

Nr. 18, März 2015

## Der Sturzflug des Euro

Vor nicht einmal 12 Monaten kratzte der Wechselkurs des Euro an der Marke von 1,40 US-Dollar und allerorten wurde über eine weitere Aufwertung der Gemeinschaftswährung spekuliert. EZB-Präsident Draghi drückte seinerzeit seine tiefe Besorgnis über die Euro-Stärke aus und versprach Gegenmaßnahmen. Zwar ist der Wechselkurs keine direkte Zielgröße der EZB, aber der seit der Finanzkrise deutlich überbewertete Euro belastete die konjunkturelle Erholung und erschwerte der EZB den Kampf gegen deflationäre Tendenzen.

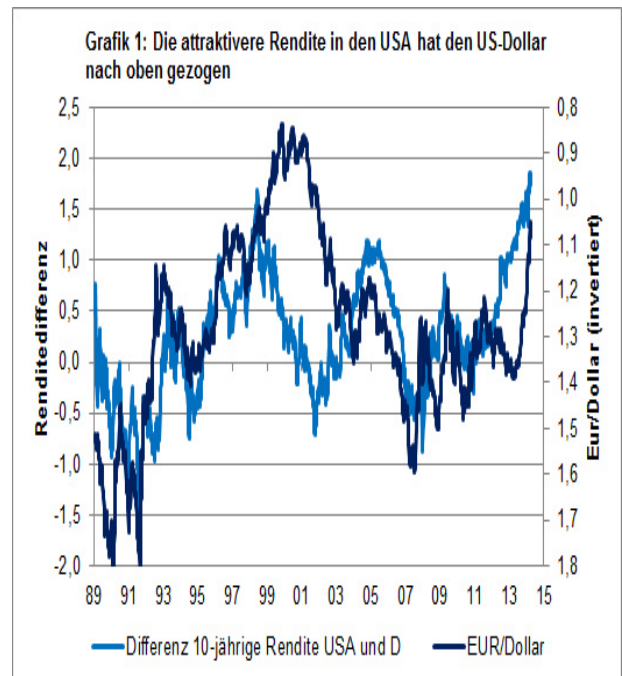
In der Zwischenzeit hat die EZB auch gehandelt: Der im Januar angekündigte und Anfang März begonnene Kauf von Anleihen im Volumen von monatlich €60 Mrd. hat die Rendite von Staatsanleihen aus der Eurozone auf vor wenigen Monaten noch unvorstellbare Tiefstände gedrückt. Per Ende März rentieren 10-jährige deutsche Bundesanleihen mit nur noch 0,20% und liegen damit sogar unter dem Niveau vergleichbarer japanischer Papiere. Dadurch ist der Euro noch vor dem Yen zu der bevorzugten Finanzierungswährung für sogenannte „carry-trades“ geworden, d.h. internationale Großanleger verschulden sich in Euro, um in andere Vermögensgegenstände außerhalb des Euroraums (Aktien, Anleihen, Immobilien) zu investieren.

Der Euro hat bis zum Ende des ersten Quartals gegenüber dem US-Dollar um 10% auf 1,10 nachgegeben und sich auch gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner im Durchschnitt um 8% abgeschwächt. Seit Anfang März hat sich diese Bewegung nochmals beschleunigt, so dass die Parität gegenüber dem US-Dollar, die zuletzt 1999 erreicht wurde, wieder in greifbare Nähe rückt.

Mittlerweile unterbieten sich die meisten Banken in ihren Prognosen, so dass bereits mittelfristige Kursziele von 0,85 Dollar genannt werden. Hierfür ist nicht zuletzt die Situation in den USA verantwortlich: Die amerikanische Wirtschaft hat sich bekanntermaßen nach der Finanzkrise schneller erholt als die europäische; die US-Notenbank FED hat daraufhin die Ausweitung der Geldmenge gebremst, nachdem ihre Politik lange Zeit wesentlich expansiver als die der EZB

war, und eine baldige Leitzinserhöhung in Aussicht gestellt.

Da sich die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen seit Jahresbeginn kaum verändert haben, ist der Renditeabstand zu Bundesanleihen auf knapp 2% und damit auf den höchsten Stand seit 25 Jahren angewachsen (vgl. Grafik 1).



