

# ANLAGEKOMMENTAR

September 2017

## Europäische Aussichten

In den vergangenen Jahrzehnten hat sich Europa stark verändert. Der Fall des Eisernen Vorhangs gab dem geteilten Kontinent eine neue Perspektive, die dem politischen «Grossprojekt Europa» Enormes verhies. Nun aber hat sich Grossbritannien entschieden, die EU zu verlassen und gleichzeitig sind wachsende Spannungen innerhalb der Union zu erkennen, welche die Vision einer stets engeren politischen und wirtschaftlichen Gemeinschaft stark in Frage stellen.

Wirtschaftlich geht es deutlich aufwärts mit dem Alten Kontinent, so dass es im vorliegenden Anlagekommentar auch um die Frage geht, ob der Moment nun gekommen ist, sich mit seinen Anlagen stärker in Europa zu engagieren. Im Folgenden geben wir einen Überblick über die makroökonomische Situation in verschiedenen Ländern, fragen nach den Absichten der EZB und wenden uns nicht zuletzt auch der politischen Situation in einzelnen Ländern zu.

### **Brexit mit vielen Unsicherheiten**

Mit dem Brexit scheinen sich die Anleger abgefunden zu haben. Der Loslösungsprozess, Ende März durch Anrufung von Artikel 50 des Lissabonner Vertrags seitens der britischen Premierministerin in Gang gesetzt, hat bislang keine Fortschritte gezeigt. Vielmehr ist das Risiko eines Auseinandergehens ohne Einigung gestiegen. Die Konjunktur schwächelt, während die importierte Inflation aufgrund des gefallen Pfunds deutlich angestiegen ist; dies ist keine angenehme Situation für die Bank of England, die aktuell die geldpolitischen Zügel sehr locker in der Hand hält. Wir sehen für die kommenden Quartale wenig Anziehungskraft für Anlagen in Grossbritannien. Dies, obwohl das Pfund stark unterbewertet ist. Vor dem Hinter-

grund der enormen Unsicherheit bezüglich hartem, weichem oder wie auch immer geartetem Brexit sehen wir von einer Empfehlung für neue Anlagen im Vereinigten Königreich ab.

### **PIGS**

Die Finanzkrise 2008/2009 führte in eine Rezession, von welcher sich einzelne Mitglieder der Eurozone, namentlich Portugal, Italien, Griechenland und Spanien (die berühmten PIGS) bis heute nicht erholen konnten. So liegt das Bruttoinlandprodukt vielenorts weiterhin unterhalb des Niveaus von Ende 2007: Die Rezession von 2011-2013 führte zu weiteren Verwerfungen. Die Jugendarbeitslosigkeit etwa ist weiterhin sehr hoch: In der Eurozone lag sie Ende 2016 bei gut 19 %, während sie in der ganzen EU bei 17 % zu stehen kam. Gleichzeitig müssten die Regierungen unter dem Diktat des Fiskalpakts den Gürtel weiterhin eng schnallen.

Die makroökonomischen Aussichten haben sich jedoch deutlich verbessert und das Wachstum ist auf dem höchsten Niveau seit dem Rebound nach dem ersten Einbruch 2008/09. Portugals BIP etwa wird 2017 um ca. 2,5 % wachsen, das Italiens um 1,2 %, Griechenlands ebenfalls um 1 % und Spaniens um 3 %.

### **Eurokrise im Rückspiegel**

Alles gut, Eurokrise hinter uns? Betrachtet man den Wechselkurs EUR/USD, ist dieser heuer um 15 % angestiegen – fürwahr eine deutliche Bewegung, welche die gestärkte wirtschaftliche Situation der Eurozone reflektiert. Aktuell wächst sie schneller als die USA. Trotz aller «Europhorie» weisen wir darauf hin, dass der US-Dollar das

Seine zu dieser Entwicklung beigetragen hat: Die Trump'schen grossen Würfe blieben bislang aus, namentlich auf dem Gebiet der Steuerersenkungen und der Infrastruktur. Zudem wächst die Eurozone aktuell schneller als die USA.

Die verbesserte Situation in Europa hat auch dazu geführt, dass die Aktienmärkte, gemessen am DJ Euro Stoxx Index, eine 8-jährige relative Abwärtsbewegung (relativ zum Weltaktienindex) nun beendet haben und in einen Aufwärtstrend eingeschwenkt haben, zumindest in US-Dollar betrachtet. Denn entgegen der sehr flachen Korrektur während der Sommermonate in den USA (-2,8 % im Maximum) haben sich deutliche Kursrückgänge in Lokalwährung gezeigt: Der DAX etwa fiel um 8,4 % von Gipfel zu Tal, da der Euro aber stark war, reduzierte sich dieser Rückgang in Schweizer Franken gerechnet auf weniger als 2 %.

