im Euroraum hat jedoch überrascht: Während in Frankreich im Quartalsvergleich eine Zunahme von 0,4 % verzeichnet wurde, wurde in Deutschland ein Rückgang um 0,2 % gemeldet. Deutschland ist damit das einzige Land in der Eurozone, wo ein Rückgang verzeichnet wurde (ausgenommen Litauen mit -0,4 %). Details über die einzelnen Wachstumskomponenten liegen noch nicht vor. Das statistische Bundesamt meldete lediglich, dass der Rückgang vor allem auf rückläufige Exporte und den privaten Verbrauch zurückzuführen ist. Viele Analysten sehen jedoch einen Hauptgrund in einem Rückgang der Automobilproduktion aufgrund des neuen Zulassungsstandards WLTP im Sommer. Diese Erklärung kann trotzdem nicht beruhigen, denn sie würde bestätigen, in welchem hohen Ausmaß Deutschland vom Automobilsektor abhängt. Deutschland ist damit aufgrund des Umbruchs in der Branche einem besonderen Risiko ausgesetzt. Für eine Bewertung des nachhaltigen Wachstumspotentials empfiehlt sich auch für Deutschland ein

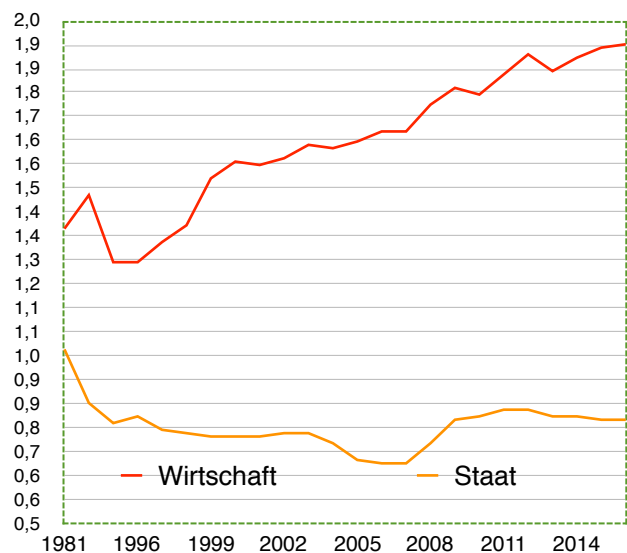
Entwicklung der Ausgaben für Forschung und Entwicklung in ausgewählten Ländern (in % des BIP)



Blick auf die Ausgaben für FuE. Wie die nachstehende Grafik verdeutlicht nimmt Deutschland im Hinblick auf den Anteil der FuE-Ausgaben am Sozialprodukt innerhalb Europas eine Spitzenposition ein (in diesen Tagen wurde vom Stifterverband eine erste Prognose für 2017 mit 3,02 % veröffentlicht; Deutschland hat damit das Teilziel der sogenannten Lissabon-Strategie von 3 % erreicht, bis 2025 soll jedoch nach dem Koalitionsvertrag die Quote der FuE auf 3,5 gesteigert werden).

Auffällig ist, dass ebenso wie in den USA der Staat seinen Anteil tendenziell zurückgefahren hat (jedoch deutlich weniger stark als in den USA), aber aufgrund des Anstiegs der Ausgaben für FuE der Wirtschaft insgesamt ein Anstieg zu verzeichnen ist (vgl. nachstehenden Chart).

Entwicklung der Ausgaben für Forschung und Entwicklung in Deutschland (in % des BIP)

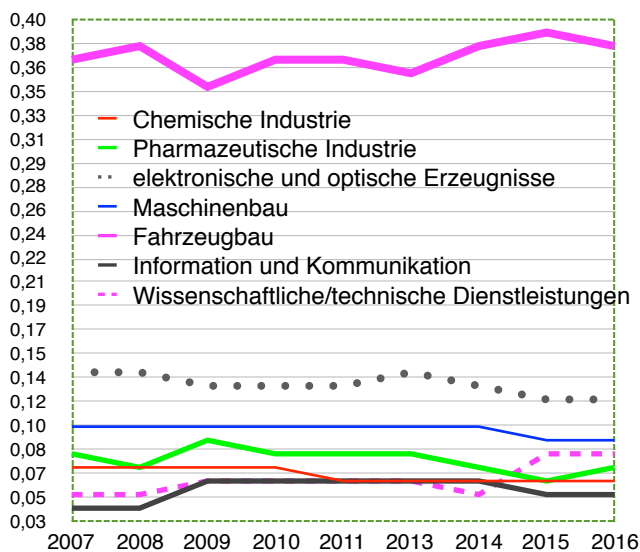


Regional ist in Baden-Württemberg mit 4,01 % die höchste Quote zu verzeichnen, so dass zu vermuten ist, dass ein Großteil der FuE-Ausgaben auf den Automobilsektor zurückzuführen ist. Selbst im Maschinenbau, einer traditionellen Schlüsselbranche in Deutschland, beträgt der Anteil nur 9 % an den gesamten FuE-Ausgaben.

Detaillierten Daten des Stifterverbandes ist zu entnehmen, dass in der Tat der Fahrzeugbau mit knapp 40 % die Ausgaben für FuE dominiert und sich diese Dominanz seit den letzten 10 Jahren auch kaum verändert hat. In absoluten Zahlen stammt praktisch das gesamte Wachstum aus diesem Sektor!

