



Starker Zinsanstieg



Die Zinsen sind stark angestiegen und plötzlich wieder im Fokus der Investoren. Blicken wir zurück. Das Brexit-Votum am 23. Juni 2016 hat die Anleger verängstigt. Sorgen, ob die europäische Wirtschaft nach der doppelten Rezession von 2008/09 und 2011/12 erneut in eine konjunkturelle Delle stürzen würde, machten sich breit. Selbst die amerikanische Zentralbank Federal Reserve (Fed) vertagte daraufhin ihre erste Leitzinserhöhung. Die 2-jährigen US-Staatsanleihen warfen 0.5% Rendite ab, die 10-jährigen Staatsanleihen 1.5%.

Die makroökonomische Skepsis erwies sich bald als unnötig. Zu unbedeutend ist die britische Wirtschaft. Der Brexit stürzt die Engländer kopfveran in eine Isolation mit deutlicher Pfundabwertung und steigender Inflation. Weder für die USA noch für China ist ein Handelsabkommen mit den Briten von Relevanz. Vielmehr orientieren sie sich am grössten Wirtschaftsraum der Welt, der Europäischen Union. Entsprechend kühl ist die britische Premierministerin in der vergangenen Woche in Beijing empfangen worden.

Die globale Weltwirtschaft erlebte wie erwähnt keinen «Brexit-Schock» und bog von einer moderaten Erholung in eine stark expansive Phase. Parallel zu den ersten Schritten des Fed zur geldpolitischen Normalisierung hat dies auch das Zinsniveau verändert. Inzwischen werfen die 2-jährigen US-Staatsanleihen 2.1% Rendite ab. Die 10-jährigen Staatsanleihen ren-

tieren 2.8%; zu Beginn des Jahres waren es noch 2.4%.

Wir betonten in jüngster Zeit wiederholt, dass eine durchschnittliche Dividendenrendite von 1.9% auf US-Aktien und die Aussicht auf risikolose 2.8% bei 10-jährigen Staatsanleihen manche US-Investoren zu einer Gewinnrealisierung auf Aktien verleiten werden.

Die jüngste Nervosität an den Aktienmärkten geht in erster Linie von den USA aus. Sie hat allerdings auch die europäischen Aktien- und Anleihenmärkte erfasst. In Deutschland sind die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen im Januar auf 0.8% (+0.3%) angestiegen, in der Schweiz auf 0.1% (+0.2%). Der Abgabedruck auf Anleihen hält an, die Zinswende ist definitiv in Gang gekommen, aber bei den Sparern werden die höheren Zinsen noch lange nicht ankommen.

In Europa werden die Zinsen noch lange nicht das US-amerikanische Niveau annehmen. Deshalb bleibt auch das Dividendeniveau von ca. 3% in Europa weiterhin deutlich über den langfristigen Zinsen. Zudem ist das wirtschaftliche Umfeld und die Positionierung in konjunktureller Hinsicht robuster sowie der Lohndruck und die Inflation (durch den starken Euro) geringer. Auf einem tieferen Niveau wirken europäische Aktien geradezu lukrativ. Genau zu diesem Zweck verfügen wir aktuell über genügend Liquidität in den verschiedenen Strategien.

Wertentwicklung

Aktienmärkte	seit 31.12.17	
SMI	9 220.7	-1.7%
SPI	10 604.4	-1.4%
DAX (€)	12 785.2	-1.0%
Euro Stoxx 50 (€)	3 523.3	+0.6%
S&P 500 (\$)	2 762.1	+3.3%
Dow Jones (\$)	25 521.0	+3.2%
MSCI EM (\$)	1 230.8	+6.2%
MSCI World (\$)	2 171.5	+3.2%

Obligationenmärkte	seit 31.12.17	
SBI Dom Gov TR	217.4	-2.8%
SBI Dom Non-Gov TR	137.1	-1.5%

Immobilienmärkte	seit 31.12.17	
SXI RE Funds	370.6	-3.0%
SXI RE Shares	2 405.7	-1.4%

Rohstoffe	seit 31.12.17	
Öl (WTI; \$/Bbl.)	65.5	+8.3%
Gold (\$/oz.)	1 333.4	+2.3%

Wechselkurse	seit 31.12.17	
EUR/CHF	1.1608	-0.8%
USD/CHF	0.9314	-4.4%
EUR/USD	1.2463	+3.8%

Kurzfristige Zinsen	seit 31.12.17			
	3M	Prog. 3M	Prog. 12M	
CHF	-0.75	-0.8	-0.7	-0.3 - ±0.0
EUR	-0.38	-0.4	-0.2	+0.1 - +0.3
USD	+1.79	+1.5	+1.6	+2.2 - +2.5

Langfristige Zinsen	seit 31.12.17			
	10J	Prog. 3M	Prog. 12M	
CHF	+0.17	-0.1	+0.3	+0.6 - +1.0
EUR	+0.76	+0.8	+1.0	+1.1 - +1.4
USD	+2.84	+2.7	+3.0	+3.2 - +3.5

Teuerung	2018P		
	2018P	2019P	2020P
Schweiz	+1.1%	+1.3%	+1.2%
Euroland	+1.9%	+2.3%	+2.2%
USA	+2.2%	+2.0%	+2.0%

