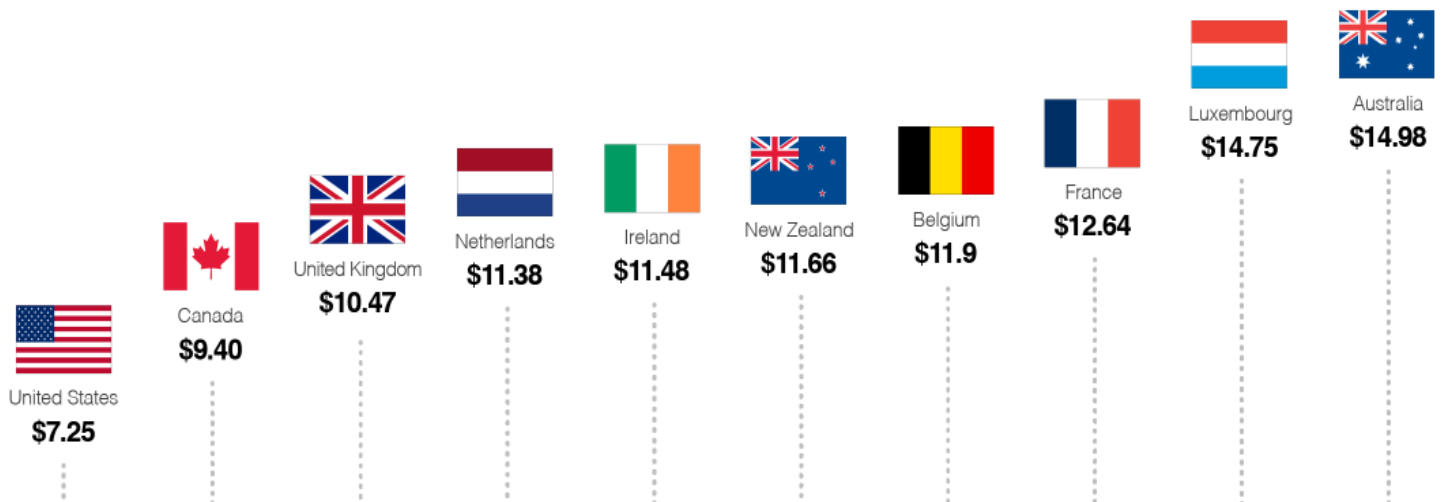


SWISSMASTER Modul forex-master Nr. 10 vom 2. April 2017

Einleitung



Stundenlohn Arbeitnehmer in USD

Die Welt ist politisch in Bewegung geraten. Sicher geglaubte Bündnisse, Partnerschaften, Allianzen sowie wirtschaftliche Ausrichtungen sind seit dem Brexit-Votum der Briten und der Wahl Trumps zum US-Präsidenten auf dem Prüfstand.

Der Ausgang dieser erst am Beginn stehenden Verschiebungen ist offen. Gibt das wirtschaftliche Umfeld derzeit kaum Anlass zur Besorgnis, so hinterlässt die Politik und das was kommen könnte ein mulmiges Gefühl.

Sei es durch Notverordnungen, Notstandsgesetze, durch angeblich im Kampf gegen den Terror angesagte Beschränkungen, sei es durch übermäßige Ausweitung staatlicher Kontrolle:

Jede Einschränkung der bürgerlichen Freiheiten bietet ein Einfallstor für Kräfte aller Art, die demokratischen Grundlagen der Gesellschaft auszuhebeln.

Je stärker die Freiheiten bereits ausgehöhlt sind, je eher kann es zu diktatorischen Herrschaftsformen kommen. Ob und wie dies geschieht, hängt ab von den jeweils politisch einflussreichen handelnden Personen. Das ist bis zu einem gewissen Grad Zufall. Es kann auch auf legalem Wege geschehen.

Wirtschaftlich unsichere Zeiten legen vor allem in denjenigen sozialen Schichten eine Basis für „neue“, extreme, antidemokratische Strömungen, die sich besonders von Abstieg bedroht fühlen.

Solche Strömungen gewinnen umso mehr an Bedeutung und Einfluss, je mehr andere „ältere“ politische Richtungen im Kampf um ihre „angestammten“ Pfründe inhaltliche Aussagen in kurzfristiger Taktiererei untergehen lassen.

Kapital-Interessen folgen ausschliesslich der Leitlinie, kalkulierbare, hinsichtlich Renditeaussichten günstige Rahmenbedingungen zu schaffen. Demokratische Prinzipien werden diesem Aspekt untergeordnet.

Soziale Entwicklungen jeglicher Art neigen dazu, sich ab einem bestimmten Punkt zu überschlagen.

Das Ende der Weimarer Zeit war in drei Jahren besiegelt. Umso wichtiger ist: Wehret den Anfängen.

USD/CHF - US-Dollar vs Schweizerfranken

Längerfristiger Trend (1-6 Monate)

Bis zum 28. April 2017 muss der Kongress ein neues Haushaltsgesetz mit einer Anhebung der Schuldengrenze verabschieden. Andernfalls droht ein "Government Shutdown" und im Worst Case sogar ein Staatsbankrott, da die US-Regierung keine neuen Schulden mehr machen darf.

Der Handel der USA mit dem Rest der Welt ist gigantisch. 5 Billionen USD an Waren werden pro Jahr exportiert und importiert. Die USA importieren deutlich mehr als sie exportieren. Das Handelsbilanzdefizit steht um -700 Mrd. USD. Das Handelsbilanzdefizit besteht zu zwei Drittel der Handelspartner.

Im 2016 stieg das BIP um +1.6%pa nach +2.6%pa im 2015. Damit lieferten die USA die grösste Enttäuschung unter den grossen westlichen Industrienationen hinsichtlich der Jahresanfangsprognosen für 2016.



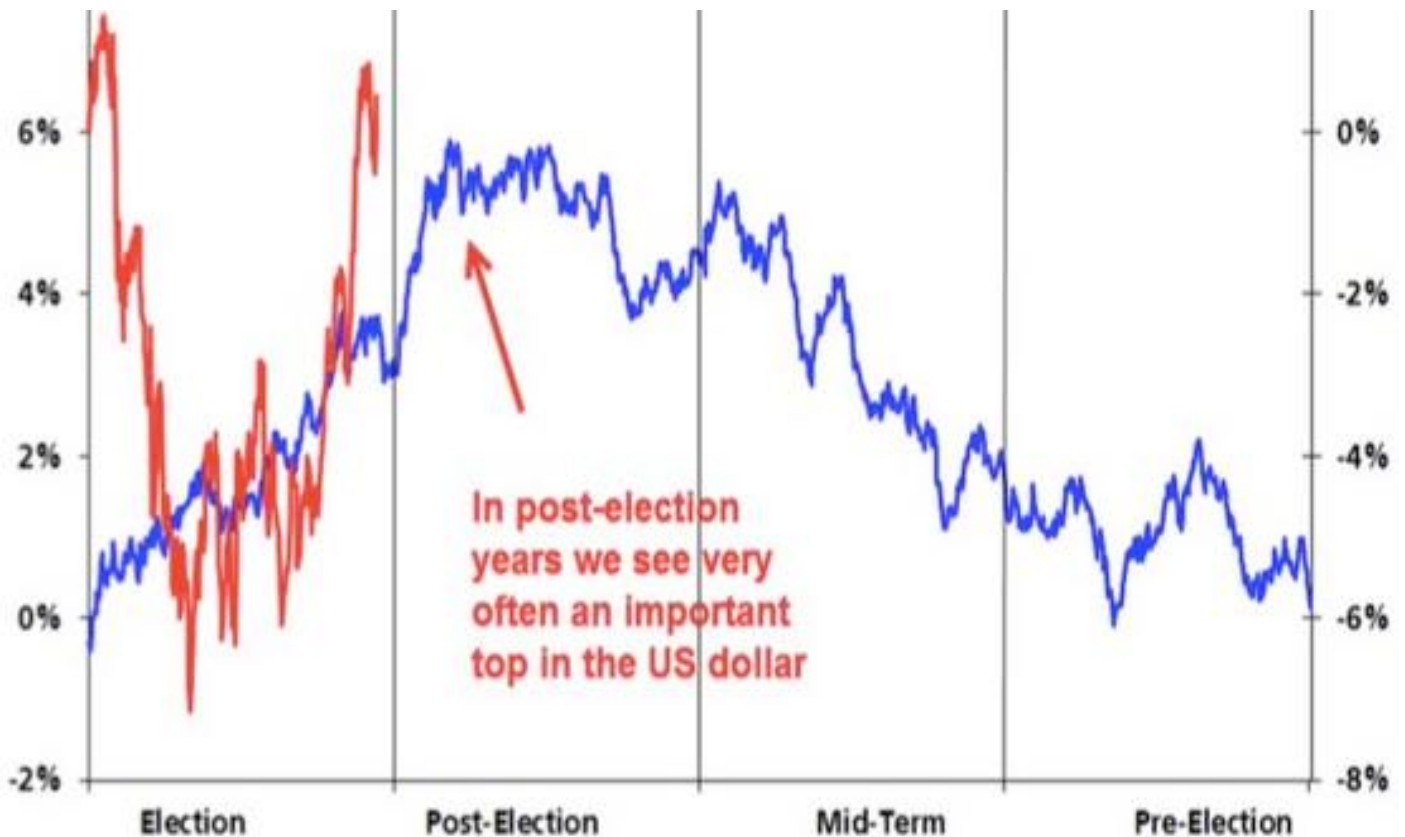
USD/CHF Weekly Candlestickchart mit 20-/50-/200-EMA: **Noch ist der Aufwärtstrend intakt.**

Seit Anfang 2017 steht der USD/CHF in einer Konsolidierungsphase mit dem Potenzial einer primären Trendumkehr wieder nach unten.

