



## Gegenwind wird spürbarer

**Dr. Karsten Junius, CFA**

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

**Steigende Zinsen, Protektionismus, Erosion des internationalen Regelwerkes und die Gefahr eines weniger reformfähigen Europas sind Unsicherheitsfaktoren, die zu einer nachhaltig höheren Volatilität führen und die Aktienmärkte belasten können. Wir haben unsere Kursziele entsprechend reduziert.**

### **Die US-Notenbank muss im Zweifelsfall restriktiver werden**

Das Jahr fing gut an. Die Konjunkturindikatoren jagten von einem Rekordhoch zum nächsten, während die US-Steuersenkungen die Wahrscheinlichkeit einer baldigen Abkühlung der US-Wirtschaft weiter reduziert haben. Solange hohes Wachstum wie in den letzten Jahren mit unterdurchschnittlichen Inflationsraten einhergeht, brauchen sich Anleger keine Sorgen zu machen. Dies wird sich vor allem dann ändern, wenn die boomende US-Wirtschaft zusätzlich noch durch Ausgabenprogramme stimuliert wird. Eine Notenbank kann dann im Zweifelsfall nicht akkommodierend bleiben, sondern muss tendenziell restriktiver werden.

### **Keine Anzeichen für einen „Powell-Put“**

Höhere Zinsen sind derzeit nicht das einzige Problem für die Finanzmärkte. Sie können sich zudem nicht mehr darauf verlassen, dass Zentralbanken die Volatilität an den Märkten künstlich niedrig halten, in dem sie jegliche Unsicherheit über ihre Geldpolitik durch ihre vorausschauende Kommunikation beseitigen. Die sehr geringen Risikoprämien und das starke Wachstum machen es auch unwahrscheinlicher, dass die Zentralbanken wie früher Marktrückschläge sofort mittels einer expansiveren Politik abfedern würden. Der Begriff „Powell-Put“ hat sich jedenfalls anders als bei Greenspan und Bernanke noch nicht etabliert.

### **Der neue US-Protektionismus unterminiert das Welthandelssystem und die Verlässlichkeit seiner Regeln**

Steuersenkungen und höhere Staatsausgaben in den USA werden dazu beitragen, dass die Nachfrage in den USA stärker steigt als in den Handelspartnern der USA. Dies wird zu einem höheren Handelsbilanzdefizit der USA und einem stärkeren US-Dollar-Angebot führen. Dies dürfte den US-Dollar belasten. Zu befürchten ist vor allem, dass ein höheres Handelsdefizit auch die protektionistischen Instinkte der US-Regierung weiter beflügelt. Bereits die derzeit diskutierten Zölle auf Stahl und möglicherweise die auf deutsche Autos tragen dazu bei, dass viel über Jahrzehnte aufgebautes Vertrauen zwischen den Alliierten zerstört wird. Dazu kommt das Vertrauen in ein ebenfalls über Jahrzehnte aufgebautes Vertrauen in ein internationales Regelwerk und Institutionen wie die Welthandelsorganisation.

### **Der italienische Wahlausgang macht Reformen und eine Vertiefung der Währungsunion schwieriger**

Ein Handelskrieg mit den USA kommt für Europa zu einem schlechten Zeitpunkt, da es derzeit wenige Gemeinsamkeiten finden kann. Auf den Flüchtlingszustrom kann es keine gemeinsame Antwort finden. Die Brexit-Verhandlungen separieren UK von Kontinentaleuropa. Schliesslich macht der italienische Wahlausgang eine Vertiefung der Währungsunion schwieriger. Dies liegt zum einen an der europakritischen Haltung der Wahlgewinner, zum anderen aber auch an ihrem Populismus. Dieser ist eine schlechte Voraussetzung für Reformen, die bei einer Vertiefung der Währungsunion notwendig würden. Ohne Reformen, die beispielsweise die Risiken im italienischen Bankensystem reduzierten, werden sich vor allem die nordeuropäischen Länder kaum auf eine stärkere Risikoteilung beispielsweise mittels einer gemeinsamen Einlagenversicherung einlassen. Die Bankenunion wird so weiter auf sich warten lassen, unabhängig davon, dass die neue Regierung in Berlin sich vermutlich stärker auf die französischen Vorschläge zur Entwicklung der Währungsunion einlassen würde.



# Finanzmarktkolumne

12. März 2018

## Hauptprognoserevisionen bis Ende 2018:

- **Vier Fed-Zinsschritte**
- **Euroraum Wachstum bei 2,5%**
- **EUR-USD bei 1,25**
- **Euro Stoxx 50 bei 3600**
- **SMI bei 9400**
- **S&P 500 bei 2800**

In diesem Umfeld haben wir unsere Wachstumsprognosen erhöht und prognostizieren für dieses Jahr einen BIP-Anstieg von 2,5% im Euroraum und 2,1% in der Schweiz. In den USA erwarten wir nun vier Zinserhöhungen durch die Fed und einen Anstieg zehnjähriger Staatsanleihen auf knapp 3% zum Jahresende. Normalerweise sollte das auch zu einem stärkeren US-Dollar beitragen. Wir gehen bei jedoch bei langlaufenden Anleihen von einem noch stärkeren Zinsanstieg in Europa aus, der zehnjährige deutsche Bundesanleihen auf 0,9% hieven sollte und sehen das Doppeldefizit im US-Haushalt und der Leistungsbilanz als Dollar-belastend. Per Saldo erwarten wir nun einen EUR-USD Kurs von 1,25 zum Jahresende. Unsere Aktienmarktprognosen haben wir wie folgt reduziert: Beim Eurostoxx 50 von 3900 auf 3600, beim SMI von 9750 auf 9400, beim DAX von 14500 auf 13500 und beim S&P 500 von 2900 auf 2800. Diese Kursziele liegen in der Regel über den aktuellen Werten. Wir würden für eine Aufstockung der Aktienquoten dennoch bis Ende des zweiten Quartals warten. Allein unsere Aktienmarktprognosen für den MSCI Emerging Markets haben wir nicht reduziert. Dank eines unverändert starken Wachstums und einer niedrigen Bewertung bleiben sie unverändert gut.



# Finanzmarktkolumne

12. März 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

12. März 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).



J. SAFRA SARASIN



Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841

# Finanzmarktkolumne

12. März 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