

Gute Anlageperspektiven für einen prächtigen europäischen Sommer

Market Insights | 1. Juni 2021

Manuel Ferreira, Chief Investment Strategist | Simon Lustenberger, Head Investment Strategy |
Elias Hafner, Head FX Strategy | Dr. Jörn Spillmann, Head Equity Strategy

- Die Europäische Zentralbank hält an der expansiven Geldpolitik fest, sodass die Renditen nur noch moderat steigen
- Die kräftige Erholung der Wirtschaft in Kontinentaleuropa wird dem Euro über die Sommermonate Auftrieb geben
- Der europäische Aktienmarkt hat das Potenzial, aus dem langen Schatten der USA herauszutreten

Europäische Konjunktur nimmt Fahrt auf

China hat den Wachstumshöhepunkt bereits erreicht, die USA steuern darauf zu und Europa steht in den Startlöchern. Nachdem die Wirtschaft auf dem alten Kontinent im 1. Quartal noch geschrumpft ist, rechnen wir mit einem umso dynamischeren Aufschwung im 2. und 3. Quartal. Vor diesem Hintergrund und weil in den anderen grossen Märkten wie China und USA die typischen Spätzyklusdiskussionen über Themen wie Inflation, geldpolitische Straffung und Reduktion der Stimuli bereits angefangen haben, trauen wir Europa eine Phase der Outperformance zu. Europäische Unternehmen profitieren vom zyklischen Aufschwung und sind im globalen Vergleich attraktiv bewertet – ein entscheidender Faktor in einem Umfeld steigender Renditen.

Renditeanstieg in der Eurozone wird abflauen

Laut dem Protokoll der letzten EZB-Sitzung gehen einige Exponenten der Europäischen Zentralbank (EZB) davon aus,

dass die Risiken für das Wirtschaftswachstum und die Inflationserwartungen nun steigen. Aufgrund der positiven Konjunktorentwicklung liegt die Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen mittlerweile bei -0.18% , ein Anstieg von 40 Basispunkten seit Jahresbeginn. Der Renditeanstieg hat sich jedoch nicht auf Deutschland beschränkt. Wegen der stark steigenden Inflationserwartungen liegt die Rendite 10-jähriger italienischer Staatsanleihen ebenfalls deutlich über dem Jahresstart (*Grafik 1*). Der 5Y/5Y-Euro-CPI-Terminswap notiert nun bei 1.6% , auf einem Niveau, das zuletzt im Dezember 2018 erreicht wurde. Die Befürchtungen der Anleger, dass die EZB frühzeitig über eine geldpolitische Straffung nachdenken könnte, sind jedoch unnötig. Das Letzte, was die EZB aktuell sehen will, sind schnell steigende Anleihenrenditen in den Peripherieländern der Eurozone. Sie wird daher die Wertpapierkäufe trotz schnelleren Wachstums in Europa und höherer Inflationserwartungen nicht präventiv reduzieren. Im Gegenteil, sie hat das Tempo der

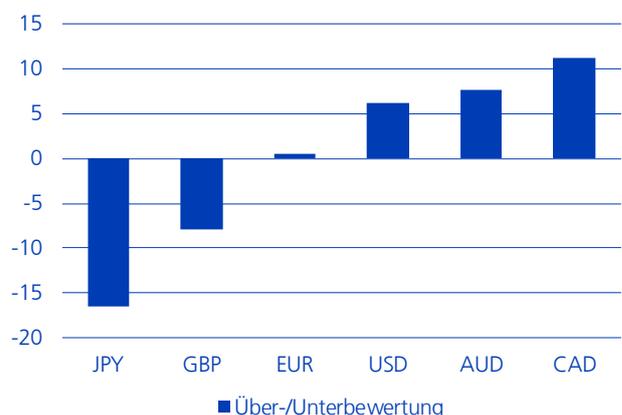
Grafik 1: Renditen steigen in der Eurozone

Renditeentwicklung von 10-jährigen Staatsanleihen



Grafik 2: US-Dollar nach wie vor überbewertet, Euro neutral

Über-/Unterbewertung gegenüber dem Franken gemäss Kaufkraftparität in %



Wertpapierkäufe über die letzten Wochen gar erhöht. Weitere Renditeanstiege werden daher eher moderat ausfallen. Aus diesem Grund dürfte über den Sommer hinweg der Währungseffekt bei Anlagen in den EUR-Obligationen dominieren.

