



## Der mühsame Weg zurück zum Normalzustand: den Fuß ganz vorsichtig vom Gas nehmen

Auf beiden Seiten des Atlantiks ist der richtige Zeitpunkt für den Rückzug der Notenbanken aus der expansiven Geldpolitik an den Finanzmärkten ein vorherrschendes und viel diskutiertes Thema. Die Zentralbanken haben sich im vergangenen Jahrzehnt an den Märkten zu mächtigen Spielern entwickelt. Die Notenbanken der wichtigsten Industriestaaten – die US-Notenbank (Fed), die Bank of Japan (BoJ), die Bank of England (BoE) und die Europäische Zentralbank (EZB) – haben gemeinsam inzwischen Wertschriften von mehr als 14 Billionen US-Dollar angehäuft. Diese gigantische Summe wird auch noch weiter steigen, da bisher lediglich die Fed ihre Käufe eingestellt hat.

Viele Experten halten die Zeit für reif, die globalen Anleihenkäufe zurückzuführen. Die Weltkonjunktur zeigt sich so robust wie seit Jahren nicht mehr. Doch der Ausstieg aus dem Quantitative Easing (QE) und die Rückkehr zu einer normalen Geldpolitik ist ein zeitaufwendiger Prozess, wie am Beispiel der US-Notenbank zu sehen ist. Bereits im Mai 2013 erklärte der damalige Notenbank-Chef Ben Bernanke das QE-Programm für beendet. Im Oktober 2013 wurden die Anleihenkäufe tatsächlich eingestellt und im Dezember 2015 erstmals der Zyklus der Zinserhöhungen eingeleitet. Seitdem wurde die Federal Funds Rate viermal angehoben.

Von einem „Normalzustand“ kann jedoch auch nach vier Jahren noch längst keine Rede sein. Der weitere Leitzinskurs der US-Währungshüter ist wenig vorher-

sehbar, nachdem die Teuerung im Juli das fünfte Mal in Folge negativ überraschte. Dem jüngsten FOMC-Sitzungsprotokoll ist zu entnehmen, dass viele Mitglieder des Ausschusses davon ausgehen, dass das Inflationsziel von zwei Prozent länger unterschritten bleibt, als bisher erwartet, und daher weitere Zinserhöhungsschritte besser ausbleiben, bis die Inflation anzieht.

Auf der anderen Seite des großen Teiches hält die EZB noch immer am eingeschlagenen Kurs fest. Die EZB hält die Leitzinsen seit März 2016 auf dem Rekordtief von 0,00 Prozent. Außerdem pumpt sie monatlich 60 Milliarden Euro über Anleihenkäufe in den Markt, um so die Wirtschaft und die Preisentwicklung anzukurbeln. Trotzdem hat die EZB in den vergangenen Monaten mehrfach darauf hingewiesen, dass aus ihrer Sicht noch kein nachhaltiger Inflationsanstieg in der Eurozone zu beobachten ist. Als Zielmarke gilt auch hier eine konstante Inflation von zwei Prozent.

Die Jahresrate der Konsumentenpreise lag im Juli lediglich bei 1,3 Prozent und somit klar unter dem erklärten Inflationsziel. Die Kernrate – diese Kenngröße schließt die Preise für Lebensmittel sowie für Energie aus – zog zwar im vergangenen Monat auf 1,2 Prozent an und damit auf den höchsten Stand seit März 2013. Sie verbleibt aber weiterhin auf überschaubarem Niveau. Doch auch in den kommenden beiden Jahren rechnen die Notenbankler lediglich mit Preisanstiegen von 1,2 Prozent beziehungsweise 1,5 Prozent.



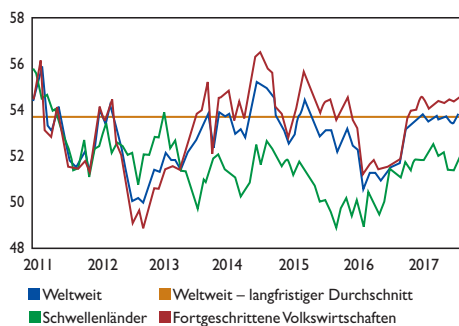
*Angst vor der Vollbremsung: Zwar beklagen Sparer die lang anhaltende Niedrigzinsphase. Für den Fall von Zinserhöhungen hofft die Finanzbranche jedoch darauf, dass die Notenbanken am Ende der Niedrigzinspolitik den Fuß nur sehr vorsichtig und langsam vom Gas nehmen.* Foto: Fotolia.com

Immerhin gibt die Verbesserung der konjunkturellen Lage Grund zur Freude. So konnten 2016 fast alle EU-Länder (mit Ausnahme von Griechenland) ein positives BIP-Jahreswachstum ausweisen. Und auch 2017 legt die Wirtschaftsleistung in fast allen Ländern (hier mit Ausnahme von Irland) zu. Vor diesem Hintergrund hat die EZB im Juni 2017 die Risiken für die Konjunktur in der Eurozone erstmals seit Mitte 2011 wieder als „nahezu ausgeglichen“ eingestuft und rechnet mit BIP-Zuwachsraten von 1,9 Prozent (im Jahr 2017), 1,8 Prozent (2018) und 1,7 Prozent (2019).