Der USD/CHF konnte zuletzt wieder vom letzten Support um 0.9850 nach oben abprallen. Erst beim nachhaltigen Fall unter 0.9850 geht es in Richtung 0.9600/0.9500 und tiefer.

Damit hat der USD/CHF jetzt nochmals das Potenzial, die seit Anfang 2017 laufende Abwärtstrendlinie um 1.0100 und darüber 1.0250 bis im Best Case 1.0350 anzugehen.

Der EUR/USD gibt weiterhin die primäre Trendrichtung für den USD/CHF vor.



USD-Präsidentschaftszyklus (historische Mittelwerte): **USD hat im ersten Quartal 2017 das Top gesehen.**

Fazit: China und Russland bauen ihre Zusammenarbeit im Bereich der Währungen und des Goldhandels erheblich aus. Das Ziel ist das Ende der USD-Dominanz.

Zinserhöhungen der US-Notenbank sind „Routine“ geworden und verleiten nicht mehr zu grossen Worten. Sie haben nur noch wenig Überraschungspotenzial.

Über den Stopp des europäischen QE-Programms und den Start für höhere Zinsen in der Eurozone lässt sich gut spekulieren. Dieses Thema wird am Währungsmarkt später an Einfluss gewinnen. Davon wird später der EUR und in seinem Schlepptau auch der CHF profitieren und der USD leiden.

Wenn das Muster der vergangenen Jahre – weniger Zinserhöhungen als avisiert – gilt, dann könnten selbst die noch zwei für dieses Jahr angedeuteten Schritte unterboten werden. Die aktuell erhöhte Inflation basiert vor allem auf einem Ölpreiseffekt, der sich aber Mitte 2017 zurückbilden sollte.

Die positivere Marktstimmung beruht auf den optimistischen Stimmungsindikatoren (soft data).

Ob und wann die fiskalpolitischen Trump-Massnahmen realisiert werden, ist offen. Das Enttäuschungspotenzial überwiegt. Die Markterwartungen sind sehr hoch gesteckt. Darunter wird auch der USD leiden.

Mit einem unerwartet starken Anstieg von 114.8 auf 125.6 Punkte katapultierte sich das Verbrauchervertrauen auf das höchste Niveau seit 2000. Ebenfalls der Richmond Fed Manufacturing Index stieg von 17 auf 22 Punkte an. Sämtliche wichtigen Subindizes (Beschäftigung, Löhne und Neuaufträge) konnten deutlich zulegen.

Nutzen Sie nochmalige Erholungsphasen gegen 1.0100 bzw. darüber gegen 1.0250/1.0350 für den Verkauf.

Kaufen Sie um 0.9850 und später darunter gegen 0.9600/0.9500.

Die Wahrscheinlichkeit eines späteren Abbruchs nach unten überwiegt weiterhin.

Sentiment

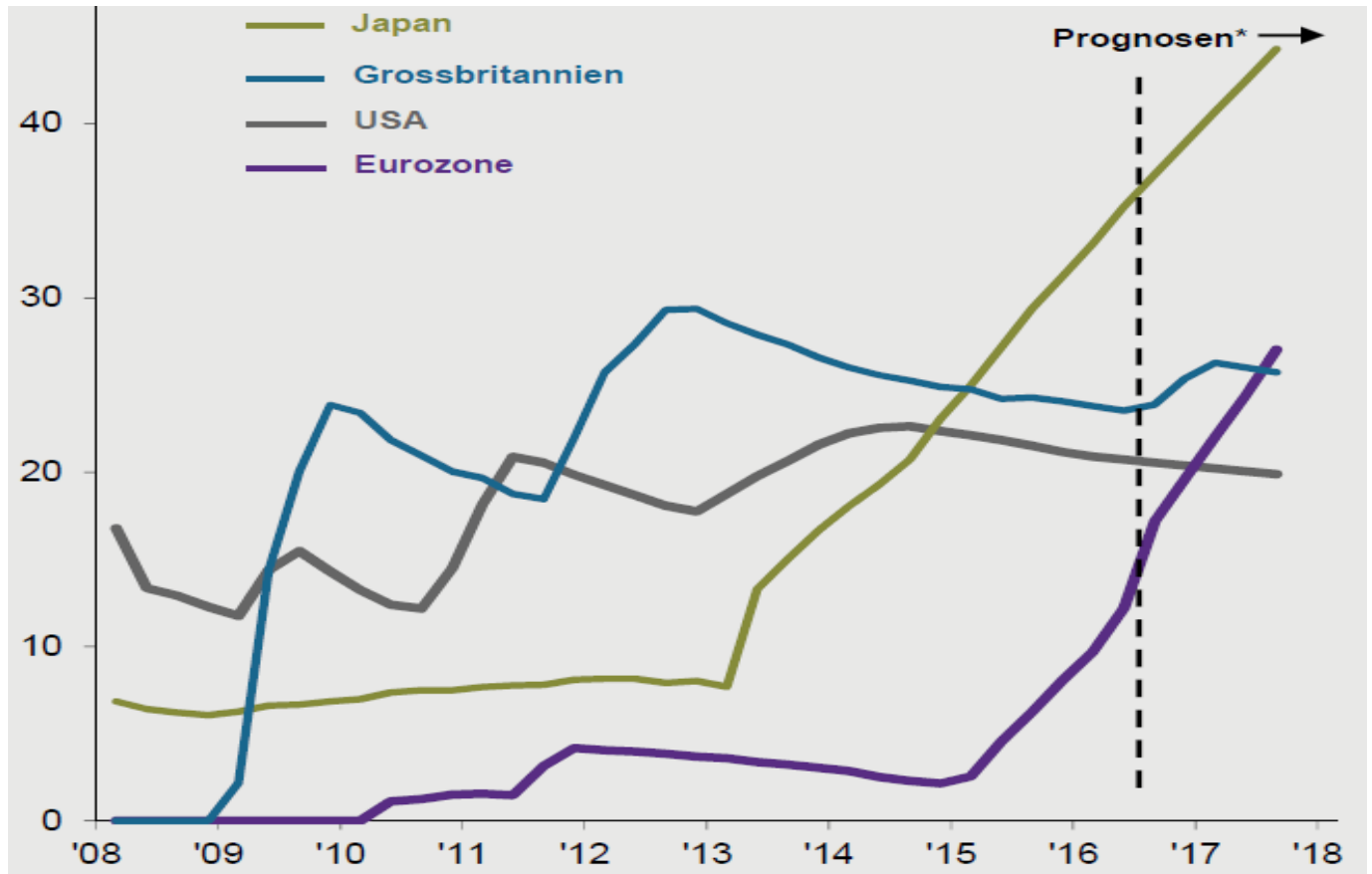


Chart Staatsanleihen im Besitz der Notenbank in % der ausstehenden Staatsschulden



Source: TIC

Chart Grössten Halter von US-Staatsanleihen in Mrd. (1400=1.4 Billionen USD)

Fundamentales Umfeld mit persönlichen Ergänzungen und Fakten zu den USA und dem US-Dollar

Es gibt Erwartungen, dass US-Multis mit bestimmten „Anreizen“ dazu gebracht werden sollen, ihre Cash-Bestände im Ausland zu repatriieren und diese Mittel dann im Inland zu investieren. Da sie aber auch im Inland über ordentliche Barreserven verfügen – warum sollten sie das tun? Vielleicht werden die Mittel eher dazu verwendet, weitere Aktien zurückzukaufen oder Dividenden auszuschütten. Genauso denkbar ist es, damit M&A-Aktivitäten zu befeuern. Alle drei Massnahmen steigern zwar gewöhnlich die Kurse, Steigerungen des operativen Potenzials bewirken sie in der Regel aber nicht. Die Finanzindustrie beflügelt das in jedem Fall. Die Chance für eine allein wegen günstiger Repatriierungsbedingungen signifikant zunehmende Investitionstätigkeit erscheint mir relativ gering zu sein.

Rückenwind für die Wirtschaft verspricht sich der Markt **von den Verbrauchern**, denn die haben im aktuellen Aufschwung noch nachzuholen. Der **laufende Konjunkturaufschwung ist zwar einer der längsten seit 1945**, dafür fällt er deutlich schwächer aus als frühere Wachstumsphasen. Auch, weil die Amerikaner weniger shoppen.

