



Robuste Aussichten für die europäische Wirtschaft



Eine weitere volatile Woche liegt hinter uns, wobei der G7 Gipfel am Samstag in Kanada einen ungewöhnlichen Abschluss fand. Die Schweizer Börse hat die Woche schwach beendet. Der Schweizer Leitindex (SMI) schloss mit 8512.1 Punkten um 1.2% schwächer. Besonders schwach entwickelte sich Roche (-3.8%, -15.7% seit Jahresbeginn), weil am wichtigsten Onkologiekongress der Welt die Konkurrenz hinsichtlich der Krebsmedikamente besser zu überzeugen vermochte. Bei den Obligationen verlor der Swiss Bond Index (SBI) 0.5%.

Der SMI schneidet in den ersten Monaten des Jahres 2018 auch im Vergleich mit den letzten 30 Jahren schlecht ab. Anfang Juni beträgt die durchschnittliche Rendite etwas über 4%. In diesem Jahr liegt der SMI bei -9%. Noch schlechter lag er zu diesem Zeitpunkt einzig im Jahr 2008. Eher defensiv ausgerichtete Unternehmen wie Nestlé und Novartis werden verschmäht.

Der Renditeaufschlag 10-jähriger italienischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen ist auf knapp 2.7% respektive 270 Basispunkte angestiegen. Vergleichsweise problemlos ist der Regierungswechsel in Spanien über die Bühne gegangen. Insgesamt hat sich der Euro von seinem Zwischentief erholt und wird wieder zu knapp 1.18 (US-Dollar) und 1.16 (Schweizer Franken) gehandelt.

Der Chefökonom Peter Praet der Europäischen Zentralbank (EZB) erklär-

te, dass nächste Woche über das Ende der expansiven Geldpolitik gesprochen werde. Das muss als deutliches Zeichen interpretiert werden, dass die Wachstumsprognosen der EZB hoch gehalten werden. Zudem sind wohl die Inflationsprojektionen unter dem Einfluss von steigenden Energiepreisen und höheren Tarifabschlüssen erhöht worden. Die EZB traut derzeit der europäischen Wirtschaft deutlich mehr Dynamik zu als die nervös und ängstlich agierenden Finanzmarktteilnehmer.

Aber genau diese positive wirtschaftliche Phase muss nun genutzt werden, um die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Europa zu verbessern. Will man Europa stabiler für zukünftige Krisen machen, muss das Dach repariert werden, solange die Sonne scheint. Dabei gilt es, den europäischen Binnenmarkt zu verbessern. Vor allem der Dienstleistungssektor wie auch die Kapitalmärkte sind noch stark national ausgerichtet.

Wenn die EZB inzwischen 20-jährig ist, so lässt sich mittlerweile auch sagen, wer davon am meisten profitiert hat. Es sind die Italiener. Sie haben auf einen Schlag die niedrigsten Realzinsen seit Julius Caesar bekommen, ohne selbst viel dafür getan zu haben. Daran hat kürzlich Otmar Issing erinnert, der erste EZB-Chefökonom und ein bekennender Italien-Fan. Wenn das Land die Zinsgewinne wie versprochen auch nur zur Hälfte zum Schuldenabbau genutzt hätte, dann stünde Italien viel besser da.

Wertentwicklung

Aktienmärkte	seit 31.12.17	
SMI	8 512.1	-9.3%
SPI	10 250.7	-4.7%
DAX (€)	12 766.6	-1.2%
Euro Stoxx 50 (€)	3 447.3	-1.6%
S&P 500 (\$)	2 779.0	+3.9%
Dow Jones (\$)	25 316.5	+2.4%
MSCI EM (\$)	1 135.4	-2.0%
MSCI World (\$)	2 137.7	+1.6%

Obligationenmärkte	seit 31.12.17	
SBI Dom Gov TR	219.7	-1.8%
SBI Dom Non-Gov TR	137.6	-1.1%

Immobilienmärkte	seit 31.12.17	
SXI RE Funds	369.4	-3.3%
SXI RE Shares	2 491.6	+2.1%

Rohstoffe	seit 31.12.17	
Öl (WTI; \$/Bbl.)	65.7	+8.8%
Gold (\$/oz.)	1 298.2	-0.4%

Wechselkurse	seit 31.12.17	
EUR/CHF	1.1591	-1.0%
USD/CHF	0.9857	+1.2%
EUR/USD	1.1769	-2.0%

	Kurzfristige Zinsen		
	3M	Prog. 3M	Prog. 12M
CHF	-0.75	-0.8 - -0.7	-0.3 - ±0.0
EUR	-0.35	-0.4 - -0.3	+0.1 - +0.3
USD	+2.33	+2.5 - +2.7	+2.8 - +3.0

	Langfristige Zinsen		
	10J	Prog. 3M	Prog. 12M
CHF	+0.03	-0.1 - +0.3	+0.6 - +1.0
EUR	+0.47	+0.8 - +1.0	+1.1 - +1.4
USD	+2.95	+2.7 - +3.0	+3.2 - +3.5

	Teuerung		
	2018P	2019P	2020P
Schweiz	+1.1%	+1.3%	+1.2%
Euroland	+1.9%	+2.3%	+2.2%
USA	+2.2%	+2.0%	+2.0%

	Wirtschaft (BIP real)		
	2018P	2019P	2020P
Schweiz	+2.0%	+1.8%	+1.5%
Euroland	+2.3%	+2.4%	+2.4%
USA	+2.6%	+2.5%	+1.8%
Global	+3.8%	+3.8%	+3.5%



Thema der Woche: Entscheidung der Europäischen Zentralbank

Für zwei Tage werden die wichtigsten Entscheidungsträger in der Europäischen Zentralbank (EZB) zusammenkommen und die wirtschaftliche Lage beurteilen. Kein Zweifel besteht darin, dass sich die Aussichten im Mehrjahresvergleich verbessert haben. Die beiden Tage dienen ebenfalls zur Reflexion, wie die US-amerikanische Federal Reserve (Fed) die Welt beurteilt.

