

Anlagekompass

30. März 2017

In Kürze

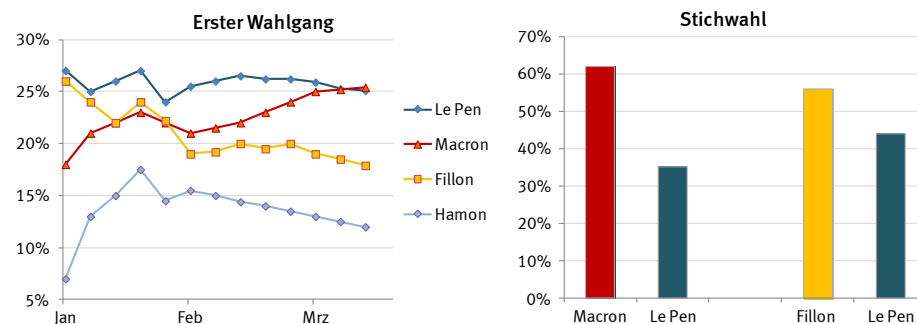
Insgesamt widerspiegeln die jüngsten Konjunkturindikatoren, dass die globalen Auftriebskräfte intakt bleiben. Besonders positiv überrascht Europa, allen voran Deutschland und Frankreich. In den USA schwächt sich die Dynamik leicht ab, die vorlaufenden Indikatoren deuten aber immer noch auf ein robustes Wachstum hin. Als ob die Anleger den Auftriebskräften misstrauen, sind an den Anleihenmärkten die realen und nominellen Renditen in den letzten Monaten ungewöhnlich tief geblieben. Mittelfristig dürfte der Renditetrend auch aufgrund der weniger expansiven Geldpolitik in den USA und in Europa wieder nach oben drehen, weshalb wir die Obligationenquote weiterhin untergewichten und Laufzeitenrisiken meiden würden. Nach den starken Avancen an den Aktienmärkten bahnt sich eine Konsolidierung an. Stark unterstützt werden die Börsen aber von der Entwicklung der Unternehmensgewinne. Während wir an der neutralen Aktienquote festhalten, würden wir teilweise Umlagerungen von den USA nach Europa ins Auge fassen.

Marktdaten

	Index	Stand 29.3.17	Veränderung seit 30.3.16	31.12.16	Markt- P/E-18
New York	Dow Jones Ind. Avge	20'659	16.6%	4.5%	15.6x
New York	S&P 500	2'361	14.4%	5.5%	16.3x
New York	Nasdaq	5'898	21.1%	9.6%	17.7x
Europa	Stoxx-50 Euro	3'471	14.0%	5.5%	13.5x
Tokio	Nikkei 225	19'063	12.9%	-0.3%	16.4x
Schweiz	Swiss Perf. Index	9'621	15.3%	7.3%	16.5x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	-0.09%	-15 bps	-29 bps	
CHF/USD		1.00	3.3%	-2.2%	
CHF/EUR		1.07	-2.2%	-0.2%	

Weniger politische Irritationen

Umfragen zu den Präsidentschaftswahlen in Frankreich



Aus der herben Niederlage mit der Gesundheitsreform kann nicht abgeleitet werden, dass die Trump-Administration auch mit anderen Vorlagen scheitern wird – Widerstand aus den eigenen Reihen ist aber auch bei anderen Vorlagen so gut wie vorprogrammiert. Der wohl wichtigste Punkt auf der politischen Agenda ist die Steuerreform, die wahrscheinlich mit einer protektionistischen Grenzausgleichssteuer kombiniert wird. Auch auf diesem Gebiet wird sich Trump damit abfinden müssen,

dass nicht die gesamte republikanische Mehrheit hinter dem Regierungsvorschlag stehen wird. In Europa haben die jüngsten Wahlen in Holland und Deutschland keinen Rechtsrutsch ergeben. Die Umfragen in Frankreich zeigen, dass Macron gegenüber Le Pen Boden gut gemacht hat und letztere in der Stichwahl weit hinter Macron liegen würde. Insgesamt haben wir den Eindruck, dass das von der Politik ausgehende Störpotenzial über die nächsten Monate eher klein bleiben wird.

