

Mittelfristiger Wirtschafts- und Finanzmarktausblick

Strukturell verhaltenes Wachstum: Produktivität

In den 1990er-Jahren und, etwas weniger ausgeprägt, in den 2000er-Jahren, war das Produktivitätswachstum hoch. Diese Zeit war geprägt von transformativen, neuen Technologien (Internet, mobile Kommunikation), einem Technologie-Transfer in die Schwellenländer und boomenden Rohstoffmärkten. Im Gegensatz dazu war das Produktivitätswachstum in den letzten Jahren verhalten. Dies hat auch dazu geführt, dass trotz eines schwachen Wirtschaftswachstums die Arbeitslosigkeit teilweise deutlich abgebaut werden konnte (Bsp. USA, Grossbritannien).

Obwohl der Finanzsektor nun stärker reguliert ist als vor der Finanzkrise, gibt es zu wenig Anhaltspunkte dafür, dass das regulatorische Umfeld die Produktivität generell belasten würde. Während in ausgewählten Regionen spezifische Gründe für das schwache Produktivitätswachstum vorhanden sein mögen (hohe Arbeitslosigkeit in der Eurozone, nationalistische Wirtschaftspolitik in Russland oder Brasilien), reichen diese nicht aus, um das Phänomen global zu erklären. Etwas plausibler ist demgegenüber, dass der Kriechgang der Wirtschaft selbst einen Einfluss hat, da in einem solchen Umfeld wenig neue Kapazitäten benötigt werden, weshalb weniger als üblich ältere Anlagen mit neueren, produktiveren ersetzt werden.

Für die Weltwirtschaft ist das wahrscheinlichste Szenario, dass ein Mangel an transformativen Innovationen dazu beiträgt, dass das Wirtschaftswachstum bis mindestens ins nächste Jahrzehnt hinein vergleichsweise tief bleiben wird.

Arbeitsproduktivität (Wachstum p.a. in %)

	1991- 2000	2001- 2010	2011- 2020	2021- 2030
Westeuropa	2.2	1.5	0.6	0.6
Deutschland	2.8	1.6	0.8	0.8
Frankreich	2.1	1.4	0.8	0.8
Italien	1.6	0.3	0.1	0.1
Spanien	1.2	0.7	1.3	1.3
Grossbritannien	2.5	1.9	0.5	0.5
Schweiz	0.9	1.6	0.3	0.3
Schwellenländer Europa	0.5	4.7	1.3	1.3
USA	1.8	2.2	0.3	0.3
Latein-Amerika	1.6	1.2	0.8	0.8
Brasilien	1.9	1.5	0.0	0.0
Japan	2.1	1.9	0.4	0.4
Asien (ohne Japan)	4.5	6.0	4.5	4.5
China	6.1	8.8	5.1	5.1
Indien	3.4	5.1	6.2	6.2
Indonesien	2.4	2.8	4.0	4.0
Welt	2.2	2.4	1.7	1.7

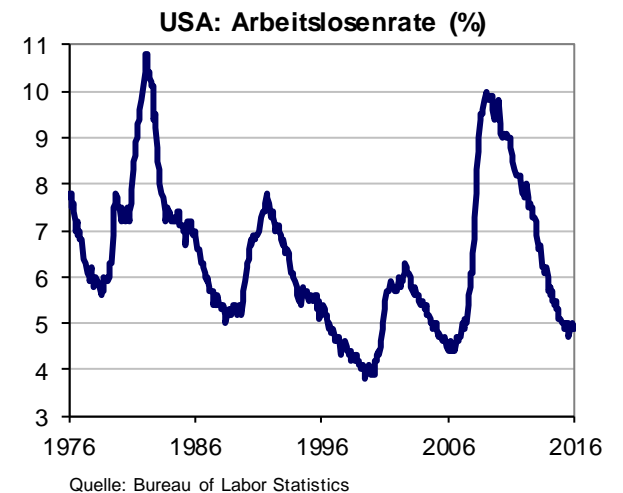
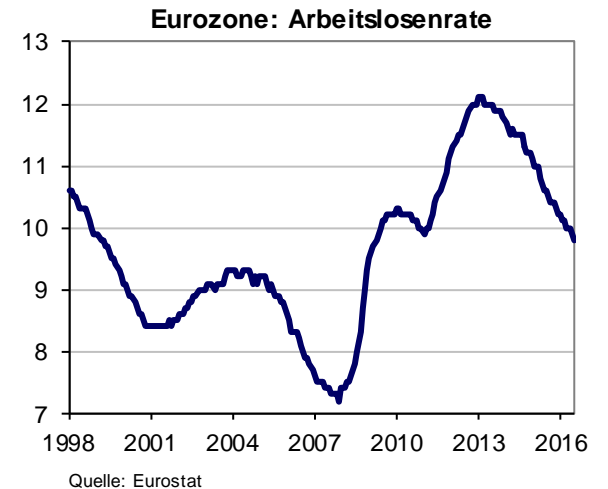
Perioden-Durchschnitt (Daten ohne Krisenjahre 2008-2009).
Schätzungen ab 2011 basierend auf den für die Jahre ab 2011 veröffentlichten Daten. China-Daten basierend auf Conference Board Schätzungen. Quelle: Conference Board, eigene Berechnungen