Zehn Jahre nach der Finanzkrise haben sich die Konsumenten so weit entschuldet, dass ihre Kreditwürdigkeit so hoch ist wie seit 15 Jahren nicht. Weil die Arbeitslosigkeit sinkt und gleichzeitig Aktienkurse und Immobilienpreise steigen, **wächst auch das Gefühl, sich wieder etwas leisten zu können.** Diesem Gefühl wäre es nicht abträglich, wenn Donald Trump niedrigere Einkommensteuertarife durchsetzen könnte.

Demographische Faktoren einer alternden Bevölkerung, eine **zu hohe Verschuldungsquote, zunehmende Automatisierung**, auch die **Tendenzen der Deglobalisierung** – sie alle tragen dazu bei, dass die längerfristigen BIP-Wachstumsraten in den USA eher nicht über +2%pa hinauskommen werden. Auf Sicht von ein, zwei Jahren mögen die Vorhaben von Trump unter bestimmten Bedingungen ein gewisses Strohfeuer entfachen.

Steigende Kreditzinsen wären kein Beinbruch, wenn gleichzeitig das nominale BIP-Wachstum Schritt hält. Je weniger Potenzial die reale BIP-Entwicklung hat, je höher muss die Inflation sein, um das jeweilige Zinsniveau tragfähig zu machen. Je höher das Zinsniveau ist, je mehr Mittel fliessen per Saldo in die Entschuldung. Damit stehen immer weniger Mittel zur Verfügung, um die Realwirtschaft anzukurbeln. Also müssen dann irgendwann neue Mittel geschaffen werden.

Was folgt daraus, um den Beinbruch höherer Zinsen zu verhindern? Die Investitionstätigkeit in der Real-Wirtschaft muss spürbar zunehmen. Dies wird nur geschehen, wenn die Kosten für die Unternehmen sinken. Investiert wird nur dann, wenn die Nachfrage anzieht oder zumindest die begründete Aussicht darauf besteht. Dies wiederum hängt längerfristig weitgehend von der Lohnentwicklung ab. Wenn die angeschoben wird (notwendige Bedingung) und die zusätzlichen Mittel in den Verbrauch gehen (hinreichende Bedingung), klappt es auch mit der Inflation. Falls sich das vorgehende Szenario nicht entfaltet, werden steigende Zinsen schnell zu einer ernststen Bedrohung. Dann kann man darauf wetten, dass die Fed alsbald neue Geldflutungsmassnahmen einleitet – zur Abwechslung diesmal vielleicht in der Form von Helikoptergeld, also z.B. der direkten Finanzierung von Staatsschulden.

Die Marktteilnehmer setzen hauptsächlich darauf, dass die **Unternehmenssteuerreform** zu einem Gewinnsprung bei den US-Unternehmen führen wird. Trump hat zwar eine zügige Umsetzung der Steuerreform versprochen und doch kann selbst der **erste Teil der Reform frühestens im August** zum Tragen kommen. Die neue Regierung will das Steuersystem regelrecht umkrempeln. **Umstritten ist, wie die Reform finanziert werden soll.** Besonders stark in der Kritik steht der Vorschlag der Republikaner dies durch die **Einführung eine Grenzausgleichssteuer** zu tun.

Der Ökonom Krugmann bezeichnet diese Art einer Grenzausgleichssteuer als eine **Kombination aus Importzoll und Exportsubventionen**, was in keiner Weise vergleichbar ist mit einer für alle geltende Mehrwertsteuer, wie es die Republikaner dem Ausland gerne verkaufen möchten.

Wenn man bedenkt, dass zum Beispiel ein Unternehmen wie **IBM gerade einmal 3.6% des Nettoeinkommens an Steuern tragen muss, bleibt die Frage inwieweit eine Steuersenkung überhaupt noch möglich ist.** Die effektive Steuerquote für US-Unternehmen beträgt rund 25%, auch wenn der Spitzensteuersatz mit 35 % angegeben ist. Sollte es nun zu einer Reduktion der US-Unternehmenssteuer kommen auf 20% oder 15%, entspricht dies einer Entlastung von 5-10%.

Die **gute Stimmung in der Bevölkerung** steht den Medienberichten über die Politik diametral gegenüber. Das zeigt, dass viele **Medien eine bestimmte Meinung haben, die Bevölkerung jedoch eine andere.** Das bedeutet nicht automatisch, dass alles bestens ist. Der Anstieg des Vertrauens ist vor allem auf Besserverdienende zurückzuführen.

Diejenigen, die am wenigsten verdienen (weniger als 15.000 USD pro Jahr) haben das Handtuch geworfen. Ihre Laune trübt sich ein. Bei Geringverdienern (Einkommen bis 35.000) hat sich die Stimmung verbessert, jedoch nur moderat. Explosionsartig steigt die Stimmung vor allem bei den mittleren und höheren Einkommen. Mehr als die Hälfte aller US-Haushalte hat pro Jahr weniger als 58.000 USD zur Verfügung. **Der massive Sentimentimpuls der letzten Monate ist also grösstenteils nur von der oberen Hälfte der Gesellschaft getragen.**

EUR/USD – Euro vs US-Dollar

Längerfristiger Trend (1-6 Monate)

Die Euro-Arbeitslosigkeit ist auf dem niedrigsten Stand seit Juli 2009. Das **BIP-Wachstum in der Eurozone** reüssiert mit den **höchsten Niveaus seit 2011 oberhalb der von der EZB selbst festgelegten Potentialwachstumsrate**. Die strukturellen Haushaltsdefizite sind in der Eurozone bereinigt, die Nord-Süd-Divergenz in der Handelsbilanz ist Geschichte.

Das Wirtschaftswachstum der Eurozone basiert auf wiederkehrenden Einkommen (nicht wie in den USA und dem UK massgeblich auf Kredit!), der besten Qualität, die Wachstum ausweisen kann. Die Frühindikatoren weisen in Richtung einer Beschleunigung der Wachstumsdynamik.

Die **deutschen Verbraucherpreise** legten im März um +1.6%pa zum Vorjahr zu. Derzeit bestimmen Basiseffekte insbesondere bezüglich der Energiepreise die kurzfristigen Ausschläge. Grundsätzlich gilt, dass das Verbraucherpreisniveau auf einem erhöhten Niveau im Dunstkreis von +1.5%pa im weiteren Jahresverlauf oszillieren wird.



EUR/USD (obere Bildhälfte) – Marktkraft (untere Bildhälfte): **Umkehrprozess nach oben weiter am Laufen.**

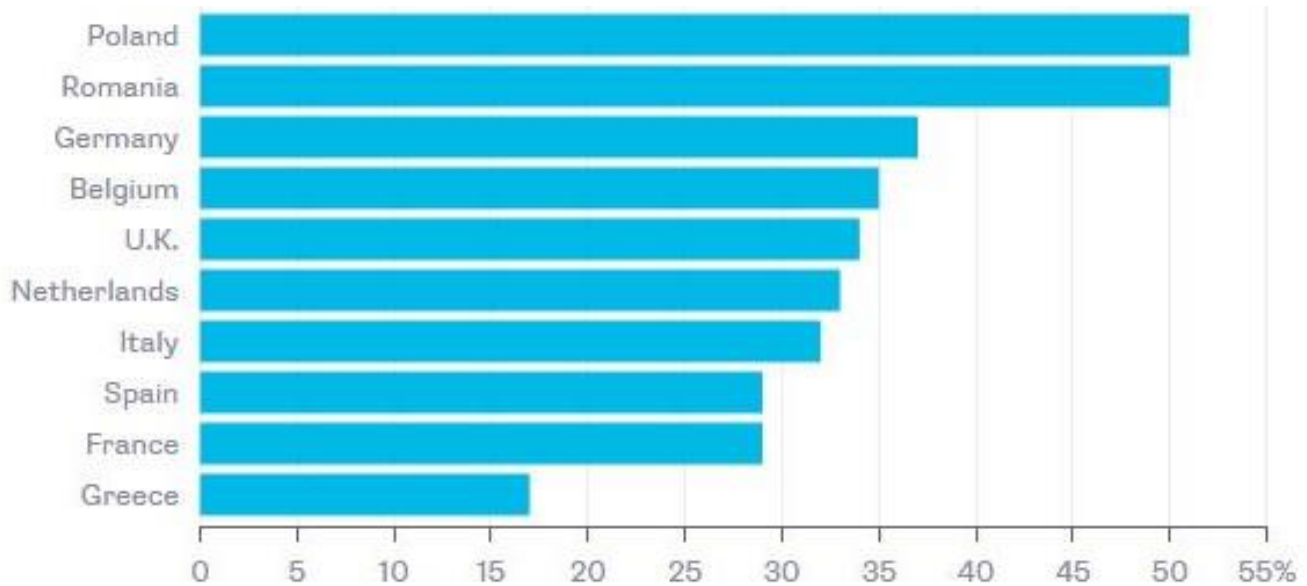
Der EUR/USD hat die seit Anfang 2015 gültige Handelszone um 1.0500/1.1500 nur kurz nach unten verlassen. Die Bodenbildungsphase nimmt Gestalt an. Ein nochmaliger Fall unter 1.0500 gegen 1.0350 passiert nur noch im Worst Case und nur temporär.