Strategie

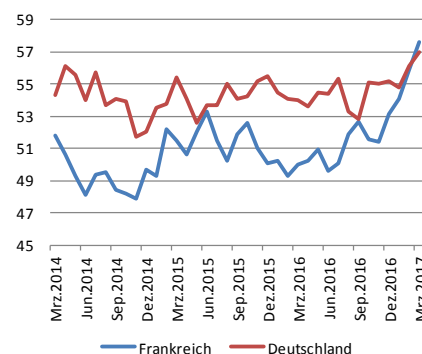
Zunächst wird die Geldpolitik in den USA und in Europa noch akkomodativ bleiben, die Märkte müssen sich aber im zweiten Halbjahr auf mehr Gegenwind einstellen. Die Zahl der EZB-Kritiker ist in den letzten Monaten gestiegen und sollte die konjunkturelle Dynamik anhalten, wird die EZB nicht umhin kommen, erste Schritte zur Normalisierung der Geldpolitik ins Auge zu fassen. In den USA nutzt das Fed das gute konjunkturelle Umfeld, um die Normalisierung voranzutreiben. Die Euro/Dollar-Relation wurde vor allem von den robusten Konjunkturdaten in Europa und dem Widerstand des US-Kongresses gegen die Abschaffung von Obamacare gestützt. Die "Kräfteverteilung" zugunsten des Euro könnte sich zwischenzeitlich wieder ändern, im Zuge der Normalisierung der Geldpolitik in Europa dürfte der Euro mittelfristig zur Stärke neigen. Der Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken wird tendenziell nachlassen, weil der Safe-haven-Status weniger stark zum Tragen kommen wird. Mittelfristig wird der Franken aber stark bleiben, weil einerseits die Inflation in der Schweiz aus strukturellen Gründen tief bleiben wird und andererseits das Abwehredispositiv der SNB an ihre Grenzen stösst. An den Anleihenmärkten tendierten die globalen Renditen unter grossen Schwankungen seitwärts. Diese Entwicklung steht gewissermassen in Kontrast mit der Inflationsentwicklung und den erfreulichen Konjunkturdaten. Gestützt auf die erwartete Inflations- und Wachstumsdynamik glauben wir aber, dass sich der Trend nach oben fortsetzen wird. An den Aktienmärkten bahnt sich nach den starken Avancen eine Konsolidierung an. Das kurzfristige Korrekturpotenzial ist angesichts vermehrter Gewinnmitnahmen gestiegen. Eine starke Stütze erhalten die Märkte aber von den Gewinnerwartungen, die von der global robusten Konjunktur getrieben werden. Neu würden wir Europa gegenüber den USA bevorzugen. Dafür sprechen das stärkere zyklische Gewinnwachstum und die tieferen Bewertungen. Die Eigenkapitalrenditen liegen in Europa immer noch rund 40% unter dem Niveau vor Ausbruch der Finanzkrise, während jene in den USA in die Nähe des Vorkrisenniveaus gestiegen sind. (ubr)

Konjunktur

Im Vergleich zum vergangenen Monat als wir an dieser Stelle die auffällige Divergenz in der Entwicklung der europäischen und US-amerikanischen Einkaufsmanagerindizes (PMIs) thematisiert haben, gibt es eigentlich recht wenig Neues zu berichten. Die Divergenz ist, wie erwartet, auffälliger geworden und setzt sich wie im Vormonat auch in den Subkomponenten fort. Damit bleibt konsequenterweise auch die Erwartung bestehen, dass sich das Wachstum in Europa in den kommenden Monaten besser entwickelt als in den USA. Selbstverständlich gibt es aber auch in Europa Bereiche, in denen es nicht viel besser werden kann. In Deutschland zum Beispiel ist die Arbeitslosenquote tief, die Neueinstellungen liegen auf dem zweithöchsten Ni-

veau seit 1998 und steigende Kosten werden in einem Masse wie zuletzt 2008 an die Konsumenten weitergegeben. Anders ist hingegen die Lage in Frankreich: Zwar sind auch hier die Zeichen der Besserung (Auftragseingang, Produktion) robust, allerdings sinkt die Arbeitslosenquote, ausgehend von einem hohen Niveau, nur langsam. Die Tatsache dass, anders als in Deutschland, die Preise im Dienstleistungssektor aber noch sinken bzw. im produzierenden Gewerbe nur marginal steigen, legt die Vermutung nahe, dass Frankreich mittelfristig Potenzial für weitere Verbesserungen hat, die gegebenenfalls sogar in der Lage sein können, leicht schwächere Daten aus Deutschland zu kompensieren.