Arbeitsmärkte: Ein normaler Wirtschaftszyklus

Auch bei tiefem Wachstum unterscheiden sich die Wirtschaftszyklen in wichtigen Aspekten nicht wesentlich von denen in der Vergangenheit. Sowohl in der Eurozone als auch in den USA ist die Arbeitslosenrate in den letzten Jahren im üblichen Rahmen gesunken (in der Eurozone zumindest seit 2013, nachdem die Schuldenkrise als Belastungsfaktor weitgehend weggefallen ist).

Aufgrund dieser Entwicklungen am Arbeitsmarkt ist es auch offensichtlich, dass weitere geld- oder fiskalpolitische Stimulus-Massnahmen nicht erforderlich sind.

Bezüglich Inflation sehen wir keine veränderte Dynamik allein aufgrund eines tiefen Potenzialwachstums. Wir erwarten weiterhin einen moderaten Anstieg der Inflation, sobald Vollbeschäftigung erreicht ist. Während die U.S. Wirtschaft diesem Ziel bereits sehr nahe gekommen ist, wird dies in der Eurozone noch einige Jahre dauern.

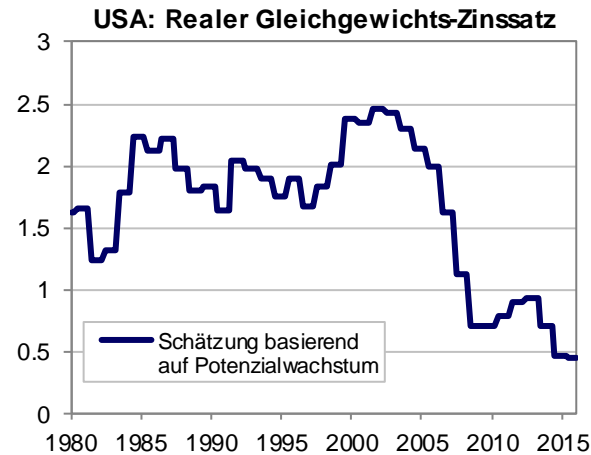


Zinsen strukturell tiefer

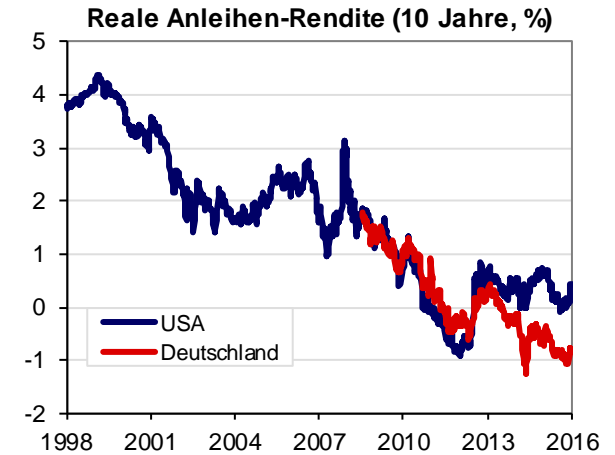
Während kein erkennbarer Zusammenhang besteht zwischen dem zyklischen Verhalten einer Wirtschaft und dem Potenzialwachstum, ist letzteres ein wesentlicher Einflussfaktor für das Zinsniveau.

Unsere Analyse legt nahe (das San Francisco Fed kommt zu ähnlichen Schlüssen), dass beim aktuellen Potenzialwachstum der mittelfristig angemessene reale Geldmarktzinssatz sowohl in den USA als auch in der Eurozone nahe null ist. In den USA lag dieser Zins vor der Finanzkrise von 2008 bei mindestens 2%, in der Eurozone bei rund 1,5%.