Oberhalb von 1.0850/1.0900 wird der EUR/USD gegen 1.1200/1.1250 und 1.1450/1.1500 ansteigen.

Zuletzt testete der EUR/USD diesen ersten Widerstand von 1.0850/1.0900, ist aber nochmals davon abgeprallt und kann damit nochmals in Richtung 1.0500 fallen.

Aus Sicht von Monaten bis Quartalen ist wichtig zu wissen:

Erst ein nachhaltiges Unterschreiten des Unterstützungsniveaus bei 1.0350/1.0300 dreht den Bias zu Gunsten des USD. Die Wahrscheinlichkeit dazu nimmt ab.



Positive Eurostimmung der Eurobürger in %

Fazit: Nach der Holland-Wahl ist vor der Frankreich-Wahl. Sobald aber auch diese Klippe ohne EU-feindlichen Ausgang umschifft ist, hellt sich das Umfeld auf. In Europa zeigt sich das Wachstum recht robust, die Inflation kletterte. Die EZB behält zwar ihre sehr expansive Politik vorerst bei, aber ein Richtungswechsel ist spätestens im nächsten Jahr absehbar. Die aus USD-Sicht perfekte Welt aus Krise in Europa und US-Aufschwung inklusive Zinserhöhungen wird sich nicht so wie bislang fortsetzen. Da angesichts der hohen USD-Bewertung dieses Bild schon seit gut zwei Jahren eingepreist ist, sollte eine Änderung zu einer EUR-Erholung führen.

Die deutschen Einzelhandelsumsätze legten um +1.8% zu (Vormonat -1.0%). Die Erwerbstätigkeit nahm um +50.000 (saisonal) zu. Die Arbeitslosenrate sank von 3.0% auf 2.8%. Die privaten Haushaltsausgaben stiegen um +2.5% (Vormonat +0.5%). Die Bauausgaben stiegen um +5.7% (Vormonat +1.1%).

Vor wenigen Tagen stand der EUR/USD am ersten Schlüsselwiderstand um 1.0900. Das ist Geschichte.

Heute steht er wieder unter 1.0700. Was ist passiert? Ist die Konjunkturlage der Eurozone eingebrochen? Nein, ganz im Gegenteil. Sind die Strukturdaten Ausdruck einer neuerlichen Krise? Nein, ganz im Gegenteil. Hat sich das politische Risiko bezüglich der Wahlen in den letzten wenigen Tagen zu einer existentiellen Bedrohung für die Eurozone entwickelt? Nein, ganz im Gegenteil.

Es gibt aber einen bestechenden Grund für die erneute EUR-Schwäche. Die nahezu im Chor vorgetragene Verweigerung des EZB-Rats, den positiven Entwicklungen der Eurozone bezüglich Konjunktur und Struktur Vertrauen zu schenken und vor diesem Hintergrund die Möglichkeit zu erwägen, die aktuelle Politikausrichtung anzupassen, war der Katalysator der erneuten EUR-Schwäche. Ein Machtspiel...

Anders ausgedrückt forcieren diese Äusserungen des EZB-Rats das globale Misstrauen gegenüber der Eurozone. Man kann die beste Konjunkturlage seit 2011 und deutlich verbesserte Struktur der Eurozone zerreden. Wem nützt das bezüglich der globalen Kapitalströme, die durchaus wesentlich für die nachhaltige Entwicklung der Ökonomie sind? Im Gegensatz zu der EZB malt die US-Notenbank in der schwächsten Konjunkturphase seit 2011 ein rosiges und unsachliches Bild der US-Wirtschaft. Hier stellt sich eine faszinierende Divergenz der Aktivität von Notenbanken der USA und der Eurozone dar.

Wir bleiben dabei: Der EUR/USD arbeitet an seiner Bodenbildung um 1.0500 bzw. nur im Worst Case kurzfristig um 1.0300.

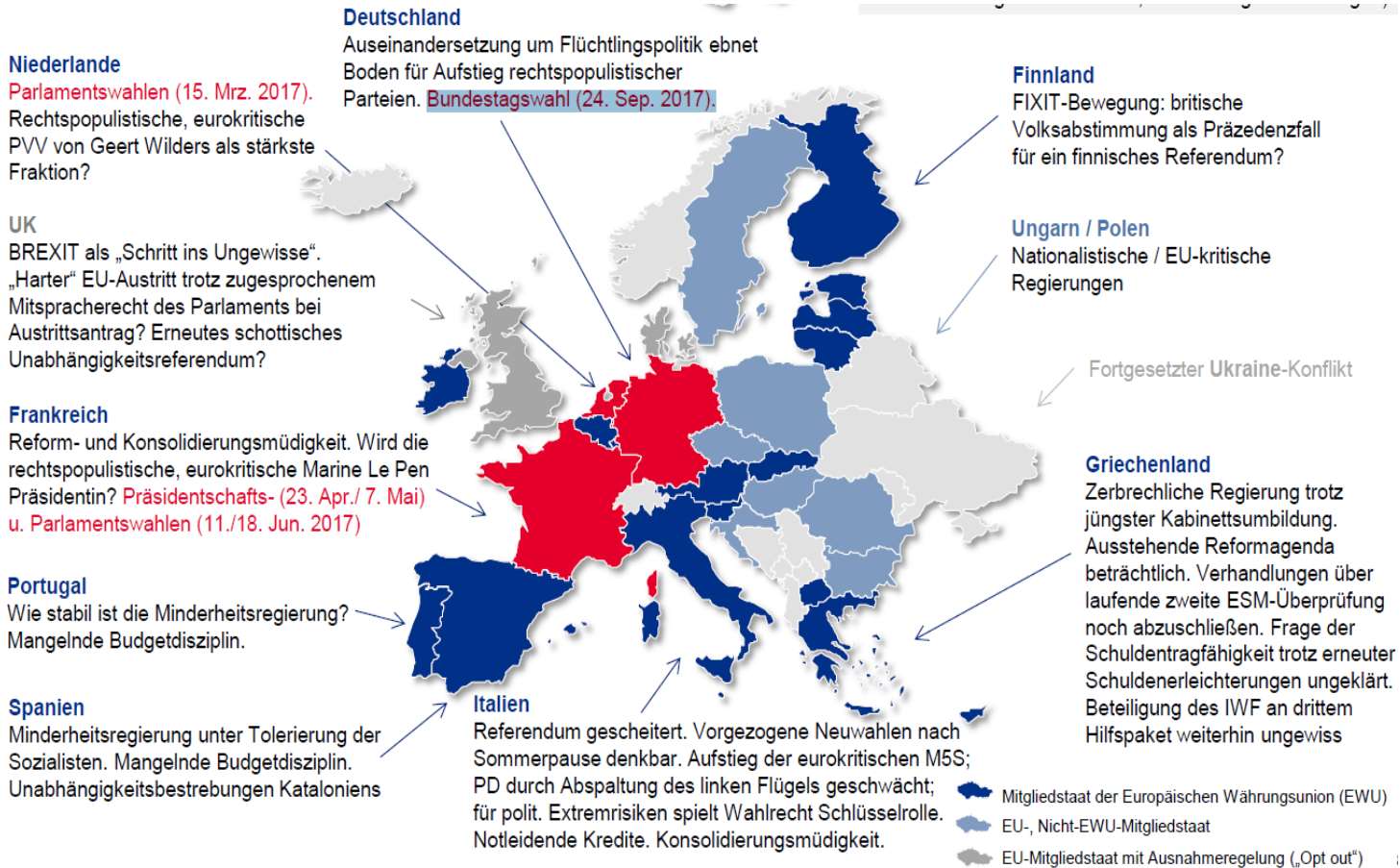
Der nächste Schritt ist ein Anstieg über 1.0850/1.0900 in Richtung 1.1250/1.1500.

Wer in den nächsten Wochen verkaufen muss, verkauft gegen 1.0850/1.0900.

Aus strategischer Sicht long engagiert bleiben. Das erste grosse Preisziel steht um 1.1250 und 1.1500.

Nutzen Sie nochmalige Schwächephasen gegen 1.0500 bzw. nur im Worst Case temporär gegen 1.0300 für den gestaffelten Kauf.

