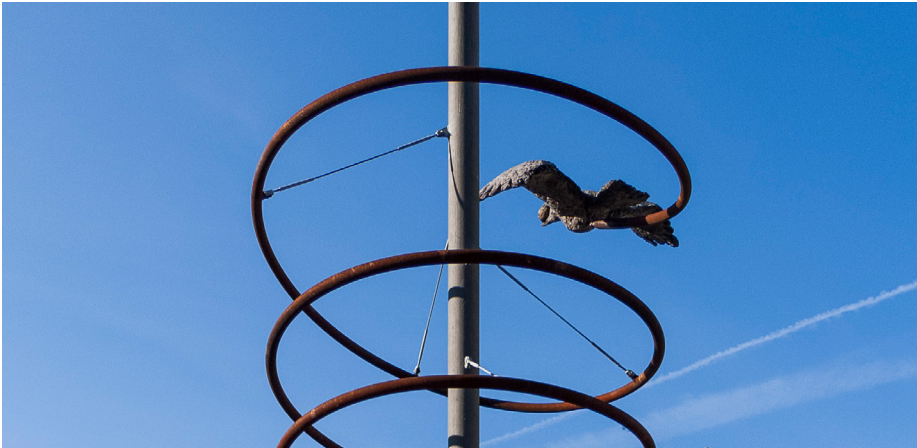




## Starke Erholung am Markt



«Nerven wie Drahtseile» sollte man haben, so lautet die bekannte Redensart. Die vergangene Woche war an den Aktienmärkten vor allem von den angedrohten US-Strafzöllen für Importe von 25% auf Stahl und 10% auf Aluminium geprägt. Was ursprünglich gegen China hätte gerichtet sein sollen, hätte vor allem die engsten US-Handelspartner Kanada und Mexiko betroffen. Diese beiden Länder sind durch das nordamerikanische Freihandelsabkommen (NAFTA) tief in die industrielle Wertschöpfungskette von US-amerikanischen Produkten eingebunden.

Geschadet hätten die US-Strafzölle der eigenen Wirtschaft, doch zunächst liess sich der US-Präsident nicht von seinem Plan abbringen. Dem ökonomischen Chefberater des US-Präsidenten und langjährigen GoldmanSachs Banker Gary Cohn wurde es zu viel. Bei der Steuerreform galt er noch als treibende Kraft. Von der protektionistischen Handelspolitik konnte er den US-Präsidenten nicht mehr abhalten. Der pragmatische Cohn war dezidiert dagegen, neue Zölle auf Stahl- und Aluminiumimporte zu verhängen. Am Dienstag reichte er, nach 14 Monaten als Direktor des Nationalen Wirtschaftsrats, seinen Rücktritt ein.

Im Laufe der Restwoche wurde die Anwendung der Strafzölle gemildert und als taktische Massnahme im Rahmen der laufenden NAFTA-Verhandlungen umgedeutet. Entsprechend verringerten sich die Sorgen um einen allfälligen Beginn eines eskalieren

globalen Handelskriegs. Damit konnte der Fokus wieder auf die wachsende Weltwirtschaft gerichtet werden.

Die jüngsten Wirtschaftsdaten sowohl aus China wie auch aus Europa und aus den USA stimmen zuversichtlich. In den USA hat sich der Arbeitsmarkt mit 313 000 Beschäftigungszuwachs im Februar weiter belebt, ohne jedoch für inflationstreibende Lohnerhöhungen zu sorgen. Die Spekulation auf ein deutliches Anziehen der Inflation und eine verschärfte US-Geldpolitik haben einen klaren Dämpfer erhalten. Der durchschnittliche Lohnzuwachs von 2.6% gegenüber dem Vorjahr blieb sogar etwas unter den Erwartungen. Die Arbeitslosigkeit fiel leicht höher aus als erwartet (4.1%), dürfte aber im Laufe des Sommers unter die 4%-Marke fallen.

Der Swiss Market Index (SMI) hat am Montagmorgen mit 8636 Punkten die Börsenwoche eröffnet und am Freitag bei 8932 Punkten geschlossen. Zählt man die Dividendenausschüttung von Novartis dazu, die allein am Dienstag für ein SMI-Minus von 56 Punkten verantwortlich war, lag das effektive Plus des SMI bis am Freitagabend in der Grössenordnung von 350 Punkten respektive +4%.

Es scheint, als würden wieder vermehrt die unternehmerischen Perspektiven in den Vordergrund rücken. Sowohl bei den Währungen wie auch bei den Zinsen haben sich die Markterwartungen kaum verändert.

## Wertentwicklung

Aktienmärkte	seit 31.12.17	
SMI	8 931.9	-4.8%
SPI	10 353.9	-3.7%
DAX (€)	12 346.7	-4.4%
Euro Stoxx 50 (€)	3 420.5	-2.4%
S&P 500 (\$)	2 786.6	+4.2%
Dow Jones (\$)	25 335.7	+2.5%
MSCI EM (\$)	1 207.2	+4.2%
MSCI World (\$)	2 149.3	+2.2%

Obligationenmärkte	seit 31.12.17	
SBI Dom Gov TR	218.5	-2.3%
SBI Dom Non-Gov TR	137.5	-1.1%

Immobilienmärkte	seit 31.12.17	
SXI RE Funds	374.5	-1.9%
SXI RE Shares	2 432.4	-0.3%

Rohstoffe	seit 31.12.17	
Öl (WTI; \$/Bbl.)	62.0	+2.7%
Gold (\$/oz.)	1 323.9	+1.6%