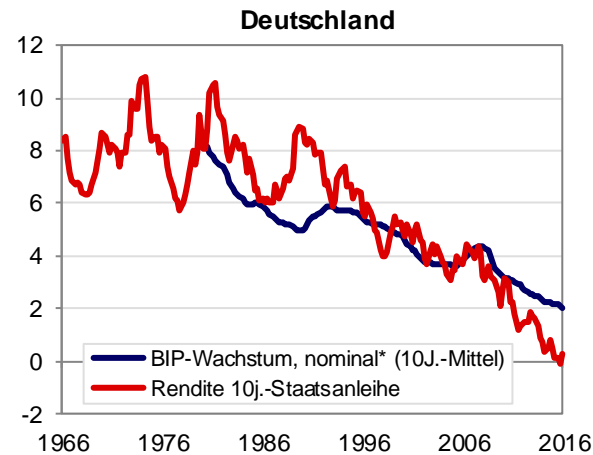
Wenn das Potenzialwachstum langfristig auf dem aktuellen Niveau bleibt, was unserem Basisszenario entspricht, dann werden die Zinsen für längere Zeit auf einem strukturell tiefen Niveau verharren.



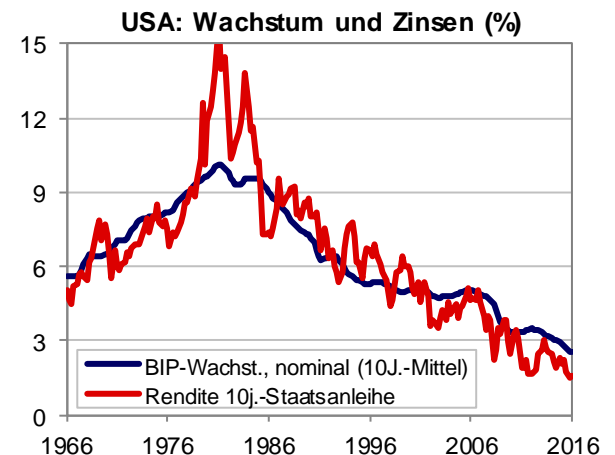
Quelle: Conference Board, eigene Berechn.



Quelle: Indexanbieter



*Eurozone ab 1998. Quelle: Indexanbieter, eigene Ber.

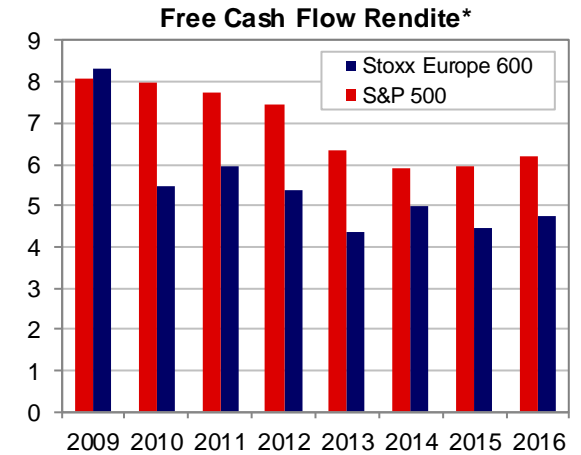


Quelle: Indexanbieter, eigene Ber.

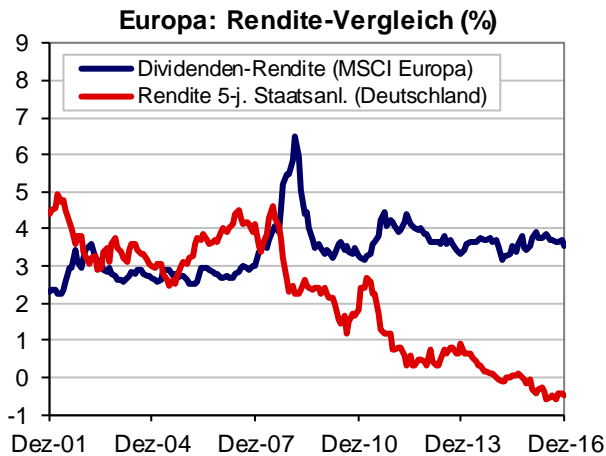
Attraktive Aktien-Renditen

Die Gesamterträge für Aktionäre bestehen aus Dividenden und Kapitalgewinnen. Letztere reflektieren einbehaltene (d.h. nicht als Dividenden ausbezahlt) Gewinne und deren Wachstum. Über längere Zeiträume hinweg liefern Dividenden und Kapitalgewinne je etwa die Hälfte der Gesamterträge.