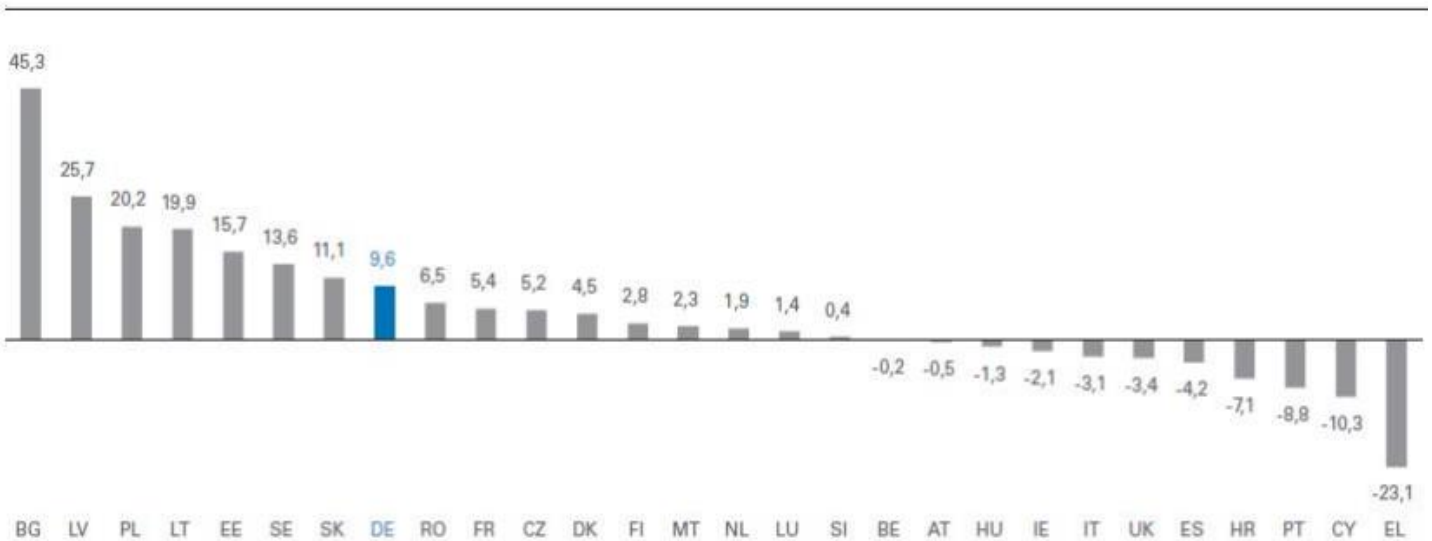
Sentiment



Eurozone im Umbruch

Entwicklung der Reallöhne in der Europäischen Union, 2010 – 2016

Angaben in Prozent*



AT = Österreich, BE = Belgien, BG = Bulgarien, CY = Zypern, CZ = Tschechische Republik, DE = Deutschland, DK = Dänemark, EE = Estland, EL = Griechenland, ES = Spanien, FI = Finnland, FR = Frankreich, HR = Kroatien, HU = Ungarn, IE = Irland, IT = Italien, LT = Litauen, LU = Luxemburg, LV = Lettland, MT = Malta, NL = Niederlande, PL = Polen, PT = Portugal, RO = Rumänien, SE = Schweden, SI = Slowenien, SK = Slowakei, UK = Großbritannien

Chart Lohnentwicklung Eurozone

Fundamentales Umfeld mit persönlichen Ergänzungen und Fakten zu Euroland und dem Euro

Auf bis zu 7 Billionen USD wird zurzeit der Wert der Gebrauchtwagen weltweit geschätzt, doch in fünf Jahren könnte diese Summe nur noch halb so hoch sein. Denn das Sicherheitsniveau und die technische Ausstattung von Neuwagen steigen rasant. Gebrauchte sehen im Vergleich schneller alt aus. Die Folgen wären weitreichend. Autovermietern etwa drohten Wertberichtigungen in ihren Bilanzen. Beim Neukauf böte eine Inzahlungnahme weniger finanzielle Entlastung. Derzeit ist die Autowirtschaft gut unterwegs. Das kann so bleiben, wenn sie Herausforderungen wie die Elektromobilität meistert. Aber das Beispiel mahnt, dass manchmal unerwartet Schlaglöcher in der Strasse auftauchen.

Zwischen die Präsidentenwahl in Frankreich und die Bundestagswahl in Deutschland vom Herbst 2017 könnte sich leicht eine Neuaufgabe der griechischen Haushaltstragödie schieben. **Athen wird seine europäischen Partner im Sommer wieder um neue Finanzhilfen bitten müssen.** Aus deutscher Sicht kommt diese Bitte **zur absoluten Unzeit**, erst recht, wenn sich im Frühjahr in Frankreich und den Niederlanden die europaskeptischen Gruppierungen mit hohen Stimmenzuwächsen in politischen Vordergrund spielen sollten.

Dürfen in 2017 auch die Italiener wieder einmal zur Wahlurne schreiten, kommt zusätzlich Druck auf, denn **Italien** gilt schon länger als eines der Problemländer der Eurozone.

Der bange Blick auf Italien ist berechtigt und doch in seiner Einseitigkeit nicht ganz richtig, denn auch **Frankreich** kommt momentan längst nicht mehr jene wirtschaftliche Stärke zu, die man sich von einem Kernland der Eurozone wünschen sollte. Auch **Belgien** entwickelt sich mehr und mehr zu einem besorgniserregenden Fall.

Eine sich wieder **ausweitende Zinsdifferenz** deutet klar auf die Spannungen im Euro-System. Sie ist aber noch nicht einmal der Faktor, der zur **grössten Sorge** Anlass gibt. Das sind die **Target2-Salden der Deutschen Bundesbank**. Sie sind in den letzten Monaten auf ein Rekordniveau von **796 Mrd. EUR** (Dezember 754 Mrd.) angestiegen und haben den bisherigen Höchstwert 2012 hinter sich gelassen.

Die Target2-Salden beschreiben die Guthaben bzw. die Verbindlichkeiten der einzelnen Notenbanken der Eurozone untereinander. Sie steigen an, wenn die eine Notenbank der anderen eine Art Überziehungskredit gewährt, um die zwischen beiden Länder abgewickelten Warenströme zu finanzieren. Da Deutschland mehr Waren in die Partnerländer exportiert als von dort eingeführt werden, steigen die Target2-Salden der Bundesbank wieder. **Sie steigen auch deshalb, weil viele Anleger in den Krisenländern ihr Geld lieber deutschen Banken anvertrauen als den Instituten im eigenen Land.**

Gefährlich sind diese hohen Target2-Summen aus zwei Gründen. Zum einen deuten sie auf starke wirtschaftliche Ungleichgewichte und zum anderen stellen sie Kredite gegen die jeweiligen Notenbanken der Länder dar, nicht gegen die Staaten selbst.

Die **Einzelhandelsumsätze in der Eurozone** konnten im vergangenen Jahr deutlich zulegen, wenn auch in den einzelnen Ländern in recht unterschiedlichem Ausmass. Die Branche partizipierte damit an der erfreulichen Entwicklung des privaten Konsums, der zum massgeblichen Treiber des gesamtwirtschaftlichen Wachstums geworden ist. Überraschenderweise fiel in Grossbritannien das Plus bei den realen Einzelhandelsumsätzen im Gesamtjahr trotz Brexit-Referendum höher aus als in den grossen Flächenländern der Eurozone. Unter diesen schnitt **Spanien am besten** ab – nach zuvor jahrelanger Talfahrt befindet sich die Branche hier in einem nunmehr **drei Jahre andauernden Aufholprozess**, der durch ein **überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum** gespeist wird. Nur schwach legten die Umsätze dagegen in **Italien** zu, in **Belgien** war sogar ein Rückgang zu verzeichnen. Der Ausblick für 2017 könnte durch die **Rückkehr der Inflation** getrübt werden, da bei weiterhin solidem Wirtschaftswachstum die **Realeinkommen deutlich weniger zulegen** werden.

Trump ist ein Unternehmertyp, der Entscheidungen treffen will und Entscheidungen treffen kann. Die Republikaner haben den Kongress und den Senat – sie können daher alles machen. **Merkel musste Trump beim Treffen in Washington erklären, dass die EU für Freihandel zuständig ist. Das weiss Trump auch und deshalb wird er die Europäer gnadenlos gegeneinander ausspielen wie die Briten das laut EU-Präsident Juncker bei den Brexit-Verhandlungen machen werden.** Trump und die Republikaner werden jeden Vorteil nützen, den sie gegen die Europäer aufgrund der militärischen Privilegien geniessen und dank ihrer finanzpolitischen Überlegenheit auch ausspielen können.

Der **Einkaufsmanagerindex für die deutsche Industrie** ist in den letzten Monaten stark auf 56.8 Punkte angestiegen. Nicht nur die **Auftrags- und Produktionskomponente** haben sich deutlich verbessert. Auch die **Beschäftigung** ist auf hohem Niveau und der **Spielraum für die Verkaufspreise** wird grösser eingeschätzt. Dies bestätigen die Erzeugerpreise. Die Jahresdurchschnittsrate 2016 lag bei -1.7%pa. Die Importpreise dürften im Februar um +7%pa im Vorjahresvergleich zulegen. Dies ist zwar im Wesentlichen durch höhere Energiepreise bedingt, allerdings nicht nur. So haben sich die Erzeugerpreise für Metalle zuletzt um über +10% erhöht. Auch bei Chemieprodukten und verschiedenen Investitionsgütern hat sich eine Preiswende eingestellt. Dies zeigt, dass in der Chemieindustrie der positive Lagerzyklus in Gang gekommen ist. Zudem nimmt der Verbrauch von industriellen Gütern zu; der **Industrieaufschwung ist intakt**.