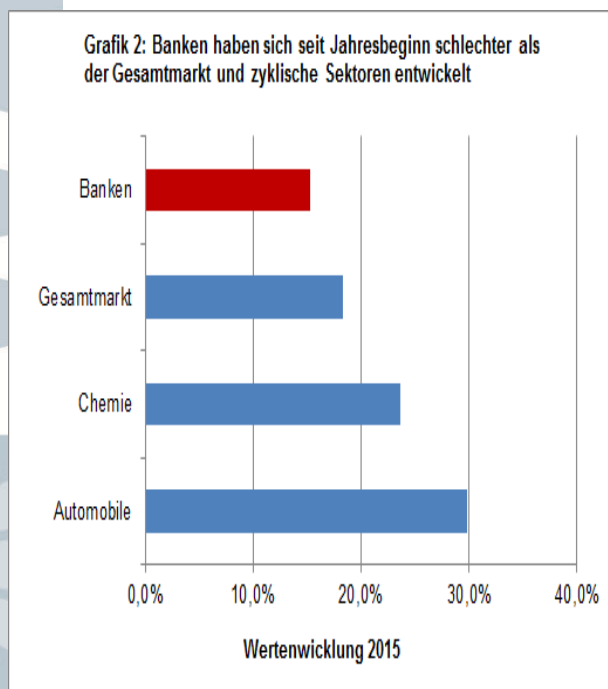
Das von Ökonomen gerne ins Feld geführte Argument, dass ein Land mit einem Leistungsbilanzüberschuss angeblich keine schwache Währung haben kann, ist wieder einmal eindrucksvoll widerlegt worden. Der Überschuss der Eurozone hat sich zwischen 2011 und 2014 von €50 Mrd. auf €235 Mrd. fast verfünffacht. Angesichts der weltweiten täglichen Kapitalflüsse von \$5.000 Mrd. (davon etwa ein Drittel in Euro), dominieren die durch Zinsdifferenzen und Investorenstimung ausgelösten Kapitalströme aber die Handelsströme.

### Wie geht es weiter?

Die Divergenz in der Notenbankpolitik und die daraus resultierenden Renditeunterschiede im Anleihemarkt sind aber inzwischen so fest im allgemeinen Bewusstsein verankert, dass sie im Euro/US-Dollar-

Wechselkurs bereits vollständig eingepreist sind. Damit der Euro gegenüber dem US-Dollar aber weiter fällt, müsste entweder die FED die Zinsen schneller als vom Markt erwartet anheben oder die EZB ihr Anleihekaufprogramm zeitlich oder im Volumen deutlich ausdehnen.

Dass die FED aggressiver als angenommen handeln wird, ist aktuell nicht sehr wahrscheinlich. Zwar sinkt die Arbeitslosigkeit kontinuierlich, aber der Anstieg der Stundenlöhne liegt seit Jahren stabil bei um die 2%. Gleichzeitig dämpfen der starke US-Dollar und der gesunkene Ölpreis den Preisauftrieb. Außerdem signalisieren Frühindikatoren wie z.B. das GDPNow-Modell der FED von Atlanta eine konjunkturelle Abkühlung für die nächsten Monate. In der jüngsten Sitzung im März hat die FED ihre Projektionen für den Leitzins 2015-2017 um jeweils 0,50% gesenkt und sich damit auf die Markterwartungen „zubewegt“.



Ob es der EZB gelingt, die Finanzmärkte mit ihrer Entschlossenheit zu überraschen, hängt davon ab, welche Ziele sie letztlich mit ihrem Anleihekaufprogramm verfolgt. Offiziell geht es hauptsächlich um die Ankurbelung der Kreditgewährung durch das Bankensystem, d.h. die EZB kauft den Banken Staatsanleihen zu überhöhten Preisen ab, wodurch diesen die Reparatur ihrer Bilanzen und die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte erleichtert wird. Um dieses Ziel zu erreichen, dürfte der aktuelle Zuschnitt des Anleihe-

kaufprogramms ausreichen – also keine zusätzlichen Impulse für einen schwächeren Euro.

Anders verhält es sich jedoch, wenn die EZB vor allem die Ankurbelung der Konjunktur in den wenig wettbewerbsfähigen Ländern Italien und Frankreich im Sinn hat. Hierfür ist ein noch deutlich niedrigerer Euro-Kurs nötig. Angesichts des beschleunigten Kursverfalls in den letzten Wochen halten viele Investoren dieses konjunkturpolitische Ziel der EZB offenbar für realistisch.

