



# DER EURO LIEFERT DAS COMEBACK DES JAHRES 2017

10. OKTOBER 2017



Atom- und Raketentests in Nordkorea, Wirbelstürme und „ungewöhnliche“ politische Zustände in den USA. Bürgerkriegsähnliche Auseinandersetzungen in Katalonien– all das wurde von den Finanzmärkten in den letzten Wochen ignoriert oder weggesteckt.

Die Märkte sind in den USA und in vielen europäischen Ländern, mit wenig Volatilität und schleichend, auf sogenannte „all-time highs“ gestiegen. Auch die Schweizer Börse hat jüngst neue Jahreshöchststände erreicht. Der sich abschwächende Schweizer Franken hilft.

Das Comeback des Jahres 2017 ist jedoch der europäischen Einheitswährung gelungen. Nach einem drastischen Kurseinbruch zwischen Mitte 2014 und Frühjahr 2015 und einer anschließenden, zweijährigen Seitwärtsbewegung ist der Euro glanzvoll auf die internationale Bühne der Finanzmärkte zurückgekehrt. Das gilt vor allem gegenüber dem Dollar. Seit Jahresanfang hat sich der Euro gegenüber dem Greenback um gut 15 % verteuert. Auch gegenüber dem Schweizer Franken ist er um 7% gestiegen. Eine Wohltat für Schweizer KMU und die Exportindustrie in unserem Land.

Doch genauso wie der Euro im Vergleich mit vielen Währungen jüngst zur Stärke neigte, verlor der Dollar gegenüber etlichen Währungen an Terrain. Die Verschiebungen dies- und jenseits des Atlantiks beruhen auf einer breiten Palette von Ursachen, nämlich politischen, makroökonomischen, geldpolitischen und technischen Faktoren. Entsprechend könnten sich die Trends fortsetzen, wenngleich Euro/USD kurzfristig klar überkauft erscheint.

Die wirtschaftliche Entwicklung in den USA ist derjenigen in Europa klar voraus. Hingegen liegen die Risiken für die Finanzmärkte beidseits des Atlantiks zurzeit klar auf derselben Seite – der Politik.

## POLITICS

Europa hatte im 2017, in diversen Ländern, wichtige Wahlentscheide zu verkräften. Generell haben die Gegner der EU überraschend an Gewicht verloren. Trotz dieser Klarheit, einer brummenden Wirtschaft und der steigender Einheitswährung, liegt nach wie vor vieles auf unserem Kontinent politisch im Argen.

In Deutschland ist es, trotz der Wiederwahl von Angela Merkel zur Kanzlerin, zu unliebsamen Parteiverschiebungen gekommen und dementsprechend stehen schwierige Verhandlungen zur Bildung einer neuen Regierungskoalition an. In Frankreich verliert Präsident Macron von Monat zu Monat an Glanz und Unterstützung in der Bevölkerung und in Italien sind die so wichtigen Reformen einmal mehr ausgeblieben. Wie und ob das jüngste Unabhängigkeitsbegehren der katalonischen Bevölkerung die europäische Politik und dementsprechend die Finanzmärkte tangieren könnte, ist zurzeit offen.

Auch in den USA hat die Regierung unter Donald Trump alles andere als einen guten Start hingelegt. Seine kaum staatsmännischen Auftritte und ungewöhnlichen Twitter Nachrichten lasse ich gerne unkommentiert. Viel wichtiger ist, dass Trump zahlreiche, wirtschaftliche Wunschprojekte bisher nicht realisieren konnte, dazu gehören die Reform von Obamacare und massive Investitionen in die Infrastruktur. Auch die angekündigte große Steuerreform ist bei weitem noch nicht in den trockenen Tüchern. An den Finanzmärkten gibt es deutliche Zweifel, ob sich die Reform realisieren lassen wird.

## WELTWIRTSCHAFT MIT SCHWUNG

Wirtschaftlich hingegen läuft es in der alten wie in der neuen Welt gut, überraschend gut sogar. Nach der starken Beschleunigung im ersten Halbjahr ist die Weltwirtschaft mit viel Schwung ins zweite Halbjahr gestartet. Indikatoren für das Geschäftsklima haben in den meisten Volkswirtschaften synchron weiter zugelegt.

Allerdings läuft die Konjunktur in den USA jener der Euro-Zone voraus. Entsprechend der Konjunktur befindet sich auch die Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks in einem unterschiedlichen Stadium. Während sich die Wirtschaft in Amerika schon seit Jahren ordentlich entwickelt, hat sich die Konjunktur in der Euro-Zone erst in den vergangenen Monaten deutlich aufgerappelt. Die EZB geht neu davon aus, dass die Wirtschaft in der Europa 2017 um 2.2% wachsen wird. Gleichzeitig tut sich die EZB jedoch schwer mit der geldpolitischen Wende. Sie plant erst im kommenden Jahr ihre Wertpapierkäufe zu reduzieren und Zinserhöhungen sind momentan kein Thema.