PMIs in Europa legen weiter zu



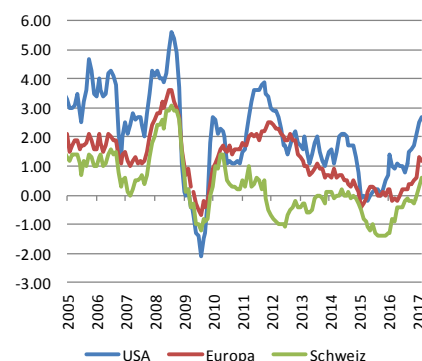
- Deutschland ist nicht mehr die einzige Stütze Europas und ausserhalb Deutschlands besteht weiterhin die Chance, dass sich die Lage weiter verbessert.

Zinsen

Die Inflationsraten sind in den vergangenen Monaten deutlich gestiegen. Der Anstieg, der in vielen Ländern seit dem Sommer zu beobachten ist, muss dabei dem Ölpreis zugeschrieben werden. Es ist nicht zu erwarten, dass sich dieser fortsetzt. Die für die Preise ausschlaggebende marginale Produktion ist nämlich kein teures Tiefsee-Öl mit langen Investitionszyklen mehr, sondern amerikanisches Schieferöl, mit mässigen Produktionskosten und sehr kurzen Investitionszyklen. Nichtsdestotrotz kann es natürlich trotzdem zu weiter steigenden Preisen kommen. Dies gilt für die USA, wenn die voll ausgelastete Wirtschaft weiter stimuliert würde, Steuern die Preise treiben würden oder der US-Dollar an Wert verlöre und die Importe teu-

rer würden. Letzteres lässt sich aktuell in England beobachten. Aber auch in Europa gibt es wie oben erwähnt Bereiche, in denen vermehrt höhere Preise durchgesetzt werden können. Der Reflations-Trade, wie er im Zuge der US-Infrastrukturprogramme initiiert wurde, kann sich also noch immer entfalten. Wenn man sich vor steigender Inflation schützen will, sind inflationsindexierte Anleihen eine nicht risikofreie Alternative. Das Risiko resultiert daraus, dass die „realen“-Anleihen eben auch vom realen Zins abhängen und fallen, wenn dieser steigt. Sie hängen insbesondere in langen Laufzeiten auch von der Änderung der Inflationserwartungen ab. Nur der Ertrag der kürzeren Laufzeiten ist relativ direkt mit der realisierten Inflation verknüpft.

Inflationsentwicklung (in %)



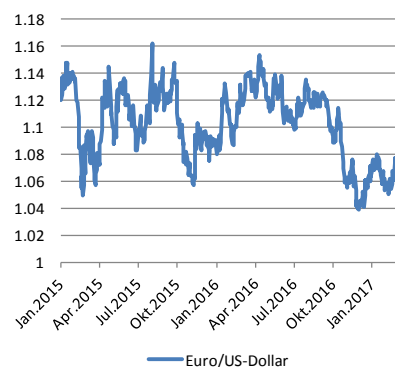
- Nach dem jüngsten dynamischen Anstieg der Inflationsraten stellt sich die Frage, wie sich die Entwicklung fortsetzt und wie man sich gegebenenfalls schützen kann.