EUR/CHF - Euro vs Schweizerfranken

Längerfristiger Trend (1-6 Monate)

60 Jahre nach der Ratifizierung der Römischen Verträge bewerten die Euro-Unternehmen die kommenden zwölf Monate so rosig wie seit sieben Jahren nicht mehr. In Europa zeigt sich das Wachstum robust, die Inflation kletterte. **Die EZB behält ihre sehr expansive Politik auf kurze Frist (noch) bei.** Die aus USD-Sicht perfekte Welt aus Krise in Europa und US-Aufschwung inklusive Zinserhöhungen wird sich nicht so wie bislang fortsetzen.



Fazit: Die EZB will vorerst den EUR schwach halten, um den Export weiter anzukurbeln und vor allem ihre extrem expansive Geldpolitik (zur Unterstützung der Euro-Banken) aufrecht zu halten.

Das Thema Le Pen in Frankreich ist in den Hintergrund gerückt. Ihre Wahlchancen zur Präsidentin haben spürbar abgenommen.

Damit könnte die SNB mit etwas Glück den Polit-Wahlmonat April/Mai von Frankreich ohne grosse Stressphase bestehen. Sollte jedoch Le Pen zur Überraschung der Märkte dennoch gewählt werden, wird der Druck auf den EUR/CHF temporär massiv zunehmen.

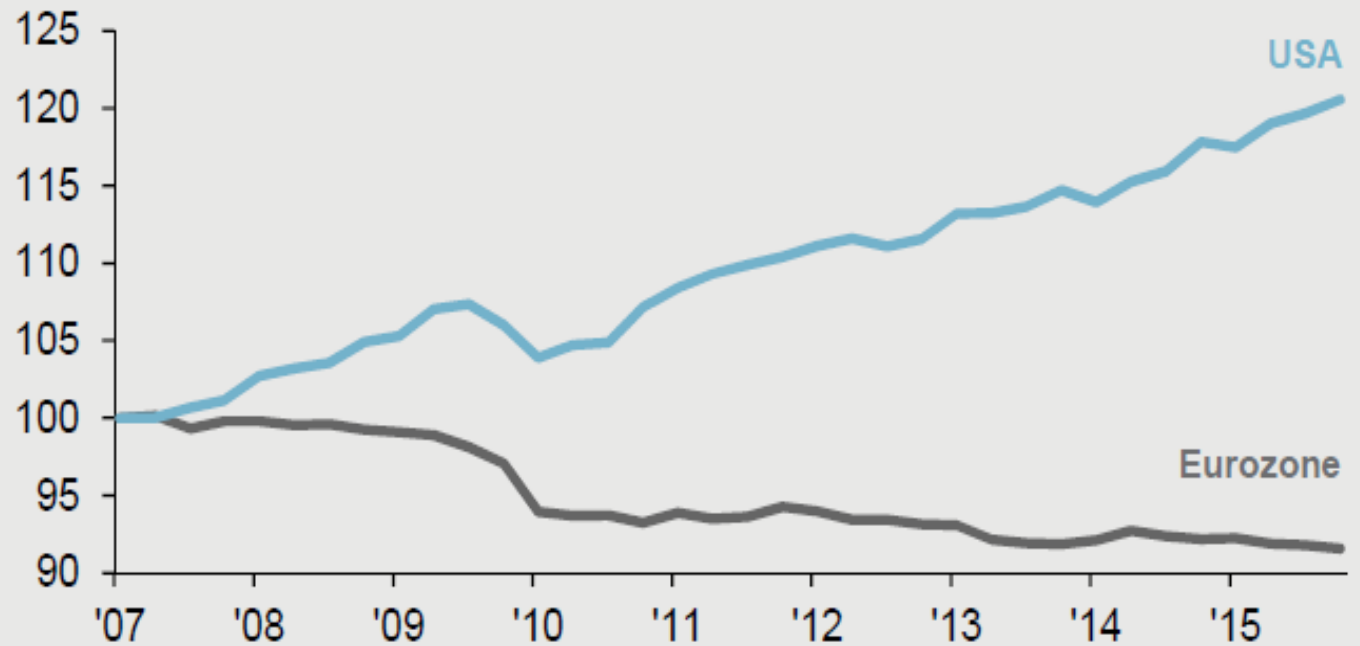
Nutzen Sie temporäre Erholungsphasen gegen 1.0750/1.0850 für den Verkauf. Für später sind aber auch 1.1000/1.1200 wieder im Bereich des Möglichen, vor allem dann, wenn sich der EUR/USD spürbar erholt.

Nutzen Sie im April/Mai emotional stark getriebene Ausverkaufstage gegen 1.0450 bzw. 1.0250 für den Kauf. In diesem Falle würde die SNB rasch versuchen, den EUR/CHF wieder in Richtung 1.0700 zu bringen.

Sentiment

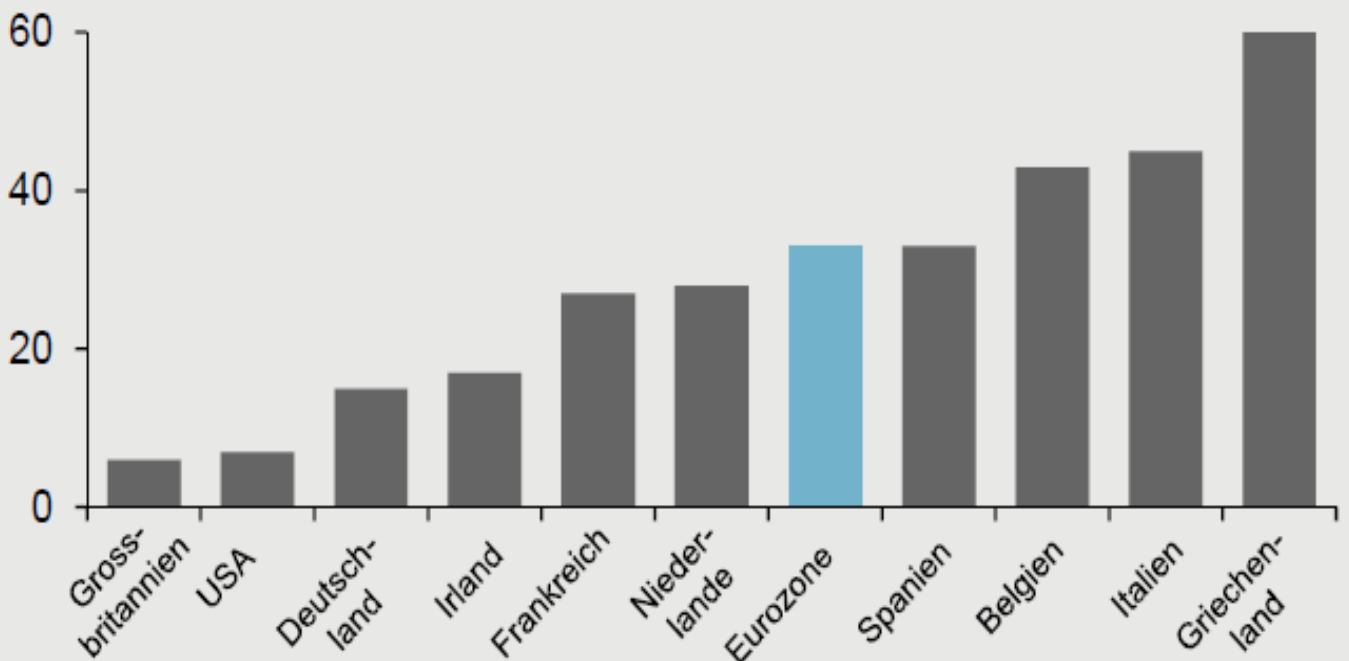
Produktivität im Dienstleistungssektor

Indexstand, per Dezember 2006 auf 100 umbasiert



Schwierigkeiten in der Geschäftstätigkeit

Indexstand, 2015, geringerer Wert bedeutet ein günstigeres Geschäftsumfeld



Marktbild Eurozone im Vergleich

Fundamentales Umfeld mit persönlichen Ergänzungen und Fakten zur Schweiz und dem Schweizerfranken

Ökonomen sind sich grundsätzlich einig, dass ein globales Aussenhandelsdefizit primär ein Ungleichgewicht von inländischer Ersparnis und Investition widerspiegelt. Dieser scheinbar simple Zusammenhang täuscht über die wahre Komplexität hinweg: Ersparnis und Investitionen hängen nämlich ihrerseits von unzähligen Faktoren wie Demografie, Einkommensentwicklung, Zinsen usw. ab. Ein Land, das mehr investiert als es spart (zum Beispiel weil der Staat hohe Defizite erwirtschaftet oder weil der Bau boomt), muss zwingend ein ausenwirtschaftliches Defizit ausweisen und damit Kapital importieren. Präferenzen, Wettbewerbsbedingungen, bilaterale Wachstumsdifferenzen und Wechselkurse erklären dann vor allem die Verteilung dieses Defizits auf die einzelnen Handelspartner. Wenn China, Mexiko und Deutschland keinen Handelsüberschuss mit den USA hätten, dann wären es eben andere Nationen.

