

# ANLAGEPOLITIK

April 2017

## Europa vor Neubewertung?

### Makroökonomie

- Die konjunkturelle Lage der Weltwirtschaft hat sich im vergangenen Monat weiter verbessert. Dabei deuten vor allem optimistischere Umfragewerte bei Konsumenten und Unternehmen darauf hin, dass sich das Wachstum im Frühling und im Sommer weiter beschleunigen sollte. Während Stimmungsdaten in der Regel die wichtigsten Treiber der Konjunktur darstellen, bedarf es aber einer baldigen Bestätigung durch härtere Wirtschaftsstatistiken, damit wir dauerhaft den aktuellen Optimismus teilen können.
- Weiterhin positiv ist die Stimmungsentwicklung in den USA. Dort konnte sich insbesondere das Konsumentenvertrauen im abgelauteten Monat stark verbessern. Dies ist umso erstaunlicher, wenn man bedenkt, dass die nun spürbare Inflation die realen Einkommensgewinne der Haushalte grossteils auffrisst. Die bisher veröffentlichten Daten zum privaten Konsum lassen vermuten, dass auch im 1. Quartal der Konsument massgeblich für das Wachstum der US-Wirtschaft verantwortlich gewesen ist.
- Bei den US-Investitionen hält die Zweispaltung weiter an. Während die Bauinvestitionen im Aufwind erscheinen, befinden sich die Unternehmensinvestitionen weiterhin auf sehr bescheidenem Niveau. Immerhin hat der Vorlaufindikator für diesen Bereich deutlich gedreht, so dass wir vor dem Hintergrund wieder besserer Unternehmensgewinne und der besseren Stimmung der Unternehmen bald auch hier eine deutliche Zunahme spüren sollten. Damit müsste das erwartete Nachlassen der Konsumdynamik aufgefangen werden können. Wachstumswerte von knapp über dem Potenzialwachstum von rund 1,5 % J/J erscheinen in den USA sehr gut möglich.
- Gleichzeitig müssen wir damit rechnen, dass die kurzfristige Inflationsdynamik wieder nachlässt. So sollte der Erdölpreiseffekt in den kommenden Monaten nicht mehr inflationstreibend wirken. Ein Rückfall der Konsumentenpreis-inflation auf Werte im Bereich der Kernrate von 2,2 % J/J erscheint damit wahrscheinlich. Anhaltendes Wachstum und die sogenannten Zweitrundeneffekte sollten uns aber zumindest bis in den Herbst hinein steigende Kernraten bescheren. Inflationswerte von gut 2,5 % sind damit bis zum Jahresende realistisch. Dass dann die US-Notenbank mit nur zwei Zinsschritten in diesem Jahr auskommt, erscheint eine verwegene Annahme der Finanzmärkte.
- Auch in Europa bleibt die Stimmungslage so gut, dass mit einer weiteren Wachstumsbeschleunigung zu rechnen ist. Nun kommt auch zunehmend der Arbeitsmarkt in Schwung. Steigende Beschäftigung, sinkende Arbeitslosigkeit und sehr gute Konsumentenstimmung sollten der Konjunktur anhaltend kräftigen Rückenwind verleihen. Eine Folge dieser Verfestigung der wirtschaftlichen Entwicklung sollte sein, dass die Europäische Zentralbank (EZB) sich entspannt zeigen kann, was auf ein Ende der aktuell immer noch expansiven Geldpolitik zum Jahresende hindeutet.
- Politisch haben die vergangenen Wochen unsere Einschätzung bestätigt, dass die Finanzpresse die Themen Populismus und Auseinanderbrechen der EU und des Euro heisser gekocht hat, als dass es gegessen wird. Ein für die Rechtspopulisten enttäuschendes Wahlergebnis in den Niederlanden, aber auch die jüngste Niederlage der AfD bei den Landtagswahlen im Saarland verheissen mehr Stabilität, als aktuell erwartet wird. Ob sich dieser Trend in

den französischen Wahlen fortsetzen wird, wissen wir nicht, ist aber doch recht wahrscheinlich. Damit könnte nach den dortigen Wahlen die Zeit für eine Neubewertung von europäischen Assets anbrechen.

