



Aquila & Co. AG | 02. August 2017

Gute Konjunkturdaten aus dem Euroland stärken den Euro

Die Aussicht auf ein Zurückfahren der ultraexpansiven EZB-Geldpolitik hat dem Euro Flügel verliehen, sogar gegenüber dem notorisch superstarken Schweizer Franken. Die bessere Konjunkturlage im Euroland, die gesunkenen Deflationsrisiken und die politisch günstige Ausgangslage nach der Frankreichwahl sprechen für den Euro. Trotzdem bleibt die Einheitswährung gegenüber dem Franken spürbar unterbewertet.

Starker, weltweiter Zinsanstieg

Die harten Wirtschaftszahlen bestätigen die positiven Aussichten der Realwirtschaft, die die optimistischen Umfragewerte vorweggenommen haben. Das Euroland dürfte 2017 rund 1.9% wachsen. Dies ist auch der europäischen Notenbank nicht entgangen. Die Äusserungen des EZB Präsidenten Mario Draghi, dass die Wirtschaftserholung im Euroland sich gefestigt hat und die Deflationsrisiken nahezu verschwunden seien, lösten einen weltweiten Zinsanstieg an. Im Anschluss an die Konferenz in Sintra wurden die Finanzmärkte darauf vorbereitet, dass auch im Euroland ein langsames Zurückfahren der ultraexpansiven geldpolitischen Stimuli in Sicht sei. Die Renditen der 10-jährigen Deutschen Staatsanleihen stiegen auf fast 60 Basispunkte an. Auch die Schweiz konnte sich dem Zinsanstieg nicht entziehen. Die Verzinsung der 10-jährigen Eidgenossen flirtet mit dem Überschreiten der Nulllinie. Der Druck der Bundesregierung und der Bundesbank auf ein Zurückfahren der Stimuli dürfte weiter ansteigen. Aufgrund der Mehrheitsverhältnisse inner-

halb der EZB können die „konservativen Kräfte“ jedoch derzeit noch problemlos überstimmt werden. Trotzdem, der Zinsanstieg dürfte sich in stark verlangsamter Form fortsetzen. Das vorteilhaftere politische Umfeld, insbesondere in Frankreich und ein erneuter Anstieg der Ölpreise sprechen ebenfalls für leicht steigende Zinsen.

Enttäuschender Konjunkturverlauf in der Schweiz

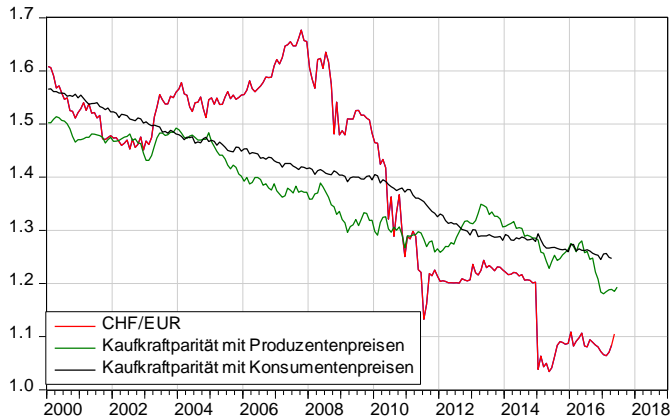
Leider schwächte sich das Konsumentenvertrauen in der Schweiz im Gegensatz zu demjenigen im Euroland im Verlauf von 2017 tendenziell ab. Insbesondere der Bausektor dürfte in Zukunft weniger Wachstumsimpulse geben. Die gebremste Zuwanderung wirkt ebenfalls wachstumsdämpfend. Wir gehen von einem Realwachstum von 1.4% aus.

Euro konnte gegenüber Franken zulegen

Der Euro konnte gegenüber dem Schweizer Franken spürbar zulegen. Diese Entwicklung gefällt der SNB, dem Tourismussektor und der Exportindustrie.

Der Hauptgrund dafür, dass der Euro unter Aufwertungsdruck liegt, dürfte in den unterschiedlichen Kommunikationspfaden der Zentralbanken liegen. Insbesondere die während des EZB Forums in Sintra in Aussicht gestellte Normalisierung der Geldpolitik konnte dem Euro – zumindest temporär – Flügel verleihen. Der Franken ist dennoch immer noch überbewertet. Grafik 1 zeigt die Kaufkraftparitätenmodelle von Aquila für den Euro/Franken.

Grafik 1: Euro gemäss Kaufkraftparität noch unterbewertet



Berechnet man die Kaufkraftparität mit Hilfe der Produzentenpreisindizes, resultiert ein Gleichgewichtswechselkurs von rund 1.18 Franken pro Euro. Rechnet man mit Konsumentenpreisindizes, beträgt der geschätzte Gleichgewichtswechselkurs rund 1.25 Franken pro Euro.

Die Unterbewertung ist nicht der einzige Grund, der für den Euro spricht. Der Euro könnte sich aufgrund der stärkeren Dynamik und der Aussichten auf eine langsame Normalisierung der EZB-Geldpolitik noch weiter aufwerten.

Was sind die Hauptrisiken, die gegen dieses Szenario sprechen?

- (1) Die Wahlen in Italien und Österreich könnten die Euroaufwertung gegenüber dem Franken abrupt beenden. Insbesondere die Italienwahl erscheint uns äusserst riskant zu sein. Da diese jedoch erst gegen Anfang 2018 stattfinden dürfte, könnte es noch eine Schonfrist geben, in der diese Ängste vom Markt ausgeblendet werden.
- (2) Ein genereller Anstieg der Risikoaversion oder ein Börsencrash könnten zu einer Flucht aus riskanten Anlagen in sichere Anlagen führen. Damit würden die Anleger erneut in den „sicheren Hafen“ Schweizerfranken fliehen, völlig unabhängig davon, wie stark der Schweizerfranken überbewertet sein mag.

- (3) Eine überraschende Abschwächung des Wirtschaftswachstums im Euroland.
- (4) Eine Verzögerung des Abbaus der ultraexpansiven Geldpolitik der EZB, weil beispielsweise die Inflationsdaten viel schwächer als erwartet ausfallen.

Investoren, die auf eine weitere Aufwertung des Euros setzen, müssen sich nicht nur der erwähnten (Haupt-)Risiken bewusst sein. Sie müssen auch wissen, dass der Euro/Franken generell positiv mit der Performance riskanter Anlagen korreliert. Die Aussicht auf weitere Währungsgewinne gibt es somit nicht umsonst. Sollte eine Aktienkorrektur stattfinden, wird mit hoher Wahrscheinlichkeit sich auch der Franken wieder gegenüber dem Euro aufwerten, zumindest temporär.

Auf der anderen Seite dürfte die Eurostärke mittelfristig positiv mit dem weltweiten Zinsniveau korrelieren, da der Euro/Franken und die Zinsen gemeinsam von einem „allgemeinen Normalisierungstrend“ profitieren würden.

Kontakt: Thomas Härter, Investment Office
Tel.: +41 58 680 60 44