



## Ende der Schönwetterperiode

### Dr. Karsten Junius, CFA

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

**Auch wenn die Finanzmärkte sich von dem heftigen Gewitter Anfang des Monats etwas erholt haben, ist die lange Schönwetterperiode vorüber. Es sind glücklicherweise nicht Rezessionsängste, die die Märkte zu verdauen haben, sondern eine mögliche Überhitzung der US-Wirtschaft und damit einhergehende Inflations- und Zinserhöhungsrisiken.**

### Ursache für den Kursrückgang waren nicht die 2017 im Fokus stehenden Risiken

Typisch Finanzmärkte – in dem Moment, in dem die meisten Analysten und Strategen immer optimistischer für die Weltwirtschaft wurden und ihre Prognosen nach oben revidiert haben, brachen die Märkte ein. Und typisch mag auch sein, dass dieser Einbruch nicht auf die lange Zeit thematisierten Risiken zurückzuführen war: Die Geopolitik, Rohstoffpreise, Unternehmensergebnisse, die hohe Verschuldung in China oder die Furcht vor einer US-Rezession waren jedenfalls nicht Auslöser der Kursrückgänge. Ganz im Gegenteil. Die Märkte haben eher das Risiko einer Überhitzung der US-Konjunktur zu verdauen.

### Überhitzung statt Rezessionsgefahr

Die Verabschiedung der US-Steuersenkungen und die Perspektive zusätzlicher Ausgabenprogramme lassen nur einen Schluss zu: Die US-Wirtschaft erhält einen massiven fiskalischen Stimulus, der den Konjunkturzyklus verlängert und eine Rezession in den nächsten 18 Monaten sehr unwahrscheinlich werden lässt. Konjunkturell notwendig ist dieser Stimulus nicht. Die Arbeitslosenquote befindet sich auf dem niedrigsten Niveau seit Anfang 2001 und die Wirtschaft wuchs in den letzten Quartalen bereits ohne zusätzlichen Stimulus über Potenzial. Auch die Weltwirtschaft benötigt eine zusätzliche Stimulierung nicht. In Großbritannien, Japan und Deutschland herrscht Vollbeschäftigung und die chinesische Regierung scheint den Weg zu strukturell niedrigeren Wachstumsraten gut zu managen. Statt der im Zuge der Verflachung der Zinsstrukturkurve immer wieder diskutierten US-Rezession ist nun eine Überhitzung und ein Boom-Bust Zyklus die grösste Gefahr.

### Zentralbanken müssen sich wieder auf die Inflationsentwicklungen fokussieren

Die Finanzmärkte müssen folglich neue Risiken einpreisen. Zunächst sind dies Inflationsgefahren, die sich angesichts der enger werdenden Produktionskapazitäten ergeben können. Dabei ist das Risiko einer Stagflation gering – also einer Kombination von höherer Inflation und schwachem Wachstum. Es handelt sich eher um eine Reflationierung im Zuge starker und global synchron verlaufender Wachstumsraten. Die Zentralbanken brauchen bei ihrer Geldpolitik auf die Realwirtschaft und die Finanzmärkte zukünftig deutlich weniger Rücksicht zu nehmen als in den letzten Jahren. Aus Inflationsgefahren leiten sich folglich viel schneller Leizinserhöhungen ab. Während es bislang im Zweifel für Zentralbanken richtig war, mit einer Straffung der Geldpolitik zu warten, könnte dies in Zukunft die falsche Strategie sein. Daraus ergibt sich zwangsläufig ein unsicherer Zinsausblick. Die durch die stete und abwartende Geldpolitik bislang niedrig gehaltenen Volatilität an den Geld- und Anleihenmärkte wird nachhaltig ansteigen. Da niedrige Zinsen und Zinsschwankungen auch Basis für den Anstieg anderer Vermögenspreise gewesen sind, ist eine Neuorientierung auch hier folgerichtig.

### USA haben für die nächste Rezession wenig wirtschaftspolitische Pfeile im Köcher

Dazu kommt die Herausforderung, einen kreditfinanzierten potenziellen Boom-Bust Zyklus in den USA zu managen. Dieser erhöht sowohl das Haushaltsdefizit als auch die Staatsverschuldung zu einer Zeit, in der der Spielraum für sinkende Leitzinsen bereits stark begrenzt ist. Das Leistungsbilanzdefizit dürfte aufgrund der expansiveren Fiskalpolitik zusätzlich ansteigen und die protektionistischen Instinkte der US-Regierung weiter stimulieren. Falls diese tatsächlich zu handelsbegrenzenden Massnahmen führen, wird sich zusätzlicher Preisdruck einstellen, der den Handlungsspielraum der Fed ein-



# Finanzmarktkolumne

19. Februar 2018

engt. Die USA werden den zwangsläufig irgendwann beginnenden nächsten Abschwung daher mit sehr begrenzten wirtschaftspolitischen Mitteln begleiten müssen – zumindest wenn man von der Möglichkeit einer sehr starken US-Dollar Abwertung absieht.

## **Neue Risiken bedeuten nicht unbedingt höhere Risiken**

Die oben skizzierten neuen Risiken bedeuten nicht, dass die Finanzmärkte nun mehr Risiken ausgesetzt sind als noch vor wenigen Monaten erwartet. Aber sie müssen sich mit neuen Themen beschäftigen. Unser ökonomisches Grundszenario ist weiterhin sehr optimistisch. Die Weltwirtschaft wird dieses Jahr stark wachsen, was Preissteigerungen nahe den Inflationszielen der Zentralbanken und ein kräftiges Wachstum der Unternehmensgewinne ermöglicht. Für die Finanzmärkte, insbesondere für die Aktienmärkte, ist dies ein gesundes Fundament. Statt Liquiditätsschwemme und Negativzinsen dürfen die Märkte allerdings zukünftig von der Geldpolitik weniger Rückenwind erwarten. Höhere Inflationsraten- und Zinsen stellen kurz- bis mittelfristig die grössten Herausforderungen dar.

## **Die lange Schönwetterperiode kann immer noch in einen goldenen Herbst münden**

Für Investoren bedeuten die letzten Entwicklungen ein Ende der langen Schönwetterperiode. Trotz geldpolitischen Gegenwindes, volatilitätsbedingter Gewitter, geo- und handelspolitisch tieferen Temperaturen geben wir aber die Hoffnungen und Erwartungen auf einen goldenen Herbst an den Finanzmärkten in diesem Jahr nicht auf.



# Finanzmarktkolumne

19. Februar 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

19. Februar 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

19. Februar 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