- In den Schwellenländern stabilisiert sich die Konjunkturerwicklung ebenfalls. Nachdem der Aufschwung in Brasilien kurzzeitig ins Stocken geraten war, haben die Vorlaufindikatoren in den letzten Wochen klar nach oben gedreht. Die Chinesen scheinen weiter erfolgreich mit ihrer sehr expansiven Konjunkturpolitik zu sein.

### Anlagestrategie

- Im März ist es nun zur stärksten Korrektur im MSCI All Countries World Aktienindex (inklusive Schwellenländer) seit der Wahl Donald Trumps zum Präsidenten vor fünf Monaten gekommen. Jedoch ist das bisherige maximale Minus vom Allzeithoch am 21. März im Umfang von 1,85 % noch immer nicht als «die von so vielen erwartete Korrektur» zu bezeichnen. Wir empfehlen weiterhin, mit Zukäufen zuzuwarten.
- Werden die Wahlen in Frankreich nun für um sich greifende Risikoaversion an den weltweiten Börsen sorgen? Wir bezweifeln dies. Hingegen erscheint uns die Möglichkeit von Turbulenzen, ausgelöst durch den US-amerikanischen Politbetrieb (Stichworte Budget und Schuldenobergrenze) als real.
- Obligationenrenditen sind etwas gefallen. Es scheint, als ob die Marktteilnehmer dem Thema Inflation mit Gelassenheit begegnen. Diese Haltung sollte sich in den nächsten Monaten ändern, denn wir bleiben diesbezüglich dezidiert der Meinung, dass das «I-Wort» vermehrt ein Thema sein wird.

### Aktien

- Europäische Aktien, gemessen am DJ Euro Stoxx 600, haben (in USD) das höchste relative Niveau vs. MSCI World Aktienindex (Industrielländer) seit über 6 Monaten erreicht, nachdem sie seit Anfang 2008 knapp 44 % auf relativer Basis verloren haben. Sollten sich europäische Aktien auf das relative Höchst der letzten 5 Jahre erholen, darf eine Überrendite von über 25 % gegenüber globalen Industrieländeraktien erwartet werden. Die positiven Konjunkturaussichten, gepaart mit der historisch niedrigen Bewertung mit

einem Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis von knapp 15x für Kontinentaleuropa (24 % unterhalb des 33-Jahre-Durchschnitts) vs. knapp 22x für Industrieländer (3 % darüber) spricht dafür.

- «Eine grosse fette Blase, welche in der Minute platzen wird, in der die Zinsen ein kleines bisschen erhöht werden», so charakterisierte Präsidentschaftskandidat Trump noch im September 2016 die Verfassung der Aktienbörsen. Interpretationsspielraum bietet sich wie so oft bei den verbalen Ergüssen von «the Donald», hier bezüglich der Frage, wieviel «ein kleines bisschen» dann genau sein möge. Oder hat sich seine Perspektive nun geändert? Sein Tweet vom 2. März 2017, worin der Anstieg des Aktienmarkts auf «Jobs!» zurückzuführen sei (lies: seine Politik), weist darauf hin.

### Obligationen

- Spät im Zyklus? Der Renditeunterschied zwischen 2- und 10-jährigen US-Treasuries bewegt sich auf die Marke von 1 % zu. Dieses Niveau war Anfang Februar 2016 erreicht worden, als sich die Aussichten für die Weltwirtschaft verdüstert hatten. Nach einem Anstieg des «term spreads», wie die Differenz auch genannt wird, tendiert dieser wieder gegen Süden. Sollte sich diese Entwicklung in den kommenden Monaten fortsetzen, wäre dies ein Hinweis, dass sich der aktuelle Konjunkturzyklus seinem Ende zuneigt.

### Währungen

- Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat 2017 erneut massiv mit Interventionen den Schweizer Franken zu schwächen gesucht, wir schätzen den Betrag auf ca. CHF 35 Mrd. Gleichwohl kann sich EUR/CHF nicht vom Niveau um 1,07 lösen. Es besteht nun das Risiko, dass die SNB die Marke von 1,06 zwischenzeitlich nicht verteidigen und sich das Währungspaar in Richtung Parität bewegen wird.