Ein Sommer für den Euro

Typischerweise wird der Euro stark von der Konjunktur in der Eurozone beeinflusst. Die Vorlaufindikatoren für Kontinentaleuropa haben sich sukzessive verbessert, die wirtschaftliche Öffnung in den einzelnen Mitgliedstaaten hat über die letzten Wochen Fahrt aufgenommen und wird sich über den Sommer fortsetzen. Das kontinuierlich gesteigerte Impftempo stimmt uns zudem zuversichtlich, dass die Öffnungen permanent sein werden und dass nicht wie in früheren Pandemiephasen wieder zurückgerudert werden muss. Dies bietet den Anlegern mehr Sicherheit, um nun im insbesondere gegenüber dem US-Dollar nach wie vor unterbewerteten Euro zu investieren (Grafik 2). Folglich erwarten wir über die nächsten Monate eine Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar wie auch gegenüber dem Schweizer Franken. Denn mit der zunehmenden wirtschaftlichen Öffnung in Kontinentaleuropa lässt die Nachfrage nach dem sicheren Franken nach. Die warmen Temperaturen und der Tourismus werden ein Übriges tun, dass uns ein Sommer für den Euro bevorsteht. Zeitlich sehen wir die Euro-Stärkephase allerdings auf die Sommermonate fokussiert. Denn die äusserst expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank unterstützt zwar die wirtschaftliche Erholung und hält die Risikoaufschläge bei den Peripheriestaaten tief, zinsseitig bleibt die Politik der EZB aber ein Hemmschuh für die Währung.

Potenzial für europäische Aktien

Der europäische Aktienmarkt hat sich in den vergangenen Jahren deutlich schlechter entwickelt als jener in den USA (Grafik 3). Dies liegt zum einen daran, dass Investoren wegen der noch bestehenden Konstruktionsfehler der

Währungsunion eine höhere Risikoprämie fordern. Zum anderen haben sich die Konjunktur und damit die Gewinne der Unternehmen über die Jahre schlechter entwickelt (Grafik 3).

Aktuell besteht jedoch das Potenzial für eine Trendwende. Zwar gehen wir nicht davon aus, dass die Lösung der strukturellen Schwächen unmittelbar bevorsteht. Allerdings führte bislang jede Krise zu Massnahmen, die die Währungsunion etwas wetterfester machten. So wurde als Antwort auf die Coronapandemie der Wiederaufbaufonds beschlossen, für den die Mitglieder der Währungsgemeinschaft die Mittel gemeinsam am Kapitalmarkt beschaffen und auch gemeinschaftlich für die Rückzahlung haften. Dies ist zwar bei Weitem noch keine Fiskalunion, aber ein Schritt in diese Richtung. Eine stabilere Währungsunion sollte die Risikoprämie gegenüber anderen Regionen sinken lassen. Neben diesem strukturellen Argument erwarten wir, wie oben erwähnt, dass Europa erst im kommenden Quartal den Höhepunkt der wirtschaftlichen Wachstumsdynamik erreichen wird. Demzufolge dürfte die Gewinndynamik noch etwas zunehmen – auch weil Potenzial für eine Verbesserung der Gewinnmargen im Vergleich zu anderen Regionen besteht. Die Gewinnmargen werden durch das Verhältnis von Umsatz- und Kostenentwicklung bestimmt. Steigen die Kosten stärker als der Umsatz, sinken die Gewinnmargen – und umgekehrt. Den mit Abstand grössten Kostenblock bilden Löhne und Gehälter. Hier zeichnet sich vor allem in den USA ein mindestens vorübergehender deutlicher Anstieg ab. Dies liegt unter anderem daran, dass die US-Regierung während der Pandemie Arbeitslose ungewöhnlich grosszügig unterstützt hat, sodass es Unternehmen bislang noch schwerfällt, freie Arbeitsstellen ohne höhere Lohnangebote neu zu besetzen. In Europa ist dieses Phänomen deutlich weniger ausgeprägt. Folglich sollten der Aufwärtsdruck auf die Löhne und somit der Abwärtsdruck auf die Gewinnmargen deutlich geringer ausfallen als in den USA. In Grafik 4 würde dann künftig die Linie der Eurozone über derjenigen der USA liegen.