Hierfür spricht auch die Entwicklung an den Aktienmärkten: Zwar haben Aktien aus der Eurozone seit Jahresbeginn insgesamt deutlich zugelegt. Bankwerte (die ja nach dem Willen der EZB die Hauptprofiteure des Anleihekaufprogramms sein sollten) sind aber nicht nur hinter der allgemeinen Marktentwicklung, sondern insbesondere gegenüber der exportabhängigen Automobil- oder Chemiebranche zurückgeblieben (vgl. Grafik 2).

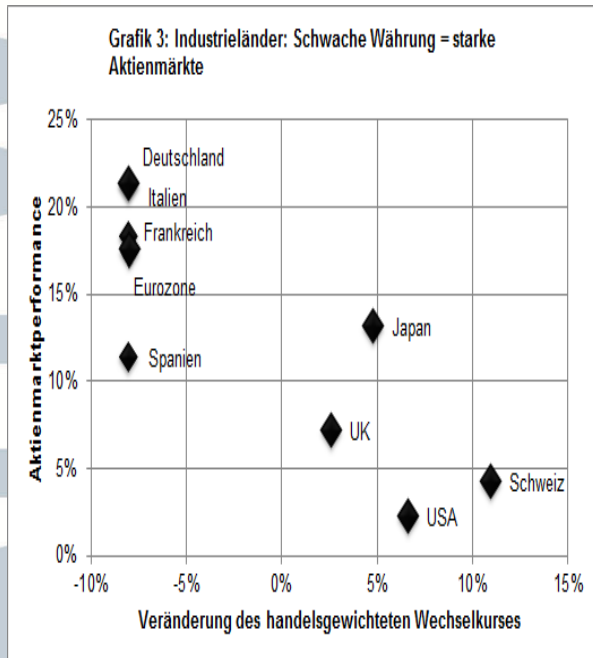
Die EZB hat zumindest den Einstieg in einen Abwertungswettbewerb gewagt. Ob sie soweit gehen wird wie die japanische Notenbank, der es gelang den Yen zwischen Ende 2012 und heute um fast 30% gegenüber dem Dollar abzuwerten, ist unwahrscheinlich. Denn die wachsende Skepsis in Deutschland (selbst die Funktionäre der Exportindustrie fühlen sich mit der jüngsten Entwicklung unwohl) und mögliche Gegenmaßnahmen aus den USA und China sprechen gegen einen weiter ungebremsten Kursverfall des Euro. Die EZB will sicher keinen Währungskrieg riskieren und die Kontrolle über die Gemeinschaftswährung verlieren.

Alles in allem gibt es also genügend Anzeichen für eine baldige Stabilisierung des Eurokurses. Diese These wird auch durch die Tatsache gestützt, dass die Wette auf einen schwachen Euro seit Wochen bei großen Investoren die weitaus populärste Investmentstrategie ist. Ist die Positionierung aber so einseitig wie aktuell, macht es meist keinen Sinn mehr, auf den fahrenden Zug aufzuspringen.

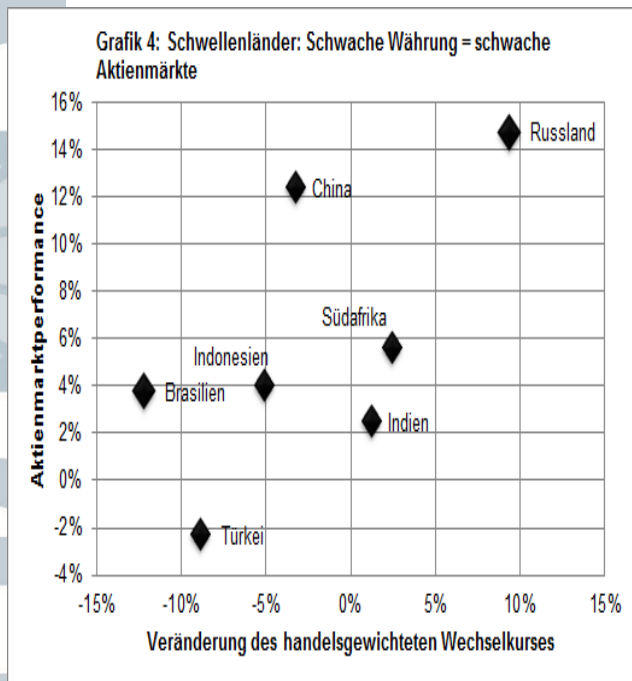
### Implikationen für die Anlagepolitik

Betrachtet man die Entwicklung an den Aktienmärkten in der Eurozone, fällt die Parallelität zu Japan auf. Wie am japanischen Aktienmarkt in den Jahren 2013 und 2014 sind dank sinkender Zinsen und der Abwertung der Währung die Aktienkurse in Deutschland, Frank-

reich, Italien und Spanien trotz mäßiger Wirtschaftsdaten und Deflationsgefahr seit Jahresbeginn deutlich gestiegen (vgl. Grafik 3).