Währungen

Die relative Entwicklung der PMIs würde die Entwicklung des Euro/US-Dollar-Kurses erklären. Gleiches gilt für die Entwicklung der politischen Risiken, die mit den Erfolgen Macrons in Frankreich abgenommen zu haben scheinen. Gleichzeitig sinkt mit dem politischen Misserfolg bei der US-Gesundheitsreform die Erwartung hinsichtlich der Einführung der Border Adjustment Tax, die den US-Dollar gestützt hätte. Auch die geldpolitische Diskussion spielt dem Euro in die Karten. Hier hat das Fed die Ängste des Marktes zerstreut, dass sich der Zinserhöhungszyklus beschleunigen könnte. Auf der anderen Seite hat die EZB die Option ins Spiel gebracht, die Zinsen (den Einlagensatz) gegebenenfalls erhöhen zu können, bevor das QE-Programm vollständig ausgelaufen ist. Es ist nun

schwer zu sagen, wie viel der Kursbewegung welchem Element geschuldet ist. Es ist aber nicht schwer sich vorzustellen, dass mindestens ein Element mindestens einer Seite (Euro oder US-Dollar) in den kommenden Wochen wieder aus einem anderen Blickwinkel betrachtet wird und den Kurs entsprechend bewegt. Es ist folglich nicht anzunehmen, dass der Euro stramm in Richtung eines Kursziels von 1.15 zum US-Dollar marschiert. Vielmehr ist davon auszugehen, dass er vorerst in der erwarteten Spanne von 1.05 bis 1.10 bleibt. Da wir aber davon ausgehen, dass die relative wirtschaftliche Entwicklung am längsten Bestand hat und so mittelfristig der Druck auf die EZB weiter steigt, ist klar, dass wir dieses Band in den kommenden Monaten eher werden anheben müssen.

Euro mit Rückenwind



- Der mehrfach positive Einfluss wird sich kurzfristig nicht halten lassen, mittelfristig sollte die wirtschaftliche Entwicklung den Euro aber weiter begünstigen.

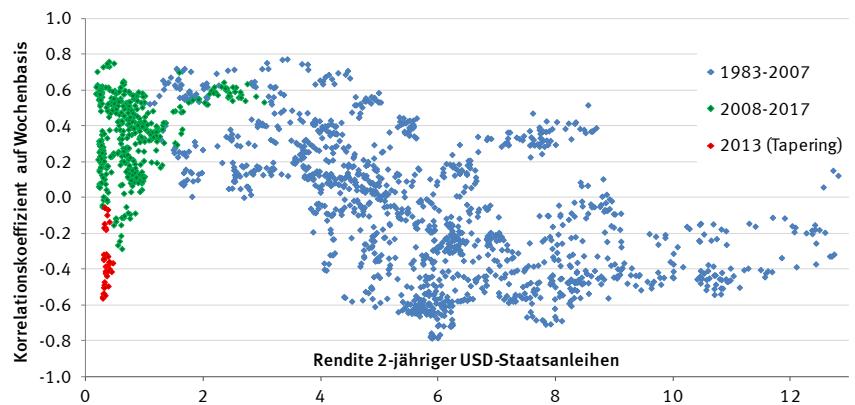
Zinsen als Spielverderber?

Nachdem das erste grosse Reformvorhaben der Trump-Administration am Widerstand des Kongresses scheiterte, gehen manche Auguren davon aus, dass auch andere Vorlagen scheitern werden. Mit Blick auf die anstehende Debatte über die wichtige Steuerreform wird die Regierungspartei vermutlich nicht geschlossen hinter dem Vorschlag der Regierung stehen. Letztere wird vermutlich eine grössere Kompromissbereitschaft signalisieren müssen, um die Vorlage durchzuboxen. Nach der jüngsten US-Leitzinserhöhung wird vermehrt auch über das Störpotenzial weiter steigender Zinsen debattiert. Hierzu gibt der längerfristige Zusammenhang zwischen Zinsen und Aktien aufschlussreiche Hinweis (erste Grafik): Grundsätzlich vermochte der US-Markt einen Anstieg der zweijährigen Renditen bis auf das Niveau von gegen 4% einigermaßen gut zu verkraften. Erst über dem 4%-Niveau kippte die Korrelation der Aktien- und Bondrenditen zeitweise deutlich ins negative Terrain. Unter der 4%-Marke avancierten die Börsen im Umfeld steigender Kurzfristzinsen. Ausnahme war das Jahr 2013, als das Fed die Märkte mit dem Tapering-Entscheid auf dem falschen Fuss erwischte. Aufgrund des historischen Musters ist insgesamt anzunehmen, dass eine behutsame geldpolitische Straffung keine negativen Spuren an den Börsen hinterlassen sollte.