Neben der anhaltend positiven Konsumententwicklung ist auch die Belebung der Investitionstätigkeit erfreulich. Nach

# Die Weltwirtschaft weist nach wie vor ein solides Tempo beim Wachstum auf

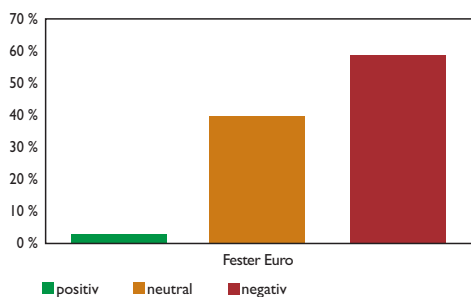
Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie



Quelle: EZB Wirtschaftsbericht 6/2017 | September 2017

*Die Umfrageindikatoren signalisieren auf kurze Sicht ein nachhaltiges Wachstum der Weltwirtschaft.*

Erwartete Auswirkungen eines anhaltend teuren Euros



Quelle: LBBW Kapitalmarktkompass | September 2017

*Der nachhaltig feste Euro würde bei den meisten Titeln des DAX und des Euro Stoxx 50 die Unternehmensgewinne belasten.*

Die Weltwirtschaft wächst in stetem Tempo weiter. Ende des ersten Quartals hatte es kurz den Anschein, als wäre der Schwung vom Jahresanfang schon wieder am Abflauen. Die jüngsten Daten und Umfrageindikatoren weisen allerdings schon wieder auf ein höheres globales Expansionstempo hin. In den Volkswirtschaften der Industrienationen legte das Wachstum im zweiten Quartal wieder stärker zu.

Vor allem in den Vereinigten Staaten sorgten höhere Konsumausgaben und eine positive Veränderung bei den Lagerhaltungen für eine deutliche Erholung des Bruttoinlandsproduktes. Verantwortlich für diesen Aufschwung waren der robuste Arbeitsmarkt sowie ein hohes Vertrauen der privaten Haushalte in den weiteren Konjunkturverlauf. In Japan zog die Konjunktur vor dem Hintergrund eines günstigen außenwirtschaftlichen Umfelds und finanzpolitischer Impulse im zweiten Vierteljahr spürbar an. Die lange Zeit gescholtene Politik von Premierminister Abe beginnt sich auszuzahlen.

Weniger von Erfolg gekrönt ist der Zustand der Wirtschaft im Vereinigten Königreich. Nicht zuletzt die steigende Inflation belastet zunehmend das Einkommen der privaten Haushalte, da die Reallöhne mit den Preissteigerungen nicht mehr Schritt halten können. Hinzu kommt, dass der in Gang gekommene Brexit die britische Wirtschaft merklich negativ belastet. Stärkere Wachstumsbeiträge kommen weiterhin von den Schwellenländern. Vor allem Brasilien und Russland zeigen eine Wachstumsbelebung, während die konjunkturelle Aktivität in Indien und China jüngst kürzere Bremspuren aufweist.

Die Konjunktur im Euroraum hat offenbar in einen höheren Gang geschal-

tet. Nachdem sich bereits seit Mitte des Jahres 2016 einige Stimmungsindikatoren deutlich aufgehellt hatten, zeugen nun auch kräftigere Zuwachsraten des Bruttoinlandsproduktes von einer beschleunigten konjunkturellen Grundtendenz. Wir erwarten für das laufende Jahr eine Zunahme des Bruttoinlandsproduktes um 2,2 Prozent. In den kommenden beiden Jahren dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion mit Raten von 2,1 sowie 1,9 Prozent nur geringfügig schwächer zulegen. Politische Risiken im Prognosezeitraum erscheinen vor dem Hintergrund der dynamischen Konjunktur und der weiter sinkenden Arbeitslosigkeit derzeit insgesamt wenig bedrohlich.

Gleichwohl bergen beispielsweise die bevorstehenden Austrittsverhandlungen der EU mit dem Vereinigten Königreich und die italienischen Parlamentswahlen im Frühjahr 2018 in sich das Potenzial, den europäischen Konjunkturmotor ins Stottern zu bringen. Einstweilen sind die Auftriebskräfte aber intakt – viele Frühindikatoren lassen eine Fortsetzung der kräftigen Expansion erwarten, die Konjunktur wird weiterhin durch niedrige Zinsen unterstützt und die Finanzpolitik ist im Prognosezeitraum wohl leicht expansiv ausgerichtet. Inzwischen liegt auch der allgemeine Preisauftrieb wieder deutlich über einem Prozent.

Mit Blick auf die künftige Entwicklung dürfte sich das Wachstum der Weltwirtschaft nach und nach beschleunigen. Die Aussichten für die Volkswirtschaften in den Industrienationen stehen im Zeichen eines moderaten Wachstums, das von anhaltenden geld- und finanzpolitischen Impulsen getragen wird, während die konjunkturelle Erholung voranschreitet. In den Schwellenländern dürfte das Expansionstempo weiterhin hoch sein. Dessen ungeachtet wird sich die Welt-

wirtschaft insgesamt langsamer entwickeln als vor der Finanzkrise der Jahre 2007/2008. Dies hängt primär damit zusammen, dass sowohl in den Industrieländern als auch in den Schwellenländern das Wachstumspotenzial in den vergangenen Jahren zurückgegangen ist. Ein Grund für den Rückgang ist der schwache Beitrag der Investitionsausgaben.

Auch wenn sich die Märkte im Jahr 2017 gut entwickelt haben, gibt es kaum Anzeichen für überzogenen Optimismus. Bei institutionellen Investoren überwiegt sogar eine vorsichtige Stimmung. Von einigen Schüben abgesehen sind die Kurse nur allmählich gestiegen. Dennoch gibt es erste Signale, die auf irrationalen Überschwang hindeuten. So bewegen sich laut Umfragen die Liquiditätsreserven von Privatkunden nahe historischer Tiefstände. Hinzu kommt, dass Analysten überwiegend optimistisch gestimmt sind, wenn es um die weitere Entwicklung an den Aktienmärkten geht.

Den wohl deutlichsten Hinweis auf ein irrationales Verhalten liefert jedoch die Bewertung von Technologieaktien. Nachdem Amazon den Verkauf spezieller Haushaltsgeräte angekündigt hatte, fiel der Börsenwert einiger Wettbewerber in einem Ausmaß, das mehr als ihrem jährlichen Umsatz mit derartigen Geräten entspricht. Bei einigen Technologieunternehmen liegen den Aktienkursen übersteigerte Erwartungen an das Gewinnpotenzial zugrunde.

Angesichts weiter vorhandener Risiken bleibt es ratsam, nur eine geringe aktive Position gegenüber dem Gesamtmarkt einzunehmen. Neben der guten Marktentwicklung bleibt es bemerkenswert, dass das Jahr 2017 bisher ungewöhnlich ruhig verlaufen ist. Auf ein ruhiges Jahr muss nicht notwendigerweise ein ausgeprägter Bärenmarkt folgen, allerdings sollten Anleger wieder mit steigenden Kursschwankungen rechnen, wenn die Notenbanken den Märkten schrittweise Liquidität entziehen. Zwar könnte eine

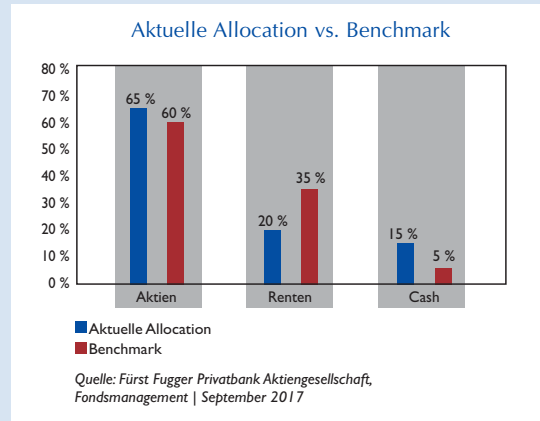
straffere Geldpolitik eine Korrektur bei riskanteren Anlagen wie beispielsweise den Aktien auslösen. Dennoch halten wir ein abruptes Ende des Bullenmarktes aber eher für unwahrscheinlich. Letztlich ist Wirtschaftswachstum für die Märkte wichtiger als die Geldpolitik. Von daher sollten sich Aktien oder aktienähnliche Anlagen weiter gut entwickeln, solange die Weltwirtschaft robust bleibt.

Von der Verfassung der globalen Konjunktur ist es auch abhängig, ob man Schwächephase zu einer Aufstockung der individuellen Aktienposition nutzen sollte. Spezifische Faktoren wie zum Beispiel die Auswirkungen der Politik Trumps in den USA oder der Fortgang der Brexitverhandlungen zwischen Großbritannien und der EU erschweren jedoch jede Einschätzung. Allerdings bewegen sich die Märkte nur selten geradlinig nach oben oder nach unten. Vielmehr zieht sich das Ende eines Aufschwungs gewöhnlich über längere Zeit hin. Das spricht zusätzlich für eine Übergewichtung in Aktien und eine Untergewichtung in Anleihen. Im Falle eines deutlichen Kursrückganges an den Börsen würden wir vorerst auf der Käuferseite stehen.

Wir erachten Dividenden und Unternehmensanleihen zur Generierung von Erträgen als immer noch attraktiv. Die Jagd nach Rendite hält angesichts weiterhin niedriger Zinsen an. Für Investoren bieten sich bei Schwellenländer-Anleihen und Aktien europäischer Unternehmen mit hoher Dividendenaus-schüttung attraktive Renditechancen. Bei Schwellenländer-Anleihen sollten sich Anleger jedoch bewusst sein, dass die Nachfrage aufseiten internationaler Anleger nachlassen könnte, wenn die US-Notenbank ihre Leitzinsen weiter anhebt und der US-Dollar wieder aufwertet.



Die deutliche Erholung des ZEW-Index lässt auch für den Ifo-Index auf einen anhaltend positiven Trend hoffen.



Die Asset Allocation verdeutlicht nach wie vor die in Relation zu Renten höhere Attraktivität von Anlagen in Aktien.



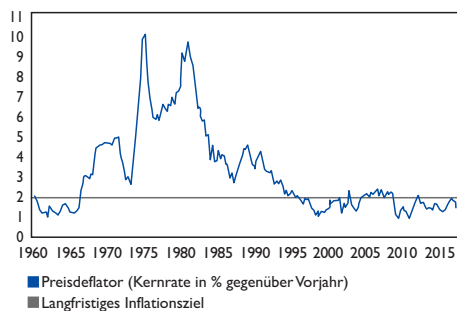
**Die aktuellen Fuggerbriefe als PDF**  
 Anfordern bei [mpk@fuggerbank.de](mailto:mpk@fuggerbank.de)  
 oder als Download auf unserer Website:  
[www.fuggerbank.de](http://www.fuggerbank.de)  
 (Rubrik „Markteinschätzungen“)

Fortsetzung von Seite 1

jahrelanger Zurückhaltung scheint hier ein Aufholprozess einzusetzen.

Angesichts dieser Faktoren im Euroraum hat der EZB-Präsident Mario Draghi für den Herbst eine Entscheidung über

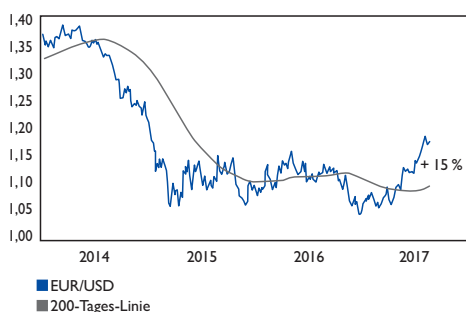
US-Inflationsrate



Quelle: Marktbeobachtungen HSBC | September 2017

Die US-Inflationsrate bleibt weiterhin ohne Dynamik und gibt daher nur wenig Spielraum für stärker steigende Zinsen.

Euro und Zinssätze



Quelle: Marktbeobachtungen HSBC | September 2017

Der starke Euro bremst zusätzlich die Bemühungen der EZB, die Zinssätze zu normalisieren.

die Anleihenkäufe angekündigt. Das Kaufprogramm war nur bis Dezember geplant. Unabhängig von der mäßigen Inflationsrate und mit Blick auf die verbesserte konjunkturelle Lage hat die EZB bereits auf die Formulierung verzichtet, die Leitzinsen im Notfall auf ein noch niedrigeres Niveau zu senken. Die Interpretation der Finanzmarktteilnehmer dieser Rede, wonach die EZB vor einem baldigen Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik steht, wurde von der Notenbank allerdings relativiert und durch die jüngsten Preisdaten konterkariert.

Neben der schwachen Inflation bremst insbesondere der starke Euro-Kurs das Bemühen der Europäischen Zentralbank, ihre Geldpolitik endlich zu normalisieren. Seit dem Jahresbeginn 2017 hat der Euro zum US-Dollar in der Spitze um mehr als 15 Prozent aufgewertet. Mehr als die Hälfte davon allein seit Ende April, als sich die politischen Risiken in der Eurozone nach den Parlamentswahlen in den Niederlanden und dem ersten Wahlgang der Präsidentschaftswahl in Frankreich deutlich reduzierten. Seinerzeit wurden noch Notierungen von rund 1,05 USD gehandelt.

In den seltensten Fällen äußert sich ein Notenbanker zum Thema Wechselkurse. Noble Zurückhaltung, die den Devisenmarkt nicht beeinflusst, ist angesagt. Doch der starke Euro macht die Geldpolitik für den Notenbankchef noch komplizierter. „Die jüngsten Schwankungen beim Wechselkurs sind eine Quelle der Unsicherheit“, sagte Mario Draghi.

„Der Wechselkurs ist wichtig für das Wachstum und die Inflation.“ Die Notenbank müsse die Bewegungen im Blick behalten und den Einfluss auf die Preisstabilität beobachten. Denn der relativ hohe Kurs bedeutet de facto eine Verschärfung der finanziellen Bedingungen in der Eurozone. Außerdem dämpft er die Preissteigerungen.

Trotzdem wird die Kritik am Festhalten am eingeschlagenen Kurs immer lauter. Viele Bankenvertreter schätzen die Rahmenbedingungen für einen Kurswechsel der EZB günstig ein. Ein Politikwechsel der EZB könnte den Euro zwar weiter gegenüber dem Dollar stärken, was schmerzhaft wäre und Exporte weiter verteuern würde. Aber der Status quo ist nicht besser zu bewerten: Denn die Negativzinsen schmälern den Wert von Ersparnissen und Renten.

Doch so laut die Klagen über niedrige Zinsen auch ausfallen, so sehr ist weiterhin Vorsicht geboten. Sollten die Zinsen allzu plötzlich nach oben schießen, wäre das für die Finanzbranche ebenfalls ein Problem. Die Branche ist allerdings zuversichtlich, dass der Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik keine Vollbremsung wird, sondern dass die EZB, ähnlich der Fed, den Fuß vorsichtig vom Gas nehmen wird. Nur über den geeigneten Zeitpunkt scheiden sich nach wie vor die Geister.

Die in den Fuggerbriefen wiedergegebenen Informationen und Meinungen wurden am angegebenen Datum erstellt. Sie werden zu Informationszwecken als Unterstützung Ihrer selbstständigen Anlageentscheidung weitergegeben. Sie dienen nicht als Angebot, Anlageberatung oder eine generelle oder individuelle Empfehlung der Fürst Fugger Privatbank, hier dargestellte Kapitalanlagen zu kaufen, zu halten, zu verkaufen oder in sonstiger Weise damit zu handeln, und begründen kein vertragliches Beratungs- oder Auskunftsverhältnis. Die Informationen stammen aus bzw. basieren auf Quellen, die die Fürst Fugger Privatbank für richtig erachtet, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Aktualität aber keine Gewähr übernommen wird. Die Fürst Fugger Privatbank lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung der in den Fuggerbriefen gegebenen Informationen ab. Wir weisen darauf hin, dass die in den Fuggerbriefen enthaltenen Finanzanalysen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügen und einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung unterliegen.

Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen können schwanken, steigen oder fallen. Es besteht die Möglichkeit, dass Sie bei Rückgabe der Anteile nicht den vollen investierten Betrag zurück erhalten. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die hier enthaltenen Informationen können eine auf Ihre individuellen Bedürfnisse zugeschnittene Beratung nicht ersetzen und erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Insbesondere hängt die steuerliche Behandlung von Ihren persönlichen Verhältnissen ab und kann künftig Änderungen unterworfen sein. Bitte beachten Sie, dass für Sie auch alternative Anlageformen nach persönlichen Anlagewünschen sinnvoll sein können.

Maßgeblich für den Kauf sind allein die jeweiligen Anlage-/Emissionsbedingungen nach den gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Diese können Sie auf der Website der Anlagegesellschaft z.B. Beteiligungsgesellschaft (u.a. [www.Oppenheim-Fonds.de](http://www.Oppenheim-Fonds.de)), Emittentin, Kapitalanlagegesellschaft, einsehen und ausdrucken oder in Schriftform bei der Anlagegesellschaft sowie kostenlos auch bei der Fürst Fugger Privatbank erhalten. Die Fuggerbriefe sind zur Verwendung nach deutschem Recht in Deutschland bestimmt. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Fürst Fugger Privatbank weder ganz noch auszugsweise vervielfältigt werden.

Alle Angaben Stand 29. September 2017 | \*Werbemittelung