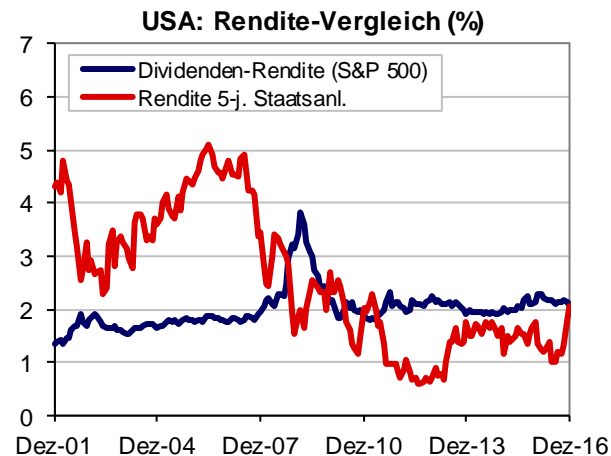
Die Free Cash Flow Renditen – die Basis für nachhaltige Dividenden – liegen aktuell bei 4% bis 5% in Europa und den USA. Wenn man hier 3% Wachstum hinzuzählt (eine konservative Schätzung für das Realwachstum zuzüglich Inflation), ergibt sich ein Gesamtertrag von 7% bis 8%. Dies ist attraktiv, besonders verglichen mit immer noch sehr tiefen Anleihen-Renditen.



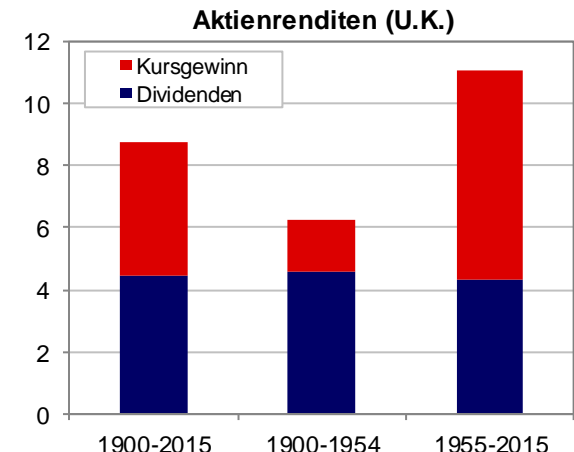
*Wichtigste Branchen. Quelle: Eigene Berechnungen



Quelle: Indexanbieter



Quelle: Indexanbieter



Quelle: Barclays

Die R & A Group ist ein unabhängiges, auf Finanzmarkt-Analysen und Vermögensverwaltung spezialisiertes Unternehmen. Die R & A Group zeichnet sich aus durch ein umfangreiches Investment Research mit einem Schwerpunkt in den Bereichen Anlagestrategie und Aktienselektion.

Das 2001 gegründete Unternehmen ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich und Mitglied des führenden Branchenverbandes VSV (Verband Schweizerischer Vermögensverwalter).

***Investment-
Research at Work™***

Disclaimer: Wir übernehmen keine Gewährleistung für die Richtigkeit der Informationen in diesem Dokument, obgleich die Informationen auf Quellen beruhen, die wir für verlässlich halten. Wir sind unabhängig und haben keine Geschäftsverbindungen mit Unternehmen, die in diesem Dokument erwähnt sind. Ansichten, Schätzungen und Prognosen in diesem Dokument reflektieren unsere Beurteilung zum Zeitpunkt des Schreibens. Wir haben keine Verpflichtung, dieses Dokument zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen oder den Leser zu benachrichtigen, wenn sich Ansichten, Schätzungen oder Prognosen ändern oder nicht mehr akkurat sind. Dieses Dokument ist ausschliesslich zu Informationszwecken bestimmt und stellt keine Offerte zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Wertschriften oder jede andere Anlageentscheidung dar. Dieses Dokument darf Personen in den USA, Grossbritannien und anderen Ländern, die dies allenfalls untersagen, nicht abgegeben werden.

Die Datenquellen sind jeweils vermerkt (ausgenommen sind Kursgraphiken; hier stammen die Daten von Börsen oder Indexanbietern).

© R & A Group Research & Asset Management AG · Bodmerstrasse 3 · CH-8002 Zürich · Telefon +41-44-201 07 20 · e-Mail info@ragroup.ch · www.ragroup.ch