



Das ARVEST-Anlagekomitee informiert

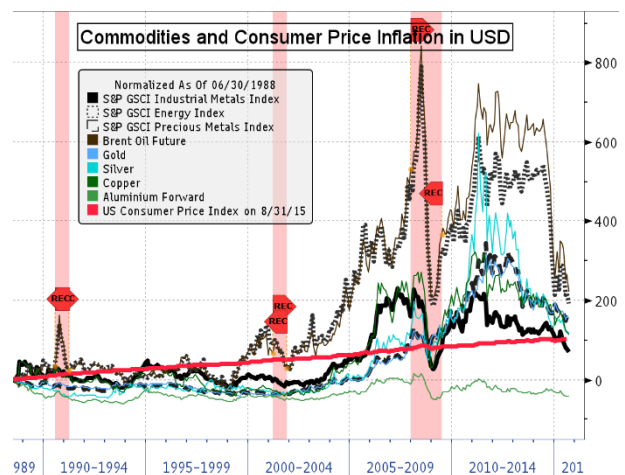
Die griechische Schuldenkrise beherrschte anfangs Juli noch die Schlagzeilen. Unser letzter Anlagekommentar fokussierte hingegen bereits ganz auf China. Beyzade Han beschrieb darin die internen Spannungen der chinesischen Volkswirtschaft und die von fundamentalen Faktoren losgelöste Hausse des chinesischen Aktienmarktes.

Diese Blase ist nur drei Monaten später geplatzt. Die eher hilflos anmutenden Aktienmarktinterventionen der chinesischen Behörden und die überraschende Abwertung des Yuan am 11. August erschreckten die globalen Finanzmärkte. Die Finanzgemeinde stellt sich nun die grosse Frage, welche Gefahren von China auf die Weltwirtschaft ausgehen. Diese Unsicherheit war gemäss FED-Chefin Yellen ein wichtiger Grund für die amerikanische Notenbank, am 17. September die erste Zinserhöhung seit bald 10 Jahren doch noch nicht vorzunehmen und auf weitere Daten zu warten.

Das ARVEST-Anlagekomitee stellt in seinen makroökonomischen Analysen ein insgesamt schwaches aber weiterhin solides Wachstum der Weltwirtschaft fest. Dieses läuft jedoch regional und sektoriell zusehends auseinander. Das aktuelle Wachstum wird insbesondere von den entwickelten Volkswirtschaften in den USA und Europa sowie vom globalen Dienstleistungs- und Konsumsektor getragen.

Die Industrie und der Handel, insbesondere die Schwerindustrie sowie der Rohstoff- und Energiehandel, stehen hingegen unter gewaltigem Preisdruck. Wo die abgesetzten Mengen nicht gesteigert werden können, sinken der Umsatz und meist auch die Gewinne.

Diese Entwicklung hängt zusammen mit der stärkeren Integration von China und anderen Entwicklungsländern in die Weltwirtschaft. Am besten illustrieren dies die globalen Rohstoffpreise.



Der Chart zeigt, dass ab der Jahrtausendwende das rasante Wachstum der chinesischen Industriekapazität die globalen Rohstoffpreise nachfragebedingt in die Höhe trieb. Aufgrund der tiefen chinesischen Löhne blieben die aus China exportierten Güter aber günstig. Die entwickelten Länder verzeichneten in der Folge keine nennenswerte Inflation.

Aufgrund der attraktiven Rohstoffpreise wurde weltweit massiv in die Förderung investiert, wobei die vollständige Inbetriebnahme von Produktionskapazitäten Jahre oder gar Jahrzehnte dauerte. Erst seit zwei oder drei Jahren kann das Angebot mit der mittlerweile langsamer wachsenden Nachfrage Schritt halten. Seither sinken die Rohstoffpreise und drücken auch die Produzenten- und Konsumentenpreise spürbar (Disinflation).

Dieser längere Rohstoff-Superzyklus überlagerte den letzten und auch den laufenden Konjunkturzyklus. Der Konjunkturzyklus selber hat ebenfalls Auswirkungen auf die Preise. Üblicherweise verbessert sich die Nachfrage im Laufe des Konjunkturzyklus, was zu steigenden Preisen führt. Umgekehrt drückt eine Rezession die Rohstoffpreise, wie dies z.B. in 2008/2009 geschah. Wo stehen wir nun in diesem Rohstoff-Superzyklus und was bedeutet dies für die konjunkturelle Entwicklung und die Finanzmärkte?

Ausblick

Das ARVEST-Anlagekomitee sieht noch weiteres Potential für sinkende Rohstoffpreise, da das Angebot an Rohstoffen aufgrund der langen Projektlaufzeiten immer noch zunimmt. Dank technologischer Verbesserungen, günstiger Kredite und auch sinkender Kosten (z.B. für Energie) können viele Produzenten auch bei tieferen Verkaufserlösen wirtschaften. Der Preissenkungsdruck des abklingenden Rohstoff-Superzyklus scheint aktuell stärker zu sein als der Preiserhöhungsdruck des konjunkturellen Wachstums. Der sich selbst verstärkende Zyklus ist im vollen Gange. Die Entwicklung über die letzten 30 Jahre zeigt aber, dass die Dynamik des Preisrückgangs in den nächsten Jahren nachlassen dürfte, wenn die Rohstoffpreise wieder der langfristigen Inflationsentwicklung folgen.

Das ARVEST-Anlagekomitee vermerkt aber auch die positiven Effekte sinkender Rohstoffpreise auf den Konjunkturzyklus. Die zentralen Notenbanken können den Konsum über

ausserordentlich tiefe bis negative Zinsen stimulieren, ohne dass die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer steigen. In einem Umfeld sinkender Rohstoffpreise und expansiver Geldpolitik ist zudem die Gefahr einer Rezession in konsumorientierten Volkswirtschaften historisch betrachtet sehr gering.

Standen in China vor zehn Jahren alleine Umsatzsteigerungen im Fokus unternehmerischer Tätigkeit, werden seit einigen Jahren Produktivitätssteigerungen immer relevanter. Dies hängt nicht zuletzt mit den deutlich gestiegenen Löhnen in chinesischen Städten zusammen. Auch in China wächst der tertiäre Sektor. Der Übergang in eine Konsum- und Dienstleistungsgesellschaft wird noch viele Jahre benötigen. Die chinesische Regierung verfügt über ausreichende finanzielle Ressourcen und Instrumente, um die grössten Verwerfungen in diesem Übergang zu glätten. Wir bleiben daher gegenüber China vergleichsweise positiv eingestellt. Schwieriger steht es um Schwellenländer, welche sich einseitig auf die Produktion von Rohstoffen spezialisierten und dies allenfalls sogar in Fremdwährungen finanzierten.

Das ARVEST Anlagekomitee bevorzugt in diesem Umfeld sinkender Preise und tiefer Zinsen (finanzielle Repression) weiterhin Aktien gegenüber Obligationen. Rohstoffe haben in der Vergangenheit bestenfalls die Inflation ausgeglichen und bleiben für uns langfristig keine interessante Anlage. Die Bewertungen der Aktienmärkte sind seit dem Frühling wieder attraktiver geworden. Sie sprechen eher für Europa und Japan als für die USA, da bei ersteren die Unternehmensgewinne eher gesteigert werden können. Bezüglich Schwellenländern ist bei der Auswahl weiterhin hohe Sorgfalt angezeigt, da weitere Währungsverluste wahrscheinlich sind.

30.09.2015

Im Auftrag des Anlagekomitees

Stefan Kimmel

Chief Investment Officer ARVEST Funds AG