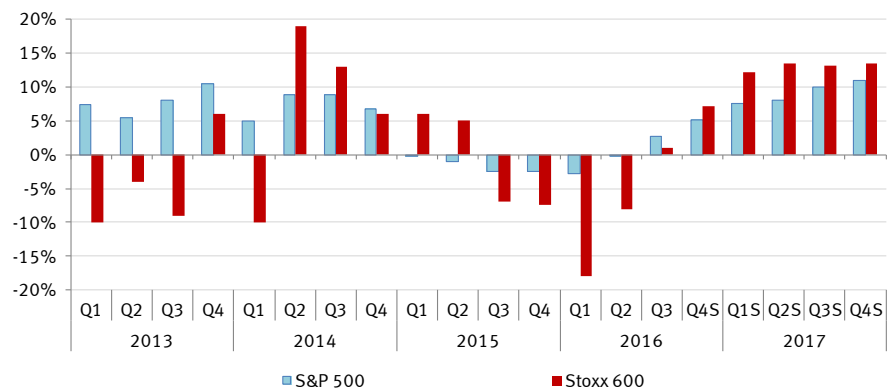
Europa mit Aufholpotenzial

Neu würden wir die europäischen Märkte gegenüber dem US-Markt bevorzugen. Dabei stehen folgende Aspekte im Vordergrund: Die Gewinne in Europa werden derzeit stärker nach oben revidiert als in den USA. Dies hängt teilweise auch mit der unterschiedlichen Zusammensetzung der Indizes zusammen, sind doch die zyklischen Sektoren in Europa stärker vertreten. Die Rentabilität europäischer Unternehmen ist in den letzten Jahren unter enormem Druck gestanden. Die Eigenkapitalrenditen liegen immer noch rund 40% unter dem Niveau vor Ausbruch der Finanzkrise, während jene in den USA in die Nähe des Vorkrisenniveaus gestiegen sind. Auch wenn diese aggregierten Rentabilitätszahlen nicht direkt vergleichbar sind, kann daraus ein erhebliches Erholungspotenzial für Europa abgeleitet werden. Schliesslich sind die Bewertungsunterschiede immer noch beträchtlich. Wenn die politischen Unwägbarkeiten Europas im Umfeld einer robusten Konjunktur einstweilen in den Hintergrund treten, müssten die europäischen Märkte mindestens einen Teil des Bewertungsdiscounts abschütteln können.

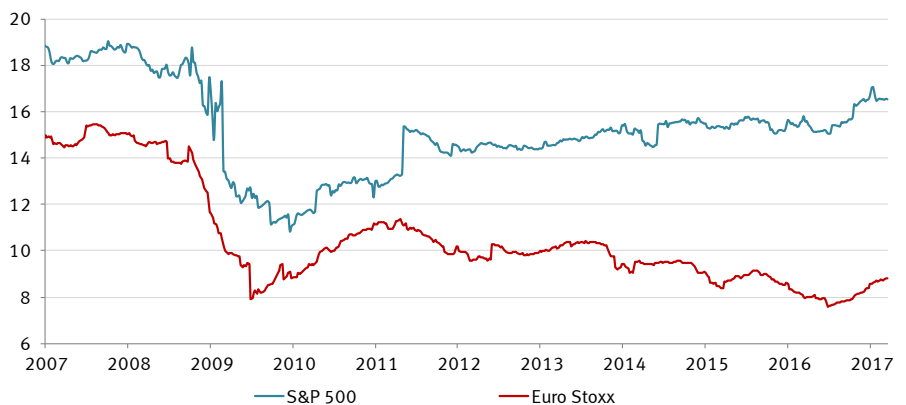
Korrelation Renditen 2-jähriger Staatsanleihen und S&P 500



Konsensus-Gewinnschätzungen USA und Europa (Wachstum in %)



Eigenkapitalrenditen USA und Europa (in %)