### Rohstoffe

- Das Verhältnis Goldpreis zu Silberpreis befindet sich aktuell ca. 10 % über dem 37-Jahre-Durchschnitt. Wir bleiben optimistischer für den Goldpreis, da die spekulativen Longpositionen an den Futuresmärkten im Falle von Silber bereits wieder auf Rekordniveau stehen (genau: im obersten halben Prozent der letzten 24 Jahre), während diejenigen beim Gold deutlich weniger überoptimistisch erscheinen.

WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE: Diese Publikation ist nicht auf die Herbeiführung eines Vertragsschlusses gerichtet, sondern enthält lediglich Markt- und Anlagekommentare von Maerki Baumann & Co. AG (nachstehend MBC) sowie eine Einschätzung von ausgewählten Finanzinstrumenten. Somit stellt diese Publikation kein Angebot für den Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die Entscheidung, einer Empfehlung von MBC zu folgen, trifft allein der jeweilige Anleger, der die Risiken der von ihm getroffenen Entscheide zur Vermögensdisposition vollumfänglich übernimmt, auch wenn den Entscheiden eine Empfehlung von MBC zugrunde liegt. Anlagen in Finanzprodukte sollten erst nach sorgfältiger Lektüre der diesbezüglich geltenden rechtlichen Vorschriften, einschliesslich etwaiger Verkaufsbeschränkungen und der genannten Risikofaktoren, getätigt werden. Dieses Dokument enthält Angaben und Informationen aus Quellen, welche MBC als zuverlässig erachtet. Obwohl MBC sorgfältig geprüft hat, dass die Informationen in diesem Dokument zu dem Zeitpunkt, in welchem die Informationen zusammengestellt wurden, korrekt sind, kann MBC weder explizit noch implizit eine Zusicherung oder Garantie hinsichtlich Korrektheit, Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen und Ansichten geben. Allfällige in diesem Dokument vertretene Ansichten reflektieren ausschliesslich diejenigen von MBC zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, Änderungen bleiben vorbehalten. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden möglicherweise bereits vor deren Publikation von MBC bzw. von deren Organen oder Mitarbeitern verwendet. Darüber hinaus stehen oder standen Organe oder Mitarbeiter von MBC möglicherweise in einer Beziehung irgendwelcher Art zu den in diesem Dokument erwähnten Unternehmen. MBC übernimmt keinerlei Haftung für den Inhalt dieses Dokuments und haftet insbesondere nicht für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, einschliesslich direkte, indirekte oder Folgeschäden, die aufgrund von in diesem Dokument enthaltenen Informationen und/oder infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken entstehen. Die Anleger sollten sich bewusst sein, dass sich die zukünftige Performance von Investitionen nicht aus der vergangenen Kursentwicklung ableiten lässt und sich der Anlagewert vergrössern, aber auch vermindern kann. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Wechselkursschwankungen, was sich auf die Performance auswirken kann. MBC erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung. Vor dem Kauf eines jeden in dieser Publikation enthaltenen Finanzinstruments ist daher bezüglich Eignung von solchen Anlagen zwingend eine unabhängige Rechts- oder Steuerberatung einzuholen, da die steuerliche Behandlung stets von den persönlichen Verhältnissen abhängt und stetigen Änderungen unterworfen sein kann, zudem deckt diese Publikation eine Vielzahl von Ländern ab, weshalb es überwiegend wahrscheinlich ist, dass gewisse Produkte für den einzelnen Leser steuersuboptimal oder gar -schädlich sind. Zudem können sich die in dieser Publikation enthaltenen Angaben über die EU-Zinsbesteuerung sowie die Transparenz nach deutschem Steuerrecht stets verändern. MBC ist Inhaberin der Schweizerischen Bankbewilligung, die ihr durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) erteilt wurde. Gemäss dem Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen können im Konkursfall jeder Schweizer Bank einerseits sämtliche Depotwerte (Wertschriften, Edelmetalle etc.) ausgesondert werden und sind Einlagen, insbesondere Bankkontos bis zu CHF 100'000 durch die Einlagensicherung der Banken und Effektenhändler geschützt.

## MAERKI BAUMANN & CO. AG

PRIVATBANK

### REDAKTION

Daniel Egger, Chief Investment Officer

(Redaktionsschluss: 7. April 2017)

### ZÜRICH

Dreikönigstrasse 6

CH-8002 Zürich

Telefon +41 44 286 25 25

info@maerki-baumann.ch

www.maerki-baumann.ch