In den USA hingegen hat die Notenbank längst damit begonnen die Leitzinsen ganz langsam zu erhöhen. Die nächste Zinserhöhung im Dezember scheint gewiss. Zugleich will das Fed seine Bilanz behutsam reduzieren.

Trotz tiefen Rohstoffpreisen kommen nun auch Lateinamerika und Russland aus der Rezession. China publizierte jüngst einige enttäuschende Daten, das Wachstumsziel von über 10% für dieses Jahr scheint jedoch nicht in Gefahr. Die Emerging Markets erreichten im September sogar einen Rekordstand.

Der anfängliche Malus für diese Ländergruppe hat sich mittlerweile ins Gegenteil verkehrt. Dies ist unserer Ansicht nach ein weiterer Hinweis dafür, dass die gute Stimmung an den Aktienmärkten vorwiegend aus der vielversprechenden Konjunkturlage der Weltwirtschaft stammt. Es gilt deshalb genau zu beobachten, ob die Konjunkturindikatoren weiterhin auf ein robustes Wachstum hindeuten, bislang gibt es hier kaum Warnsignale.

„THE BEST REASON TO BE BEARISH IS, THERE IS NO REASON TO BE BEARISCH“

Befinden wir uns wieder im „irrationalen Überschwang“, vor dem der langjährige Fed Vorsitzende Alan Greenspan während des Börsenbooms der 1990er- Jahre warnte?

Nicht ganz, denken wir. Erstens beweist gerade das ungläubige Staunen über die anhaltende Hausse, dass die Anleger noch nicht euphorisch sind. Zweitens sind auch objektiv betrachtet die Aktienbewertungen noch nicht so extrem wie vor dem Börsencrash von 2001. Und drittens tangiert keines der obigen politischen Ereignisse das Wachstum der Weltwirtschaft. Im Gegenteil: Naturkatastrophen und geopolitische Spannungen haben den paradoxen Effekt, dass sie infolge des staatlich finanzierten Wiederaufbaus und der verstärkten Aufrüstung das Wachstum stimulieren. Wachstum ist aber nicht der alleinige Treiber von Aktienhaussen. Liquiditätsinfusionen (resp. Ultra-tiefe Zinsen) wie sie in den letzten Jahren von den Notenbanken so großzügig verabreicht wurden, sind ebenso wichtig. Und da wird die Luft eindeutig dünner! Die Inflation ist zwar noch tief, aber sie steigt langsam an und die Zentralbanken werden allmählich darauf reagieren müssen. Wenn es so weit ist, könnte es an den Börsen ungemütlicher werden.

Für das 4. Quartal halten wir an unserer vorsichtig optimistischen Einschätzung der Aktienmärkte fest. Wir bleiben in Aktien von Schweizer Firmen investiert, dies mit Fokus auf Dividententitel. Viele haben eine phantastische Qualität und bringen die beste Performance weltweit. Im Ausland gehen wir selektiv vor. Zurzeit favorisieren wir (wie der Konsens) Aktien aus dem Euroraum, nicht währungsabgesichert und Japan (Wechselkursrisiko abgesichert. „Corporate –Bonds“ werden nicht reinvestiert und wir bleiben in Obligationen generell untergewichtet.

Natürlich können die Aktienmärkte kurzfristig jederzeit korrigieren, schliesslich sind die meisten Bewertungen anspruchsvoll, aber das Ende der Hausse ist damit nicht besiegelt. Mittelfristig dürften die Märkte aufgrund der wachsenden Unternehmensgewinne und den guten Konjunkturaussichten höher tendieren. Wir rechnen damit, dass die Unternehmensgewinne aufgrund der beachtlich wachsenden Weltwirtschaft auch nächstes Jahr nochmals kräftig zulegen werden und damit die vielerorts doch recht hohen Bewertungen rechtfertigen.

Genauer im Auge behalten wir die Geldpolitik in den USA, hier könnte der Konsens von einem zu moderaten Anpassungspfad ausgehen. Unserer Ansicht nach schlummern hier die potentiellen Risiken für die Finanzmärkte.

Der Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik ist Gewissheit, die Modalitäten dazu hängen von vielen zurzeit noch unbekanntem Faktoren ab und diese werden für die Reaktionen an den Finanzmärkten entscheidend sein. Das bedeutet wir wollen die Welle reiten, solange sie uns noch trägt!

Für Fragen oder weitere Auskünfte stehe ich gerne jederzeit unter +41 44 500 93 20 und/oder Email zur Verfügung.

Claudia Menzl

Quellen: Bloomberg, NZZ, ZKB, CS