Abbau Energietitel und Aufbau Bankaktien

Auf Sektorebene stufen wir den Energiesektor auf eine neutrale Gewichtung zurück. Gegen eine Outperformance spricht der derzeit schwache Ölpreis. Fest steht, dass die Effizienzsteigerungen in der US-Fracking-Industrie unterschätzt worden sind und die US-Produktion wieder gestiegen ist. Dass sich die Opec zu einer weiteren Produktionsdrosselung durchringt, ist derzeit eher unwahrscheinlich. Demzufolge attestieren wir dem Ölpreis und damit den Erdölförderern kein grosses Erholungspotenzial. Ausschlaggebend für die weniger negative Einstufung des Banken-

sektors ist einerseits die steilere Zinskurve in Europa, die zusammen mit einer anziehenden Kreditnachfrage zu einer Margenverbesserung im Kreditgeschäft führen wird. Auch die laufenden Kostensenkungen sollten zu Rentabilitätsverbesserungen führen. Schliesslich könnten die Banken von einer vorzeitigen Reduktion des negativen Einlagensatzes durch die EZB profitieren. Die Risiken der noch existierenden Altlasten und der teilweise ungenügenden Eigenmittelausstattung dürften sich in den immer noch tiefen Bewertungen in genügendem Ausmass widerspiegeln. (ubr)

Übersicht

Neu werden europäischen Aktien übergewichtet und der US-Markt leicht untergewichtet. Auf Sektorenebene stufen wir die

Finanzwerte weniger negativ ein, während wir die Energietitel auf eine neutrale Gewichtung zurückstufen.

Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance					Obligationen					Wechselkurs	
Beurteilung		Perform. %			Beurteilung		Laufzeiten Jahre			gegen CHF	
alt	neu	1 Mo	12 Mo		alt	neu	0-3	3-5	5-10	alt	neu
Europa Euro (Stoxx-50)	-	+	5	14	EUR	0/-	0/-	0	0/-	0	0
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	2	19	GBP	0/-	0/-	0/-	0	0/-	0/-
USA (S&P 500)	0/+	0/-	0	14	USD	0/+	0/-	0	0/+	0/-	0/-
Japan (Nikkei 225)	0/-	0/-	0	13	JPY	0	0	0	0	-	-
Schweiz (SPI)	0	0	3	15	CHF	-	-	-	0/-	0	
Emerging Markets	+	+	4	16							
MSCI World (lok. W.)	0	0	1	12							

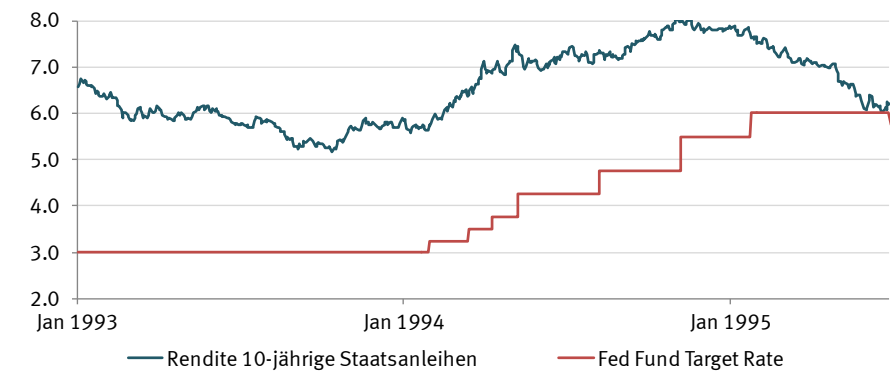
Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	+	0	0	11
Grundstoffe	0	0	1	23
Investitionsgüter	-	-	1	14
Zyklischer Konsum	0	0	2	9
Nichtzykl. Konsum	0	0	1	2
Gesundheitswesen	+	+	0	7
Finanzwerte	-	0	0	22
Technologie	+	+	3	22
Telekommunikation	-	-	1	-3
Versorger	-	-	2	1
Immobilien	0	-	-1	-1

Erinnerung an 1994 – droht erneut ein Bondcrash?