Auf der Bewertungsebene bleiben europäische Aktien interessant. Nimmt man das Shiller-KGV als Vergleichsbasis, besteht noch deutliches Potenzial in Europa, zudem steigen die Unternehmensgewinne deutlich. Die Gewinnsschätzungen für die nächsten Jahre sind klar im Steigen begriffen, dies im Gegensatz etwa zu den US-amerikanischen Aktien, womit sich die Outperformance europäischer Werte fortsetzen sollte.

### Monetäre Unterstützung dauert an

Eine gewisse Ironie kann nicht von der Hand gewiesen werden, wenn sich der EZB-Präsident weiterhin sorgenvoll gibt, während das Wirtschaftswachstum Quartal für Quartal nach oben revidiert wird. Solange sich keine inflationäre Entwicklung einstellt, kann sich die EZB dieses «dolce far niente» leisten. Angesichts der zeitlichen Verzögerung zwischen Einsatz monetärer Instrumente und Wirkung auf die Realwirtschaft erachten wir die abwartende Haltung der EZB aber als latent gefährlich. Beim Wertschriftenkaufprogramm liegt der springende Punkt: Wir haben den Eindruck, als ob sich die Notenbankführung zu wenig sicher ist, dass die Finanzierungskosten einzelner Staaten ohne diese Unterstützung nicht deutlich zu steigen begännen. Die Pressekonferenz der EZB am 26. Oktober wird diesbezüglich sicherlich spannend werden.

### Politisches Pulverfass

Die nächsten sechs bis neun Monate werden sicherlich aufregend bleiben. Zunächst beginnen die Koalitionsverhandlungen in Deutschland, welche schwierig werden könnten. Auch spitzt sich der Konflikt um die Unabhängigkeit von Katalonien zu, der spürbare Folgen zeitigen könnte. Die Wahlen in Österreich, wiewohl nicht im Zentrum des Interesses, könnten ehemals verfeimten Parteien einen deutlichen Erfolg bescheren, während der nächste Urnengang in Italien (spätestens im Mai 2018) seine Schatten bereits vorauswirft. Hier sehen wir einen der grössten Stolpersteine für das Projekt Euro, denn mit seiner Staatsverschuldung im Umfang von EUR 2'300 Mrd. ist das Land gewissermassen «too big to fail» für die Eurozone. Dass die übers Mittelmeer gekommenen Flüchtlinge nun zu Zehntausenden in Italien festsitzen, könnte das politische Klima derart stark vergiften, dass im Frühjahr eine europaskeptische Regierung das Zepter übernimmt. Aktuell sind dies lediglich Befürchtungen. Mit jedem Monat, der ins Land zieht und die «europäischen Partner» keine Hand zu Lösungen bieten, steigt aber das Risiko eines der (häufig angerufenen) «europäischen Solidarität» abträglichen Wahlergebnisses. Mehr Klarheit wird sich eventuell im Dezember ergeben, wenn der Euro-Barometer, eine im Oktober durchgeführte Umfrage der EU-Kommission in den Mitgliedsländern, veröffentlicht wird. Sollte der Anteil der Italiener zunehmen, die angeben, den Euro als etwas Schlechtes für ihr Land zu betrachten (2016: 47 %, 6 % mehr als im Jahr zuvor), wäre dies ein unheilvolles Vorzeichen. Zum Vergleich: In Deutschland waren nur 26 % (+4 % vs. Vorjahr) der Meinung, der Euro sei schlecht für ihr Land.

### Fazit

Die ökonomischen Aussichten für Europa sind so gut wie seit längerem nicht mehr, speziell aus der Perspektive eines Aktieninvestors. Einerseits ist die Bewertung relativ niedrig, andererseits darf ein starkes Gewinnwachstum erwartet werden. Das eine oder andere politische Schlagloch wird sich jedoch auf dem Weg in die Zukunft sicherlich finden, der Abgesang auf die EU bzw. die Eurozone erscheint aktuell aber wieder deutlich weniger angebracht als auch schon.

---

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 zu 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 Wechselkurschwankungen, 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 steuerlichen 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: 25. September 2017)

ZÜRICH

Dreikönigstrasse 6

CH-8002 Zürich

Telefon +41 44 286 25 25

info@maerki-baumann.ch

www.maerki-baumann.ch