Wechselkurse	seit 31.12.17	
EUR/CHF	1.1712	+0.1%
USD/CHF	0.9513	-2.4%
EUR/USD	1.2307	+2.5%

	Kurzfristige Zinsen			
	3M	Prog. 3M	Prog. 12M	
CHF	-0.74	-0.8	-0.7	-0.3 - ±0.0
EUR	-0.38	-0.4	-0.2	+0.1 - +0.3
USD	+2.09	+1.5	+1.6	+2.2 - +2.5

	Langfristige Zinsen			
	10J	Prog. 3M	Prog. 12M	
CHF	+0.12	-0.1	+0.3	+0.6 - +1.0
EUR	+0.66	+0.8	+1.0	+1.1 - +1.4
USD	+2.89	+2.7	+3.0	+3.2 - +3.5

	Teuerung		
	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	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%



## Thema der Woche: Inflation, Zinsen und Aktienkurse



Noch vor einem Monat reagierten die Aktienmärkte höchst sensibel auf einen kurzfristigen Anstieg der durchschnittlichen US-Stundenlöhne, ohne sich mit den Details der Berechnungsweise auseinanderzusetzen. Je mehr Hintergrund dazu gekommen ist, desto stärker hat sich die Nervosität gelegt. Sind wir nun nach einem weiteren Monat klüger?

Ja. Weil man sich wieder einmal vor Augen führen musste, dass einzelne volkswirtschaftliche Datenpunkte nicht überinterpretiert und schon gar nicht hochgerechnet werden sollen. Das gilt erst recht, wenn sie unter widrigen Umständen entstanden sind. Winterstürme beherrschten die Januartage in den USA. Es wurden weniger Arbeitsstunden geleistet, tendenziell mehr von den Höherqualifizierten, nicht vom vergleichsweise tief entschädigten Verkaufspersonal.

Inzwischen sind wir auch hinsichtlich der globalen Konjunkturdaten einen Monat weiter. Die Industrie- und Bauproduktion dürfte in Europa und in den USA zunehmen. Konjunkturell vor grösseren Herausforderungen steht China, weil die Banken

ihre Kreditpolitik auf Regierungsanweisung hin verschärft haben sollen. Impulse gehen dafür von Schwellenländern aus, die vor kurzem noch in einer Rezession standen (Brasilien, Russland).

Die Inflationsentwicklung bleibt weiterhin schwach. In Europa erschwert sie die Normalisierung der Geldpolitik. Selbst wenn die Europäische Zentralbank (EZB) mit kleinen rhetorischen Veränderungen in ihrer Pressemitteilungen den Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik vorbereitet, so bleibt das Inflationsziel von 2% bis auf weiteres unerreicht. Die EZB hat die Inflationsprojektion für das Jahr 2019 sogar auf 1.4% reduziert, d.h. Europa wächst weiterhin mit hohem Tempo einer inflationsarmen Konjunkturwelle entlang.

Betrachtet man angesichts dieser Perspektiven die europäischen Aktienmärkte, sind die Bewertungen attraktiv und die Dividendaussichten rosig. Nun massen wir uns allerdings nicht an, denselben Weitblick wie das Orakel von Delphi zu besitzen. In Zukunft mag es zwischendurch wieder Börsenzuckungen geben. Diese gilt es fallweise mutig zu nutzen.

## Die wichtigsten Termine in der neuen Woche

- 13. März 2018: OECD: Veröffentlichung des OECD Wirtschaftsausblicks 2018/19
- 14. März 2018: Deutschland: Wahl von Angela Merkel zur Bundeskanzlerin
- 15. März 2018: USA: Philadelphia Fed-Index März
- 16. März 2018: Europa: Kerninflationsrate Februar

## Zugerberg Ausblick

John Kenneth Galbraith war einer der einflussreichsten Ökonomen des 20. Jahrhunderts. Er soll gesagt haben: «Geld ist eine einzigartige Sache. Es kommt gleich neben der Liebe als grösste Quelle der Freude – und gleich neben dem Tod als grösste Quelle der Angst.» Das mag etwas übertrieben sein, aber die Angst vor dem Verlust von Geld und Geldanlagen unterschätzen wir gewiss nie.

In den vergangenen Wochen haben wir zwei herausragende Preise erhalten: Als «Bester Vermögensverwalter der Schweiz» (**BILANZ**) und als «Bester Schweizer Obligationen Fondsmanger» (**Citywire**). Beide Male ging es um eine Zeitperiode von drei Jahren, d.h. wir wurden daran gemessen, wie wir uns in einem längeren, turbulenten Zeitraum verhalten haben. Nicht die Rendite, sondern die risikoadjustierte Rendite wurde gemessen.

Die vergangenen drei Jahre waren ein Zeitraum, in dem volkswirtschaftlich und unternehmerisch viel passiert ist. Der Euro-Kurs zum Schweizer Franken ist von mehr als 1.20 auf die Parität zurückgefallen, um sich bis heute auf 1.17 zu erholen. Ganz allgemein waren Wechselkurse und Rohstoffpreise in den letzten drei Jahren starken Schwankungen unterworfen. Auch die Zinsen gingen phasenweise rauf und dann wieder runter, und bei den Aktien war alles noch viel ausgeprägter.

Über all diesen Phasen hinweg haben wir sehr gute Resultate abgeliefert. Das erfüllt uns mit Stolz, aber auch mit der nötigen Demut. Die konjunkturelle Entwicklung können wir nicht vorhersehen, aber wir wissen immer, dass ein Verlust schmerzt. Vermutlich mehr als ein Gewinn erfreut. Deshalb sind wir stets vorsichtig und mit kontrollierten Risiken unterwegs.

Herzlich grüsst, Timo Dainese