Das Jahr 1994 ging als eines der schlechtesten Jahre für Obligationen in die Geschichte ein und die aktuelle Situation weist gewisse Parallelen auf. Bis Anfang 1994 hatte die US-Notenbank die Leitzinsen lange Zeit auf relativ tiefem Niveau von 3% verankert und wartete plötzlich mit einer ganzen Serie von Zinserhöhungen auf. Innerhalb von nur 12 Monaten stieg der Leitzinssatz von 3% auf 6%. Dem geldpolitischen Kurswechsel schenken die Märkte zu Beginn des Jahres 1994 kaum noch Beachtung. Dann schossen die Anleihenrenditen plötzlich in die Höhe, sodass Ende Jahr die (damals noch hohen) Couponzahlungen nicht ausreichten, um die Kursverluste zu kompensieren. Sogenannte "Carry Trades", namentlich die kurzfristige Finanzierung risikobehafteter Anlagen, waren damals weit verbreitet. Die steigenden Renditen lösten eine Pleitewelle aus, von der selbst ein kalifornischer Verwaltungsbezirk (Orange County) nicht verschont blieb. Anfang 1994 war die Zinskurve relativ steil und begann sich Ende Jahr, als die Anleihenmärkte ein pessimistischeres Wachstum einzupreisen begannen, stark abzuflachen. Obschon die Zinskurve heute flacher ist als damals, ist anzunehmen,

10-jährige USD-Staatsanleihen und Leitzinsen 1993-1995



dass auch heute viele Anlagen mit kurzfristigen Krediten finanziert worden sind und das Zinsänderungsrisiko allgemein unterschätzt wird. Vor allem aber ist in den USA und in einigen Schwellenländern die Verschuldung der Unternehmen in gewissen Sektoren auf ein Niveau angestiegen, das bei stark steigenden Refinanzierungskosten nicht mehr tragbar ist. Dasselbe gilt auch für viele hochverschuldete Staaten. Gerade deshalb wird der Zinserhöhungsrhythmus der US-Notenbank moderater ausfallen als in früheren Zyklen. Ein grösseres Risiko geht von einem plötzlichen

Anstieg der langfristigen Renditen aus, welche die US-Notenbank seit der Einstellung der QE-Programme nicht mehr direkt beeinflusst. Auslöser dafür könnten wieder ansteigende Inflationserwartungen sein. Letztere haben sich aufgrund der sinkenden Ölpreise zwar wieder leicht zurückgebildet, eine Entwarnung wäre mit Blick auf die in den USA hohe Auslastung und den anstehenden Fiskalimpuls verfrüht. Aus Sicht des Anlegers ist es im aktuellen Umfeld wichtig, mit eher kurzen Laufzeiten das Zinsänderungsrisiko niedrig zu halten. (ubr)

Bank Thalwil Genossenschaft, Gotthardstrasse 14, 8800 Thalwil; privatebanking@bankthalwil.ch

Urs Diggelmann, Leiter Private Banking, Tel. 044 723 88 65

Der Anlagekompass wurde uns mit freundlicher Genehmigung von Rahn+Bodmer Co., Zürich, zur Verfügung gestellt.

Diese Publikation dient ausschliesslich Informationszwecken und trägt keinen individuellen Anlagezielen oder übrigen Anforderungen Rechnung. Die Publikation stellt weder ein öffentliches Inserat, noch eine Beratung, ein Angebot oder eine Empfehlung zur Beanspruchung einer Dienstleistung, zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder zum Abschluss einer anderen Transaktion dar. Bevor ein Anlageentscheid getroffen wird, sollte der Anleger eine individuelle Beratung zu seiner persönlichen Situation in Anspruch nehmen. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen richten sich grundsätzlich an Personen in der Schweiz und sind insbesondere (und auch grenzüberschreitend) nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Geschäfts- oder Wohnsitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen bzw. die darin enthaltenen Finanzinstrumente oder -anlagen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder aus anderen Gründen verboten ist, wie namentlich in den USA, CAN und/oder GB. Diese Publikation ist stichtagbezogen. Die darin angeführten Marktpreise, Prognosen und dergleichen beruhen auf banküblichen Informationsquellen und/oder geben die jeweilige Einschätzung des Verfassers wieder, sind indikativ, können sich jederzeit ändern und sind für Rahn+Bodmer Co. nicht verbindlich. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit übernimmt Rahn+Bodmer Co. keine Garantie oder Haftung. Hinweise auf die vergangene Performance bilden keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Datenquelle: Bloomberg