Wirtschaft (BIP real)	2018P		
	2018P	2019P	2020P
Schweiz	+2.0%	+1.8%	+1.5%
Euroland	+2.3%	+2.4%	+2.4%
USA	+2.2%	+1.4%	+2.0%
Global	+3.5%	+3.3%	+3.3%



Wochenthema: Europa in einem frühen Aufschwung



Die US-amerikanische Volkswirtschaft befindet sich in einer spätzyklischen Phase, die durch die Steuerreform nochmals im Wachstum bestärkt werden dürfte. Hinzu kommt, dass mit dem nahenden Kompromiss zum Budget der US-Bundesregierung zwischen Demokraten und Republikanern gewisse Infrastrukturimpulse ausgehen könnten. In einer nahezu vollbeschäftigten Volkswirtschaft sorgt dies für einen inflationären Druck und macht die Anleihsensinvestoren nervös. Die längerfristigen Inflationserwartungen sind auf 2.4% gestiegen und haben für fallende Kurse bei den Anleihen gesorgt.

Europa dagegen bewegt sich in einem frühzyklischen Aufschwung. Nach Jahren des Hinterherhinkens ist die europäische Wirtschaft in eine expansive konjunkturelle Phase getreten. Das zeigt sich selbst an unserem Nachbarland Österreich, dessen Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Jahr 2018 rund 2.7% wachsen dürfte. Der Aufschwung ist breit und robust, getragen von Konsum, Investitionen und Export. Die Initialzündung ging von Steuersenkungen aus. Die Arbeitslosigkeit liegt nur noch bei 5.3% und allmählich dürfte sich ein Fachkräftemangel bemerkbar machen. Doch

die Inflationserwartungen bleiben noch immer tief.

Wie in Österreich macht sich der Aufschwung in Europa vielerorts bemerkbar. Die harten Konjunkturdaten nähern sich allmählich den konjunkturellen Vorlaufindikatoren (wie z.B. die Einkaufsmanagerindizes) an. Die Auftragseingänge haben zugenommen, und das Geschäftsklima verweilt auf einem hohen Niveau. Der ausgeprägte Wachstumsbeitrag des Ausenhandels dürfte sich nach der grandiosen Erstarkung des Euro gegenüber dem US-Dollar um 20% seit Dezember 2016 im Laufe der zweiten Jahreshälfte 2018 wieder etwas reduzieren.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat sich letzte Woche dezidiert zum geldpolitischen Ausblick geäußert. Das angesehene EZB-Direktoriumsmitglied Benoît Coeuré hat mit seinem Zinsausblick klar signalisiert, dass in diesem Jahr nicht mit Leitzinserhöhungen gerechnet werden könne. Man beobachte die expansive Phase genau, gehe aber vorsichtig und beständig vor. Der EZB-Chefökonom Peter Praet bekräftigte diese Position und verwies darauf, dass das Inflationsziel weiterhin nicht erreicht sei.

Kommentar

Börsenbewegungen

Häufig wird vergessen, dass Ökonomie eine Sozialwissenschaft ist – im Gegensatz zur Mathematik und Physik. Zwar haben sich immer mehr mathematische Gesetzmässigkeiten in die ökonomische Denkweise eingepflanzt, aber dies hat die Modelle häufig nur scheinbar präziser gemacht. Das menschliche Verhalten (z.B. die Anleger- und Konsumentenstimmung, das Sparverhalten) lässt sich schwer vorhersagen.

Wenn es einfach wäre, bräuhete es keine Zentralbanken mehr; die Leitzinsen liessen sich beispielsweise durch einen einfachen Regelmechanismus steuern. Das mag in guten Zeiten attraktiv erscheinen; in schlechten Zeiten sind vertrauenswürdige Kommunikatoren gefragt. Dazu hat die US-Zentralbankchefin Janet Yellen gezählt. Und in Europa hat selbst die politische Elite gestaunt, wie stark die Rede von Mario Draghi am 26. Juli 2012 gewirkt hat. Kein Algorithmus hätte jemals die Wirkung wie die magischen drei Worte «whatever it takes» erzeugen können. Am Tiefpunkt der Eurokrise hat der ernsthafte Wille, die europäische Währung mit allen Mitteln zu retten, die Wende herbeigeführt.

Der berühmte Physiker und Astronom Isaac Newton (1643-1727) hat einst geschrieben: «Ich kann zwar die Bahn der Gestirne auf Zentimeter und Sekunde berechnen, aber nicht, wohin eine verrückte Menge einen Börsenkurs treiben kann.» Er war erstaunt über die niederländische Tulpenmanie, auf deren Höhepunkt eine Tulpenzwiebel so viel wie ein Haus in Amsterdam gekostet hat. Newton würde sich bestimmt wundern, wenn er sähe, wie viele noch immer mit dem von ihm geprägten mechanistischen Weltbild Gesetzmässigkeiten bei Börsenbewegungen zu erklären versuchen. Wir zählen bei der Zugerberg Finanz AG nicht dazu.

Prof. Dr. Maurice Pedergnana
Geschäftsführender Partner

Die wichtigsten Termine in der neuen Woche

5. Februar 2018	CN / EU / USA: PMI Einkaufsmangerindices Dienstleistungen Januar
7. Februar 2018	Schweiz: Devisenreserven der Schweizer Nationalbank Januar
8. Februar 2018	CN / DE: Handelsbilanz Januar
9. Februar 2018	USA: Ende der Übergangsfiananzierung (Government Shutdown droht)