Der Anteil des Gesamteinkommens in **China**, welches von den **Top 1% der Gesellschaft** verdient wurde, lag zuletzt bei 13%. Das ist doppelt so viel wie vom Markt geschätzt und höher als die Standard-Erhebungsmethoden vermuten lassen. Die **Einkommen für die unteren 50%** haben sich in den letzten Jahren um **15% des China-Gesamteinkommens** stabilisiert. Tendenziell wandert immer mehr Einkommen zu den Top 1%. Das ist nicht nur in China festzustellen.

In **China** sind die Einkommen zwischen 1978 und 2015 im Durchschnitt um **+810%** gestiegen. Die Einkommen der unteren 50% sind immerhin noch um **+400%** gewachsen. Den stärksten Zuwachs haben die obersten Prozente der Bevölkerung.

In den **USA** ist dieses Phänomen nicht neu und besonders stark ausgeprägt. Das Oberste **1% der US-Bevölkerung verdient mehr als 20% des Gesamteinkommens**. Die unteren 50% verdienen nur noch gut 10%. Der Trend gilt seit Jahrzehnten und macht auch keine Anstalten einmal innezuhalten.

Die Einkommen der unteren Hälfte der **US-Bevölkerung** sind nicht gewachsen, sondern geschrumpft. Dafür ist das Wachstum für die obersten 10% fast doppelt so hoch wie im Durchschnitt. **Überraschend zeigt sich da die Entwicklung in Frankreich, wo die untersten 50% keinen offensichtlichen Nachteil haben.** In den jeweiligen Ländern wird die Schuld gerne „auf die anderen“ geschoben. So einfach ist das aber nicht. Auch französische Unternehmen produzieren in China. Dennoch ist eine einigermaßen faire Entwicklung zu erkennen. Nun geht es Frankreich insgesamt gerade nicht besonders gut. Es geht allerdings fast allen gleichermassen weniger gut. Unterm Strich führt das trotzdem zu hoher Unzufriedenheit. Auch hier sucht man nach einem Sündenbock, der generell im Ausland und im Euro gefunden wurde.

Im Gegensatz zu vielen anderen Ländern kehrte sich der positive Trend in den USA bereits wieder früh um. In den 80er Jahren stieg der Anteil am Vermögen erstmalig seit Jahrzehnten wieder.

USA: Vor allem Republikaner lieben Steuersenkungen im oberen Einkommensbereich. Wer viel hat, hat nach den Steuersenkungen noch mehr. Das soll dazu ermuntern, mehr Geld auszugeben und mehr zu investieren. Das wiederum würde allen helfen. Praktisch hat das noch nie funktioniert und wird wohl auch unter Trump nicht funktionieren. Im Gegenteil sogar, die Ungleichheit nahm durch diese Wirtschaftspolitik überdurchschnittlich zu. Zur Jahrtausendwende und 2008/09 verloren die, die viel hatten, auch viel. Sie konnten die Verluste jedoch wieder schnell wettmachen. Nach der Krise war die Ungleichheit grösser als vor der Krise.

Der Trend zu **immer mehr Ungleichheit** ist kein unumstössliches Schicksal. Ende des **19. Jahrhunderts** war die Lage besonders dramatisch. In **Grossbritannien** besaßen die **obersten 1% über 70% des Vermögens**. In Grossbritannien begann um die Jahrhundertwende ein positiver Trend. Die Ungleichheit nahm ab. Das war auch in den USA der Fall.

Die **gute Stimmung in der Weltwirtschaft** hellt auch die **Aussichten für die Unternehmen** auf: Im März haben Aktienanalysten ihre globalen Gewinnsschätzungen für 2017 um +0.2% angehoben. Das stärkste Plus gab es in **Japan**, dahinter liegen die **Schwellenländer und Europa** – hier wird **insbesondere in Spanien und Italien Besserung** gesehen. Unter den Sektoren liegen wegen erholter Rohstoffpreise Basismaterialien und Energie vorne. Zuletzt hatten die Analysten ihre zum Jahresauftakt stets optimistischen Erwartungen im Verlauf zusehends dämpfen müssen. Dass sie jetzt sogar noch zuversichtlicher werden, dürfte die Märkte stützen.

Als Zykliker profitiert auch der **Chemiesektor** von der guten globalen Konjunktur. Im vierten Quartal lief es besonders gut für Unternehmen, die **Duft- und Geschmacksstoffe** produzieren: Sie verzeichneten im Jahresvergleich ein organisches Umsatzwachstum von +3.5% – **getrieben vor allem von einer hohen Nachfrage aus der Lebensmittelbranche**. Dieser Trend wird nach Einschätzung der Konzernführungen nicht abreißen. Damit spricht vieles dafür, dass die Hersteller von Duft- und Geschmacksstoffen sich weiterhin an einer starken operativen Marge erfreuen können, die 2016 im Schnitt bei 24% lag.

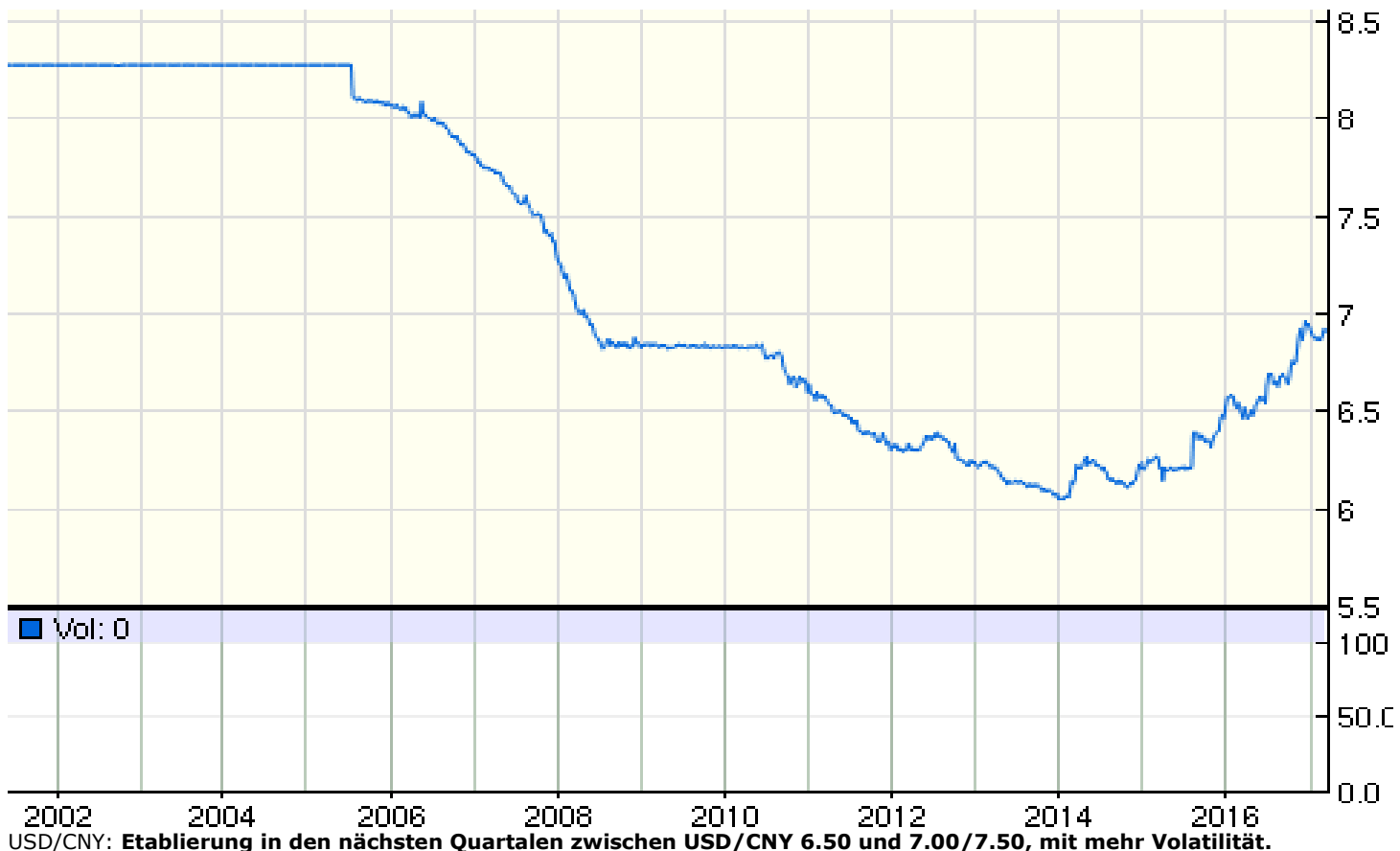
USD/CNY – US-Dollar vs Chinesischer Yuan

Längerfristiger Trend (1-6 Monate)

Die Märkte spekulieren auf eine wirtschaftliche Verlangsamung. Jedoch wird dabei die enorme Kraft der chinesischen Regierung ausser Acht gelassen und die Bereitschaft, diese auch einzusetzen. Chinas Abschwächung der Wirtschaftsleistung ist aufgrund des **hohen Investitionsvolumens von 50% des BIP** vorhersehbar, während die **Gesamtverschuldung auf ein nicht nachhaltiges Niveau von 237% des BIP** angeschwollen ist.