Nach dem überraschenden Brexit-Votum hat die Fed eine Zinserhöhung hinausgezögert. Das erwarten wir in diesen Tagen nicht; es könnte aber an der nächsten grösseren Sitzung im September passieren. Die Fed ist mit ihrer Geldpolitik immer noch expansiv unterwegs, was nicht zur wachsenden US-Wirtschaft passt. Aber es gilt auch die Risiken einzuschätzen. Zwei, drei weite-

re Zinserhöhungen könnten die Zinskurve «invers» machen, d.h. kurzfristige Zinsen lägen dann höher als langfristige. Dies ist in der Finanzmarktlehre jeweils ein verlässlicher Frühwarn-Indikator für eine nahende Rezession. Deshalb wollen verschiedene Fed Mitglieder das entsprechende Signal unbedingt vermeiden.

Entscheidend wird der Ausblick von Fed-Präsident Jerome Powell sein, der am Ende der Sitzung eine Medienkonferenz halten und die neuesten Konjunktur- und Leitzinsprognosen erläutern wird.

Die Fed sieht die USA wohl einem robusten Binnenmarkt mit unverändert stabilem Konsumentenvertrauen, aber auch einem fragilen Gebilde von Schwellenländern gegenüber. Zu den Problemen der typischen

Leistungsbilanzsünder Türkei, Venezuela und Argentinien ist mit Brasilien ein weiteres lateinamerikanisches Land dazugekommen. Allerdings betreiben diese Länder mit Europa und China intensiveren Handel als mit den USA.

In Europa ist die Konjunktur in vollem Gange. Die Inflationsentwicklung hat sich dem Zielwert von «nahezu 2%» genähert. Eine kraftvolle Bruttoinlandprodukt (BIP) Expansion und verbesserte Produktionsdaten werden für Mai und Juni erwartet. In der EZB wird gewiss auch über die noch unklare politische Ausrichtung Italiens, was den europäischen Konjunkturausblick leicht vernebelt, diskutiert. An der EZB Prognose für das BIP 2019 (1.9%) dürfte sich nichts ändern.

Zugerberg Aktuell

Blick auf die Handelskonflikte

Momentan liegen die grössten konjunkturellen Risiken in einem eskalierenden Handelskonflikt mit den USA. Die USA mögen leicht tiefere Zölle erheben. Gleichzeitig sind sie jedoch auch das einzige Land, das von seinen Staatsbürgern weltweit Steuern erhebt. Zudem bezahlen die meisten US-Unternehmen durch die horrenden Vergütung von Markenrechten an den Hauptsitz kaum Steuern in Europa. Entsprechend voreilig ist es, das eine oder andere Land als Gewinner respektive Verlierer zu betrachten.

Ein Beispiel aus den oberflächlichen Streitigkeiten, die vom Weissen Haus via Twitter verbreitet werden: Deutschland habe «einen riesigen Leistungsbilanzüber-

schuss von 65 Milliarden US-Dollar gegenüber den USA». Das stimmt, weil die US-Ware meistens via Rotterdam nach Deutschland gelangt. Deshalb liegt der Überschuss der USA gegenüber den Niederlanden, wo sich US-Konzerne oftmals aus Steuergründen niedergelassen haben, bei knapp 100 Milliarden US-Dollar. In einer Zoll-, Währungs- und Wirtschaftsunion ist es schlicht und einfach falsch, einzelne Staaten herauszupicken.

Gewiss war der G7 Gipfel wichtig, um eine Gesprächskultur in Gang zu bringen. Die USA fremdelt selbst gegenüber seinem Nachbarland Kanada. Der letzte ernsthafte Konflikt dieser beiden Länder liegt 200 Jahre zurück. Umso befremdeter reagierte der kanadische Premierminister auf die amerikanische Begründung der Strafzölle, dass diese aus Verteidigungssicht notwendig seien.

In den kommenden Wochen soll es zu einem Dialog über die Handelsstreitigkeiten kommen. Hinsichtlich der einseitigen Aufkündigung des Iran-Abkommens, dem Pariser Klimaschutz-Abkommen und der US-Einmischung in die europäische Energiebeschaffung (u. a. durch russisches Gas via Pipeline «Nord Stream 2») hat keine Annäherung stattgefunden. An der Vermüllung der Ozeane durch Plastik zeigten die USA kein Interesse. Das Bevölkerungswachstum in Afrika, das zu neuen Migrationsströmen nach Europa führen dürfte, interessiert die USA ebenfalls nicht. Insofern hat der G7 Gipfel etwas Gutes gehabt: Es hat die europäischen Leader daran erinnert, selbst die Reihen zu schliessen und aus einer Leaderrolle die Herausforderungen der Zukunft zu meistern.

Herzlich grüsst, Prof. Dr. Pedernana

Die wichtigsten Termine in der neuen Woche

- 12. Juni 2018: Deutschland/Eurozone: ZEW Konjunkturerwartungen Juni
- 13. Juni 2018: USA: Offenmarktausschuss mit Zinsentscheid der Federal Reserve Juni
- 14. Juni 2018: Eurozone: EZB Juni-Sitzung mit Zinsentscheid und Projektionen in Riga, Lettland
- 15. Juni 2018: USA: Index zum Konsumentenvertrauen (University of Michigan) Juni