Grafik 3: Eurozone mit Potenzial, den Abwärtstrend zu stoppen

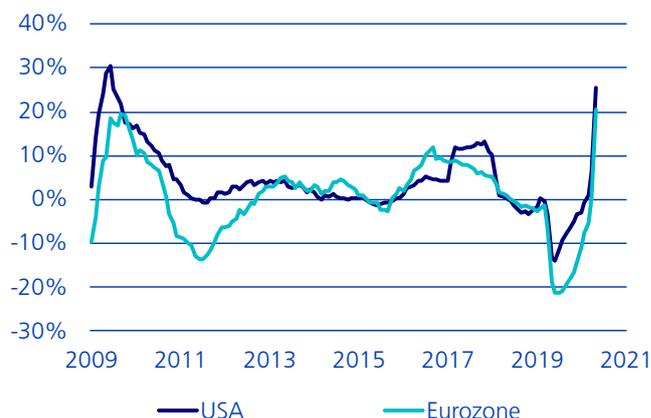
Vergleich Index- und Gewinnentwicklung Eurozone und USA



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 4: Bessere Margenentwicklung für die Eurozone erwartet

Differenz zwischen Gewinn- und Umsatzwachstumserwartungen



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Kontakt



Manuel Ferreira, Chief Investment Strategist
Investment Strategy & Economic Research
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 43 08



Simon Lustenberger, Head Investment Strategy
Spezialgebiete: Fixed Income, Rohstoffe, Edelmetalle
Investment Strategy & Economic Research
Zürcher Kantonalbank, Telefon +41 44 292 39 87



Dr. Jörn Spillmann, Head Equity Strategy
Investment Strategy & Economic Research
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 35 18



Elias Hafner, Head FX Strategy
Spezialgebiete: Währungen, Immobilien
Investment Strategy & Economic Research
Zürcher Kantonalbank, Telefon +41 44 292 35 51

Zürcher Kantonalbank

Die Zürcher Kantonalbank ist eine führende Universalbank im Wirtschaftsraum Zürich mit nationaler Verankerung und internationaler Ausstrahlung. Sie ist eine selbständige öffentlich-rechtliche Anstalt des Kantons Zürich und wird von den Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch mit der Bestnote (AAA bzw. Aaa) eingestuft. Mit über 5000 Mitarbeitenden bietet die Zürcher Kantonalbank ihren Kundinnen und Kunden eine umfassende Produkt- und Dienstleistungspalette. Zu den Kerngeschäften der Bank zählen das Finanzierungsgeschäft, das Vermögensverwaltungsgeschäft, der Handel und der Kapitalmarkt sowie das Passiv-, das Zahlungsverkehrs- und das Kartengeschäft. Die Zürcher Kantonalbank bietet ihren Kundinnen und Kunden sowie ihren Vertriebspartnern umfassende Produkte und Dienstleistungen im Anlage- und Vorsorgebereich an.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation dient Informations- und Werbezwecken. Sie stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Bankdienstleistungen dar, noch bildet sie die Grundlage für einen Vertrag oder Verpflichtungen irgendwelcher Art. Bei der Publikation handelt es sich nicht um einen Prospekt oder ein Basisinformationsblatt.

Aufgrund rechtlicher, regulatorischer oder steuerlicher Bestimmungen kann die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen für bestimmte Personen Einschränkungen unterliegen, die sich namentlich aufgrund des Wohnsitzes bzw. Sitzes, der Nationalität oder der Kundensegmentierung ergeben können. Einschränkungen bestehen insbesondere für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen.

Diese Publikation enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse eines spezifischen Empfängers. Der Empfänger sollte die Informationen vor einem Anlageentscheid sorgfältig auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen überprüfen. Für die Einschätzung rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird dem Empfänger empfohlen, sich durch Fachpersonen beraten zu lassen.

Die Publikation wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt. Die Zürcher Kantonalbank bietet jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung der Publikation ergeben.

Diese Publikation wurde nicht unter Einhaltung der «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung erstellt. Mit jeder Investition sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sind keine Garantie für den zukünftigen Anlageerfolg. Investitionen in Fremdwährungen unterliegen Wechselkursschwankungen.

© 2021 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.