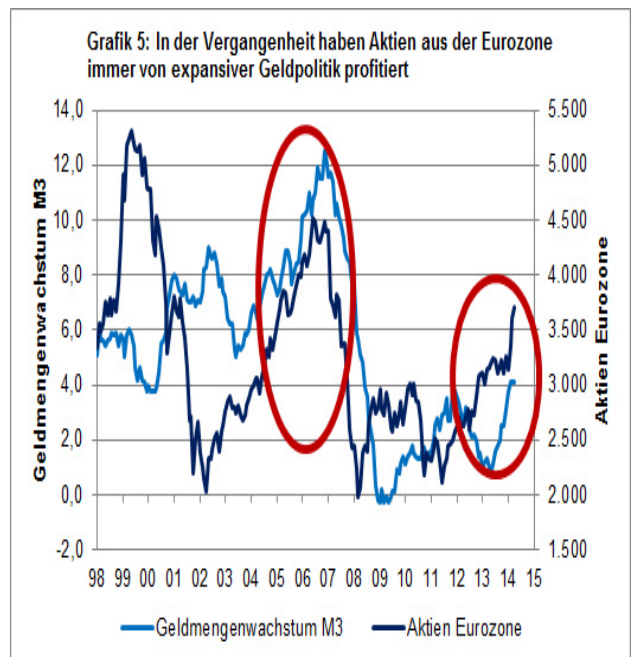
Für Unternehmen aus der Eurozone ist die schwächere Währung eine willkommene Gelegenheit, ihre Marge auszuweiten und damit den Gewinn zu steigern. Höhere Gewinne schlagen sich dann in der Regel auch in höheren Aktienkursen nieder.



Umgekehrt wird es für Unternehmen aus Ländern, deren Währung sich aufgewertet hat, immer schwieri-

ger, ihr Gewinnziel zu erreichen. In den letzten Wochen haben sich Unternehmen aus der Schweiz und vor allem aus den USA bereits in diesem Sinne geäußert. Während noch zu Jahresbeginn für amerikanische Unternehmen im Durchschnitt ein Gewinnanstieg von 5% erwartet wurde, liegen die Konsensschätzungen aktuell nur noch bei 0%, für die Eurozone aber bei +15%, weshalb die schwächere Entwicklung des US-Marktes (in lokaler Währung) nicht wirklich überrascht.

Interessanterweise gilt die Aussage „schwache Währung = steigende Aktienkurse“ nur für die Industrieländer. Im Bereich der Schwellenländer haben türkische und brasilianische Aktien nicht vom Rückgang der jeweiligen Landeswährung profitieren können und sich am schlechtesten entwickelt. Das Gegenteil ist Russland: Der Rubel hat sich gegenüber den Währungen der Handelspartner nach seinem Absturz im Vorjahr wieder erholt und russische Aktien sind ihm gefolgt (vgl. Grafik 4).



Wie schon in unserem Jahresausblick dargestellt, wollen wir auch im weiteren Jahresverlauf als „Co-Investor“ der Notenbanken agieren (vgl. Grafik 5). Dies bedeutet, unsere Investments konzentrieren sich auf Regionen bzw. Länder, in denen sich die Liquiditätssituation tendenziell verbessert, d.h. in denen die Anleiherenditen und die Währungskurse eher zurückgehen.

Aus diesem Blickwinkel sind Anlagen vor allem in der Eurozone attraktiver als in den USA. Zwar teilt die Mehrheit der Marktteilnehmer diese Meinung, hat aber noch nicht die Allokation entsprechend angepasst. Trotz der jüngsten Zuflüsse haben europäische Aktienfonds erst in den letzten Wochen die Abflüsse aus dem zweiten Halbjahr 2014 kompensieren können, d.h. der Anteil europäischer Aktien in internationalen Portfolios ist aktuell nicht höher als vor einem Jahr, was Spielraum für weitere Umschichtungen in Richtung Europa lässt.

Dr. Ernst Konrad

Tel.: +49-89-255 466-0

---

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg .