



## Zwischen kurz- und langfristigen politischen Lösungen

### Dr. Karsten Junius, CFA

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

**Die gegenwärtige Regierungskrise in Deutschland scheint symptomatisch für das aktuelle politische Umfeld zu sein: Die Wahl zwischen nationalen Alleingängen oder multilateralen Ansätzen, zwischen kurzfristigen und langfristigen Lösungen. Versäumnisse der Vergangenheit, politische Möglichkeiten und Notwendigkeiten im Zeitalter von Globalisierung und technologischem Wandel zu erklären, mögen ein Grund für die aktuellen Konflikte sein. Die Finanzmärkte werden sich daran gewöhnen müssen, dass politische Einflüsse auf das Börsengeschehen auch in Zukunft hoch bleiben und sich die Konflikte zwischen denjenigen, die eine Renationalisierung der Politik und anderen, die eine vertiefte internationale Integration befürworten, verstärken werden.**

### Politische Versäumnisse auf langfristige Lösungen vorzubereiten

Verkehrte Zeiten – die Intensität der aktuellen politischen Diskussionen zwischen den Regierungsparteien in Deutschland übersteigt um ein Vielfaches die des letzten Bundestagswahlkampfes. Diskutiert wird über ein politisches Problem wie die Flüchtlingskrise, deren Hochpunkt bereits hinter uns liegt. Im Kern geht es bei dem aktuellen Disput nun um die Frage, ob für die noch ungelösten Probleme eine kurz- oder langfristige Lösung, eine nationale oder multilaterale Lösung gefunden wird. Die von Kanzlerin Merkel verhandelte europäische Lösung würde lange brauchen, bis sie effektiv umgesetzt werden kann. Der Ansatz von CSU-Chef Seehofer, Flüchtlinge an der Grenze zurückweisen zu können, würde die Probleme der südeuropäischen Staaten vergrössern, könnte aber kurzfristige und sichtbare Erfolge in Bayern zeigen. Dass es dabei um eine bessere Ausgangsposition für den anstehenden Wahlkampf in Bayern geht, ist nur eine Erklärung. Eine andere ist, dass das allgemeine Vertrauen in langfristige und multilaterale Lösungen schwindet.

### Multilateralismus in der Krise

Die vergangenen Jahrzehnte kannten vor allem eine Richtung: Eine vertiefte europäische und weltwirtschaftliche Integration, bei der nationale Grenzen eine immer geringere Rolle spielten. Über globale Wertschöpfungsketten und eine Intensivierung des Welt Handels konnten Effizienzgewinne realisiert werden, die die Armut in vielen Ländern massiv gesenkt haben. Internationale Organisationen und multilaterale Kooperationen haben dieser Globalisierung den entsprechenden Ordnungsrahmen beschert. Dieser ist aktuell von vielen Seiten in Gefahr. Sowohl die Wahl für Brexit als auch für US-Präsident Trump wurde von vielen als Geschichtsunfälle interpretiert, die es auszusitzen gilt und die reversibel sind. Es zeigt sich immer mehr, dass sie es nicht sind, sondern Schule machen und Nachahmer finden. In Italien, Mexiko, Polen, Ungarn. Dass der Populismus und Nationalismus just zu der Zeit aufstrebte, in der die Weltwirtschaft sich wieder von der grossen Finanzkrise erholt hat und die Arbeitslosenquoten stark gefallen sind, zeigt, dass sie nicht nur wirtschaftliche Gründe haben. Aber sie werden wirtschaftliche Konsequenzen haben, an die sich auch die Finanzmärkte gewöhnen müssen. Die Handelskonflikte mögen dafür ein Beispiel sein.

### Nationale Antworten greifen häufig zu kurz

Wie bei der in Deutschland diskutierten Frage, wie die Zuwanderung für die Menschen und die Gesellschaft akzeptabel organisiert werden kann, geht es häufig um ein Abwägen zwischen internationalen und kooperativen Lösungen oder nationalen Alleingängen. Kurzfristig scheint das Beharren auf nationalen Antworten, den eigenen Interessen am stärksten gerecht zu werden. Die neue Handelspolitik von US-Präsident Trump findet daher innenpolitisch Zustimmung. Sie signalisiert rasche an den Bedürfnissen orientierte Lösungen. Vor den Kongresswahlen im November halten wir es daher für unwahrscheinlich, dass es zu einer Deeskalation der aktuellen Handelskonflikte kommt. Multilaterale Lösungen sind schwieriger. Sie müssen die Interessen vieler Parteien in Ein-



# Finanzmarktkolumne

02. Juli 2018

klang bringen und machen so Kompromisse notwendig. Ihr Wert ist daher kurzfristig auch nicht immer für alle greifbar. Manchmal liegt er auch einfach in einem stärkeren Vertrauen zwischen Handelspartnern, zwischen Alliierten und zwischen Kreditnehmern und -gebern. Vor allem ausländische Investoren bauen auf Vertrauen in das Rechtssystem eines anderen Landes. Nationalismus und Fremdenfeindlichkeit erodieren genau dieses Vertrauen. Manchen ist das nicht unrecht. Es ist nicht zufällig und auch nicht widersprüchlich, dass sich populistische Politiker vieler Länder gegenseitig unterstützen, obwohl sie jeweils die Interessen ihrer eigenen Länder viel stärker als andere gegen ausländische Kräfte verteidigen. Was sie eint, ist der Wunsch nach der Renationalisierung der Politik, selbst wenn dies wie im Falle von Brexit nicht die versprochenen wirtschaftlichen Vorteile bringen wird.

## **Institutionen und multilaterale Ansätze wurde nicht ausreichend erklärt**

Politiker der traditionellen Lager müssen in manchen Ländern einen Vorwurf akzeptieren: So wie ausländische Investoren, Vertrauen in die Rechtssicherheit eines anderen Landes brauchen, so benötigen die eigenen Bürgerinnen und Bürger es auch. In Zeiten, in denen Regulierungen und Gesetze verstärkt auf internationaler Ebene verhandelt und entschieden werden, sind verstärkt vertrauensbildende Massnahmen in eben diese Institutionen notwendig, in denen politische Entscheidungen vorbereitet werden. Das Gegenteil ist häufig der Fall gewesen. Statt zu erklären, wie nationale Anliegen multilateral gelöst werden und welche Restriktionen, aber auch Vorteile damit einhergehen, haben sich viele Politiker darauf beschränkt, internationalen Institutionen die Schuld für vermeintliche Missstände und Veränderungen zu geben. So erodieren in Deutschland viele das Vertrauen in die EZB, in dem sie suggerieren, dass diese für die niedrigen Kapitalerträge deutscher Sparer verantwortlich sei. In anderen Ländern wird sie für die Schwäche der eigenen Exportindustrie kritisiert. In beiden Beispielen wäre es sinnvoller gewesen, frühzeitig zu erklären, wie die wirtschaftlichen Anpassungsmechanismen innerhalb in einer Währungsunion im Vergleich zu einem nationalen Währungsraum funktionieren und was die Aufgabe der Geldpolitik in diesem System ist.

## **Ausnahme Frankreich**

Es mag eine Ausnahme im gegenwärtigen politischen Umfeld geben: Der französische Präsident Macron hat in seinem Wahlkampf die Notwendigkeit wirtschaftspolitischer Veränderungen transparent dargestellt und sich so mit einem Reformauftrag ausstatten lassen. Mit welchem Wahlauftrag die deutsche Regierung ausgestattet ist, mag dagegen wohl kaum eine Wählerin oder Wähler sagen. Die aktuelle politische Kontroverse in Berlin gibt aber einen Vorgeschmack darauf, worum es in zukünftigen Wahlkämpfen in Europa verstärkt gehen wird – um nationale versus europäische Lösungen für die Probleme unserer Zeit.



# Finanzmarktkolumne

02. Juli 2018

## Haftungsausschluss/Wichtige Hinweise

Diese Publikation wurde von der Research Abteilung der Bank J. Safra Sarasin AG («Bank») ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt; die Bank ist für den Inhalt dieser Publikation verantwortlich. Die Bank untersteht der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.

Die Publikation wurde aus Informationen und Daten aus öffentlich zugänglichen Quellen («Informationen») erstellt, welche von der Bank als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft werden. Obwohl die Bank bemüht ist zuverlässig und vollständig Informationen zu verwenden kann sie keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier wiedergegebenen Informationen übernehmen. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen stellen keine rechtlichen Gründe für eine Haftung dar, weder im Hinblick auf unmittelbare oder mittelbare Schäden noch auf Folgeschäden. Die Bank lehnt jegliche Haftung hinsichtlich der Geeignetheit, Aktualität, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren lehnt die Bank jede Haftung für mögliche Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieser Publikation entstehen können, ab.

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, noch ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis für die laufende oder zukünftige Wertentwicklung der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente.

Der Wert eines Finanzinstruments kann auf Grund von Währungsschwankungen sowohl fallen als auch steigen

Die Bank übernimmt weder ausdrücklich noch stillschweigend die Haftung für die künftige Wertentwicklung eines Finanzinstruments. Der Kurs und der Ertrag dieser Finanzinstrumente können sowohl fallen als auch steigen und zu einem Verlust des investierten Betrages führen.

Vor einer Anlage sollte die aktuelle Produktdokumentation gelesen und ein unabhängiger Berater zur Rate gezogen werden.

Direkte Investitionen in U.S. Wertschriften können selbst dann eine Besteuerung nach U.S. Steuerrecht auslösen, wenn der Investor weder seinen gewöhnlichen Aufenthalt in den USA noch den Status einer U.S. Person innehat.

Die Bank kann jederzeit die in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente auf eigenen oder fremden Rechnung erwerben oder veräussern oder als Auftraggeber oder Bevollmächtigter in diesen handeln oder für den Emittenten der genannten Finanzinstrumente bzw. einem mit diesem wirtschaftlich oder finanziell eng verbundenen Unternehmen Finanzberatungs- oder andere Bankdienstleistungen erbringen.

Die Bank hat in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen organisatorische und administrative Massnahmen getroffen, um Interessenkonflikte soweit wie möglich zu vermeiden. Reichen die getroffenen Massnahmen nicht aus, legt die Bank den potentiellen Interessenskonflikt offen.

Die Bank hat unter anderem die folgenden Massnahmen getroffen:

1. Errichtung von Informationsbarrieren, wenn ein Informationsaustausch zwischen bestimmten Personen oder Abteilungen zu einem Interessenkonflikt führen könnten.
2. Die Vergütung des/der Autoren (Analysten) dieser Publikation ist unabhängig von deren Empfehlungen oder Meinungen.
3. Regelungen bezüglich der Eigengeschäfte und Geschäftstätigkeiten von Mitarbeitern.

Die Bank wird Interessenkonflikte im Verhältnis zu dem Emittenten des/der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente offenlegen, falls:

1. eine Beteiligung von mindestens 3% an den Stimmrechte eines Emittenten, der Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, besteht oder
2. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate Mitglied eines Konsortiums war, das Finanzinstrumente einer der genannten Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte oder
3. eine Betreuung der Finanzinstrumente dieser Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen («Market Maker») erfolgte oder
4. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit einem der erwähnten Emittenten, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften eingegangen ist oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhalten hat, soweit eine Offenlegung dieser Informationen rechtlich zulässig ist und keine vertraulichen Geschäftsinformationen betreffen
5. mit einem Emittenten, welcher selbst Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen haben oder
6. diese sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf einen der genannten Emittenten haben sollte.



# Finanzmarktkolumne

02. Juli 2018

Die Angaben zu eventuellen Interessenkonflikten finden Sie jeweils am Ende jeder Finanzanalyse in der Offenlegungsklausel.

Die in dieser Publikation geäusserten Meinungen und Ansichten sind diejenigen des Analysten zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Vorankündigung ändern.

## Erläuterung zur Analyse

Tatsachen und Meinungen Dritter (Interpretationen und Schätzungen) erfolgen mit den jeweiligen Quellenangaben. Eigene (Wert-) Berechnungen (Hochrechnungen und Vorhersagen), die das Ergebnis der Arbeit der Research-Abteilung der Bank reflektieren, werden nicht gesondert gekennzeichnet oder hervorgehoben. Die wesentliche Grundlagen und Massstäbe eigener Werturteile sind in den Grundlagen der Research Methodologie dargelegt. Bei der Erstellung des Researchs wurden folgende Bewertungsgrundlagen und -methoden genutzt:

## Economic & Strategy Research

Auf der Basis von proprietären Modellen werden eigene Prognosen für Wirtschaftswachstum, Inflation, Arbeitslosenquoten und Staatshaushalte und Aussenhandelsbilanzen erstellt. Basierend auf dem makroökonomischen Szenario erarbeiten die Strategen für die drei Anlagekategorien ihre Prognosen für (a) Aktienmärkte, (b) kurz- und langfristige Zinssätze, (c) sowie für die Hauptwährungen. Neben den makroökonomischen Variablen verwendet das Economic & Strategy Research verschiedene Bewertungsmodelle und kurzfristige Markt-Timing-Indikatoren. Der Prognosehorizont für makroökonomische Indikatoren beträgt 2 Jahre, für Finanzmärkte liegt er bei bis zu einem Jahr.

Diese Publikation wurde zum angegebenen Datum erstellt. Die Bank übernimmt keinerlei Pflicht zur Aktualisierung dieser Publikation.

Es können sich Abweichungen zu unseren eigenen Finanzanalysen zu denselben Finanzinstrumenten ergeben, welche in den vorausgegangenen zwölf Monaten erstellt wurden.

Der gesamte Inhalt dieser Publikation unterliegt dem Urheberrecht. Die Verwendung, das Modifizieren, oder Vervielfältigen im Ganzen sowie auszugsweise darf ausschliesslich zum privaten, nicht kommerziellen Gebrauch des Interessenten erfolgen. Dabei dürfen Urheberrechtshinweise und Markenbezeichnungen weder verändert noch entfernt werden. Jede darüber hinausgehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Bank. Dies gilt auch für Weitergabe dieser Publikation.

## Distribution von Research-Publikationen

Soweit nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Bank J. Safra Sarasin AG, Schweiz verteilt. Diese Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetze und Regulierungen verteilt und verwendet werden. Die Bank untersagt insbesondere ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation durch Dritte. Sie lehnt jegliche Haftung für Ansprüche von Dritten, die sich aus dem Gebrauch oder der Verteilung der Publikation ergeben ab.

**Bahamas:** Diese Publikation wird Privatkunden der Bank J. Safra Sarasin (Bahamas) Ltd. zur Verfügung gestellt. Sie ist nicht bestimmt für die Weitergabe an Staatsangehörige oder Bürger der Bahamas oder an Personen welche gemäss den Bestimmungen über die Devisenkontrolle (exchange control) der Zentralbank der Bahamas als in den Bahamas wohnhaft angesehen werden.

**Dubai International Financial Centre (DIFC):** Dieses Material ist für die Verteilung durch die Bank J. Safra Sarasin Asset Management (Middle East) Ltd [«BJSSAM»] im DIFC an professionelle Kunden im Sinne der Dubai Financial Services Authority («DFSA») bestimmt. BJSSAM ist von der DFSA ordnungsgemäss autorisiert und beaufsichtigt. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie sich an einen autorisierten Finanzberater wenden.

Dieses Material kann auch Fonds enthalten, die keiner Überwachung oder Genehmigung durch die Dubai Financial Services Authority («DFSA») unterliegen. Die DFSA ist nicht für die Prüfung oder Verifizierung von Emissions- oder anderen Dokumenten im Zusammenhang mit solchen Fonds verantwortlich. Die DFSA hat weder ein Ausgabedokument noch andere zugehörige Dokumente genehmigt, noch hat sie irgendwelche Schritte unternommen, um die in etwaigen Ausgabedokument enthaltenen Informationen zu überprüfen, demzufolge übernimmt sie für diese auch keine Verantwortung. Die Anteile, auf die sich das Ausgabedokument bezieht, können illiquide sein und/oder Beschränkungen für den Weiterverkauf unterliegen. Potenzielle Käufer sollten ihre eigene Prüfung der Anteile vornehmen.

**Hong Kong:** Dieses Dokument wird in Hong Kong von der Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch ist eine zugelassene Bank im Sinne der Hong Kong Banking Ordinance (Cap. 155 der Gesetze von Hongkong) und eine eingetragene Institution im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 der Gesetze von Hongkong).



# Finanzmarktkolumne

02. Juli 2018

**Monaco:** In Monaco wird dieses Dokument von der Banque J. Safra Sarasin (Monaco) SA verteilt, einer im «Fürstentum Monaco» eingetragenen Bank, die von der französischen Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und der monegasischen Regierung und Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF) beaufsichtigt wird.

**Panama:** Diese Publikation basiert ausschliesslich auf öffentlich zugänglichen Informationen und wird von der J. Safra Sarasin Asset Management S.A., Panama, die von der Securities Commission of Panama beaufsichtigt wird, verteilt.

**Qatar Financial Centre (QFC):** Dieses Dokument ist für den Vertrieb durch die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC, Qatar [«BJSSQ»] von QFC aus an Geschäftskunden im Sinne der Vorschriften der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bestimmt. Die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC ist von der QFCRA zugelassen.

Dieses Dokument kann auch kollektive Kapitalanlagen (Fonds) beinhalten, die nicht im QFC registriert oder von der Regulierungsbehörde beaufsichtigt sind. Weder wurde ein Emissionsdokument noch der Prospekt für den Fonds oder sonstige mit diesem im Zusammenhang stehende Dokumente von der Regulierungsbehörde geprüft oder genehmigt. Anleger in den Fonds haben möglicherweise nicht den gleichen Zugang zu Informationen über den Fonds, die sie zu Informationen über einen im QFC registrierten Fonds haben würden. Der Regress gegen den Fonds und/oder darin involvierte Personen kann eingeschränkt oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land ausserhalb des QFC verfolgt werden.

**Singapore:** Dieses Dokument wird von der Bank J. Safra Sarasin Ltd. Singapore Branch in Singapur, verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin, Singapore Branch ist ein befreiter Finanzberater (exempt financial adviser) gemäss dem Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110), eine Firmenkundenbank, die nach dem Singapore Banking Act (Cap. 19) zugelassen ist und von der Monetary Authority of Singapore beaufsichtigt wird.

© Copyright Bank J. Safra Sarasin AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bank J. Safra Sarasin AG  
J. Safra Sarasin Research  
General Guisan-Quai 26  
Postfach  
CH-8022 Zürich  
Schweiz  
Telefon +41 (0)58 317 33 33  
Fax +41 (0)58 317 33 00