China weiss, dass es das **Ende des Infrastruktur- und Produktionswachstums** erreicht hat und muss **nun auf eine durch den privaten Sektor angetriebene Wirtschaft vertrauen, die Anreize für Innovationen schafft sowie zu einer stärkeren Öffnung seiner Wirtschaft anregt**. Durch enorme Impulse seitens der Fiskal- und Geldpolitik sowie einer stärkeren Öffnung der Kapitalmärkte steuert China erfolgreich den Übergang zum konsumintensiven Wachstum und übertrifft die aktuellen Erwartungen, so dass China 2017 ein Wachstum von gegen % verzeichnet.

Interessant ist, dass die alte **positive Korrelation zwischen dem BIP-Wachstum und den Rohstoffmärkten verloren gegangen** ist, weil die **Wiederbelebung des Wachstums hauptsächlich aus dem Dienstleistungssektor** stammt, der mit einem Anteil von 48% am BIP den grössten Bereich Chinas bildet. Die Euphorie über den privaten Konsum führt in China zu höheren Wachstumsraten.



Der CNY sollte eigentlich weiter abwerten. Der USD/CNY stieg bis rund 7.00, dann kam es zu einem spürbaren Rücksetzer.

Auslöser waren in die Höhe schnellende Overnight-Zinssätze, denen dann ein Short-Squeeze beim CNY folgte.

Es setzte sich die Überzeugung durch, dass die Zentralbank in China einer zu schnellen Abwertung und Kapitalflucht noch entschiedener entgegenzutreten wird.

Je mehr Kapitalflucht es gibt, desto stärker verringern sich die USD-Währungsreserven der Chinesen. Da diese zum grossen Teil in US-Staatsanleihen angelegt sind, bedeutet dies, dass die Peoples Bank of China im gleichen Masse diese Anleihen verkaufen muss, was einem negativen Quantitative Easing gleichkäme. Auf die weitere Entwicklung hier ist zu achten.

Das **Wirtschaftswachstum** hat sich **Ende 2016 erstmals seit zwei Jahren wieder beschleunigt**. Das BIP stieg im vierten Quartal +6.8%pa an. Das ist etwas mehr als im Vorquartal und auch als im Gesamtjahr. Das Wachstum fiel höher aus als Volkswirte erwartet hatten. **Im 2016 stieg das BIP mit +6.7%pa so wenig wie seit 26 Jahren nicht mehr.**

Das schwächere Wachstum ist vor allem dem **schleppenden Aussenhandel** geschuldet. Nach einem kleinen Anstieg im November waren Chinas Exporte im Dezember wieder stark abgefallen. Im 2106 sanken die **Ausfuhren** in USD bewertet um **-7.7%pa** im Vergleich zum Vorjahr, während die **Importe um -5.5%pa** zurückgingen.

Chinas Wachstum ist zu sehr von Stimulus-Massnahmen der Regierung abhängig. Der Wirtschaft droht eine Abschwächung, wenn Kredite weiter rasant wachsen und die Regierung nicht entschlossener gegen hohe Schulden der Unternehmen vorgeht.

Druck und Probleme für die chinesische Wirtschaft kommen nicht nur von innen, sondern vor allem nun von aussen. Es ist zwar ein gutes Zeichen, dass der Konsum im Inland anzieht. Doch das reicht noch nicht, um die Probleme im Aussenhandel auszugleichen.

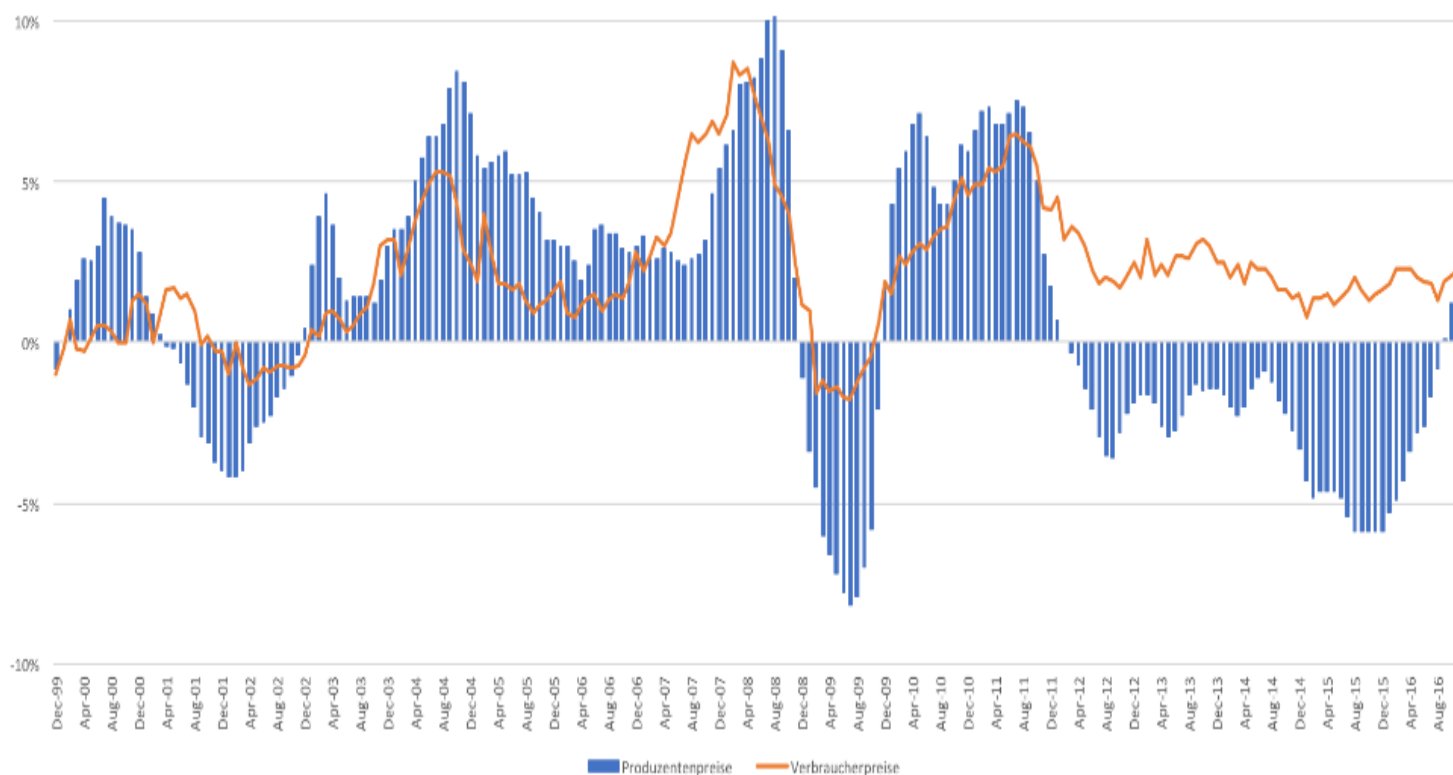


Chart Veränderung in %pa zum Vorjahr: Produzenten- und Verbraucherpreise in China

Fazit: Chinas Wirtschaft stieg im 2016 um +6.7%pa (Q4/2016 +6.8%pa). Das Wachstumsziel der Regierung von +6.5% bis +7.0%pa wurde somit erfüllt. Angesichts der massiven Stimulusanstrengungen durch fiskal- und geldpolitische Massnahmen und die hochgefahrte Kreditvergabe wäre es auch verwunderlich gewesen, wenn das nicht geklappt hätte.

Der Einkaufsmanagerindex für den Sektor Industrie legte von 51.6 auf 51.8 Punkte zu und markierte den höchsten Wert seit fünf Jahren.

Wir sind jedoch eher skeptisch, ob diese Impulse 2017 für eine nachhaltig gute Konjunktur sorgen können.

Vor allem die drohenden Handelsstreitigkeiten mit den USA haben das Potenzial, die Unternehmensstimmung und Investitionstätigkeit in China merklich zu belasten. Dies dürfte ausreichen, um das Wachstum wieder einen Gang herunterzuschalten. Je nachdem, wie sich die politische Grosswetterlage für die chinesischen Ausfuhren entwickelt, dürfte die Vorjahresrate des realen BIP im Jahresverlauf sogar unter +6%pa fallen.

Peking wird den USD/CNY, angesichts der eher schwächeren Wirtschaftsentwicklung im 2017, weiter ansteigen lassen bzw. den CNY weiter abschwächen.