Gefolgt wird er vom Sektor für elektronische und optische Erzeugnisse, dessen Anteil jedoch im Zeitverlauf von 14 % auf 12 % gesunken ist. Obwohl die Ausgaben für FuE gestiegen sind, ist anhand der Struktur der FuE-Ausgaben nicht zu erkennen, dass sich die deutsche Wirtschaft ernsthaft auf die Digitalisierung vorbereitet hat (jedenfalls legt der äußerst geringe Anteil von „Information und Kommunikation“ an den FuE-Ausgaben diese Einschätzung aufgrund der Datenlage bis 2016 nahe).

Entwicklung der Ausgaben für Forschung und Entwicklung in Deutschland (in % des BIP)



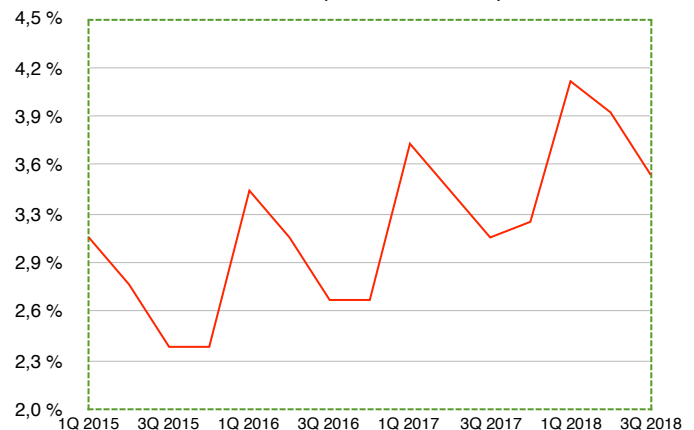
Während in den USA das Potentialwachstum bei rund 2 % liegt, ist in Europa allein aufgrund der stagnierenden Bevölkerung nur ein Potentialwachstum von rund 1% möglich. Aus diesem geringeren Wachstumspotential und den strukturellen Hindernissen aus höheren Steuern, höheren Energiekosten und einer stagnierenden Bevölkerung resultiert auch die tendenziell geringere Bewertung der europäischen Aktienmärkte.

China

In China sind klare Anzeichen erkennbar, dass sich das Wirtschaftsumfeld eintrübt. Wir erkennen die Eintrübung nicht nur bei dem spürbaren Rückgang der Wachstumsrate der Einzelhandelsumsätze (von ca. 10 % zu Jahresbeginn auf jetzt 8,6 %), sondern auch bei einer Vielzahl anderer Indikatoren, wie z.B. den Einkaufsmanagerindizes, der Kreditnachfrage und den Infrastrukturausgaben (+3,7 % nach ca. 10 % zu Jahresbeginn). Die chinesische Regierung wird daher durch gezielte Massnahmen Schritte einlei-

ten, um die Abschwächung des Wirtschaftswachstums in geordneten Bahnen verlaufen zu lassen. Positiv zu werten ist, dass der IT-Sektor mit einer Wachstumsrate von mehr als 30 % wächst. Das Gewicht dieses Sektors ist zwar noch gering, nimmt aber aufgrund der hohen Wachstumsrate an Bedeutung zu (vgl. hierzu die nachstehende Grafik).

Entwicklung des Anteils des IT-Sektors in China (in % des BIP)



Fazit

Zu Beginn dieses Berichts hatten wir daraufhin gewiesen, dass die Märkte derzeit aufgrund der vielfältigen täglich wechselnden Risiken die Chancen ausblenden. Von welchen Chancen sprechen wir? Zunächst gilt festzuhalten, dass sich das wirtschaftliche Umfeld zwar eintrübt, dass wir aber weltweit positive Wachstumsraten beobachten und insbesondere die niedrigen Zinsen und moderaten Rohstoffpreise ein günstiges Umfeld für Investitionen und Aktien darstellen. Weitaus bedeutender erscheint uns jedoch, dass trotz aller Unsicherheit gute Voraussetzungen für einen neuen Wachstumsschub bestehen: Viele Analysten und Forschungsinstitute erwarten allein aufgrund der Einführung von Künstlicher Intelligenz (KI) einen nachhaltigen deutlichen Anstieg der weltweiten Wirtschaftsleistung. KI mag vielen Bürgern nur als Algorithmus zur Sprach- und Bilderkennung bekannt sein (Siri, Alexa, etc.), aber die Anwendungen gehen weit darüber hinaus und ermöglichen vielen Unternehmen deutliche Produktivitätsfortschritte. Darüberhinaus werden wir durch die Einführung von 5G vollkommen neue Anwendungen erleben, die besonders im Technologie-Sektor das Wachstum beflügeln werden. Noch nicht ganz in Reichweite, aber bereits sichtbar, sind die Fortschritte bei der Entwicklung des Quantencomputers. Experten erwar-

ten hier in weniger als 10 Jahren entscheidende Fortschritte. Diese Liste lässt sich verlängern durch andere Innovationen wie z.B. Blockchain und additive Fertigungstechniken (3D-Druck).

Ein möglicher harter Brexit mag zwar schmerzhaft sein, aber wenn wir über die anfänglichen negativen Auswirkungen hinausschauen, wird sich das grundsätzliche Bild einer wachsenden Wirtschaft und wachsender Gewinne nicht verändern. In den USA hoffen wir auf steigende Investitionen vor dem Hintergrund der Steuerreform. Steigende Gewinne unterstützen aufgrund der Praxis zu hohen Aktienrückkäufen auch die Börse, auch wenn aufgrund steigender Löhne und höherer Materialkosten im Zuge der Einführung von Zöllen das Gewinnwachstum nicht ganz so euphorisch ausfallen wird wie zu Beginn des Jahres erwartet.

Bad Homburg, im November 2018

Willi Ufer

Jürgen Brückner