

# kompass 02/2012

Aktuelle  
Wirtschaftsinformationen

bank|thalwil



Heinz Haller  
Vorsitzender der  
Geschäftsleitung a. i.

## Liebe Leserinnen und Leser

Aktien und eine Reihe weiterer risikobehafteter Anlagen verzeichneten einen fulminanten Start ins neue Jahr. Die Parallelen zum Jahresanfang 2011 sind frappant. Leider hat sich dann das vergangene Börsenjahr nicht ganz so rosig weiter entwickelt und die Rückschläge liessen nicht lange auf sich warten.

Mit unserem ersten Kompass im Jahr 2012 möchten wir Ihnen wiederum einen Blick auf die Märkte und die Wirtschaft verschaffen. Sie werden erkennen, dass auch das laufende Jahr wieder einiges an Herausforderungen und Überraschungen für Sie bereit halten wird.

Auch aus Sicht der Bank Thalwil werden sich im 2012 einige Veränderungen bemerkbar machen: So hat die bereits bekannt gegebene Zusammenarbeit mit Wellershoff & Partners Ltd. offiziell per 1. Januar 2012 begonnen. Hier versprechen wir uns eine noch professionellere Ausrichtung unserer Portfolios auf die sich ständig ändernden Marktbedingungen. Wir sind überzeugt, hier für Sie, als unsere geschätzten Kunden, einen noch grösseren Mehrwert zu schaffen.

Des Weiteren wird per 1. Mai 2012 Herr Andreas Fuchs als neuer Vorsitzender der Geschäftsleitung unsere Bank verstärken. Wir freuen uns, eine fähige Persönlichkeit gefunden zu haben, welche unsere Geschäftsleitung auf diesen Zeitpunkt hin wieder komplettieren wird.

Für das schon begonnene Jahr wünschen wir Ihnen viel Erfolg bei Ihren Investitionen und stehen Ihnen wie in der Vergangenheit jederzeit beratend zur Seite.

Ihr Heinz Haller

## Inhalt

Marktausblick	3
Wirtschaftsausblick	4-5
Leserfragen	6
Marktüberblick	7

### Impressum

Herausgeber: Bank Thalwil Genossenschaft  
Research-Partner: Wellershoff & Partners

 Wellershoff & Partners

## Aktien und eine Reihe weiterer risikobehafteter Anlagen wie Rohstoffe oder ausländische Immobilienanlagen verzeichneten einen fulminanten Start ins neue Jahr.

Langlaufende Obligationen profitierten davon, dass deren Renditen auf nie dagewesene Tiefststände fielen.

Angesichts einer leichten konjunkturellen Stabilisierung und der marginalen Entspannung der Banken – und Schuldenkrise in Europa konnten die Aktienmärkte ihre jüngst gesehene Erholung fortsetzen. Diese könnte auch während der kommenden Wochen bis Monaten noch anhalten. Allerdings müssen Anleger sich vor Augen halten, dass die aktuellen Kursgewinne vor dem Hintergrund verwundbarer Finanzmärkte und einer fragilen Realwirtschaft passieren.

Zum einen muss man bedenken, dass das Potential zur wirtschaftspolitischen Stabilisierung der Konjunktur in den meisten Industrienationen ausgeschöpft ist. Die Zinsen sind bei Null und können nicht mehr weiter gesenkt werden und für Fiskalpolitik bleibt angesichts des Konsolidierungsbedarfes überschuldeter Staaten ebenfalls kein Raum mehr. Zum anderen sind die Kapitalmarktzinsen in den wichtigsten Finanzmärkten ebenfalls nahe an der Untergrenze von Null angelangt. Fallende Kapitalmarktzinsen bedeuteten, dass künftige Erträge mit einem immer kleineren Zinssatz diskontiert wurden, so dass alle Arten von Vermögensanlagen von Aktien bis zu Immobilien von Bewertungsgewinnen profitieren konnten. Sind die

Zinsen einmal bei Null, sind zusätzliche Bewertungsgewinne nicht mehr möglich. Hingegen besteht das Risiko, dass steigende Zinsen hohe Bewertungsabschläge bewirken und so Vermögenswerte vernichten. Das betrifft insbesondere die Staatsanleihenmärkte. Diese asymmetrische Verteilung von Chancen und Risiken und die zu erwartete Veränderung der Korrelationsstrukturen zwischen verschiedenen Anlagen zwingen die Anleger, bisherige Strategien zu überdenken.

Nichtsdestotrotz können sich in den nächsten Monaten am Aktienmarkt vereinzelt Chancen ergeben. So haben insbesondere zyklische Industrie- und Rohstofftitel stark korrigiert und preisen weiterhin eine zyklische Gewinnrezession ein. Unseres Erachtens sind die Markterwartungen für die Eurozone insgesamt aber zu pessimistisch. Deshalb ist denkbar, dass zyklische Sektoren im ersten Halbjahr von positiven Überraschungen profitieren. Anders sieht es für Finanztitel aus, die weiterhin gemieden werden sollten. Europäische Banken müssen bis im Sommer zusätzliches Eigenkapital im Umfang von 114 Mrd. Euro stemmen, was einigen Instituten sehr schwer fallen dürfte, weshalb mit negativen Überraschungen gerechnet werden muss. Zudem sind die Rezessionsrisiken trotz der augenblicklichen konjunkturellen Stabilisierung weiterhin erhöht, weshalb auch defensive Titel ins Portfolio gehören.

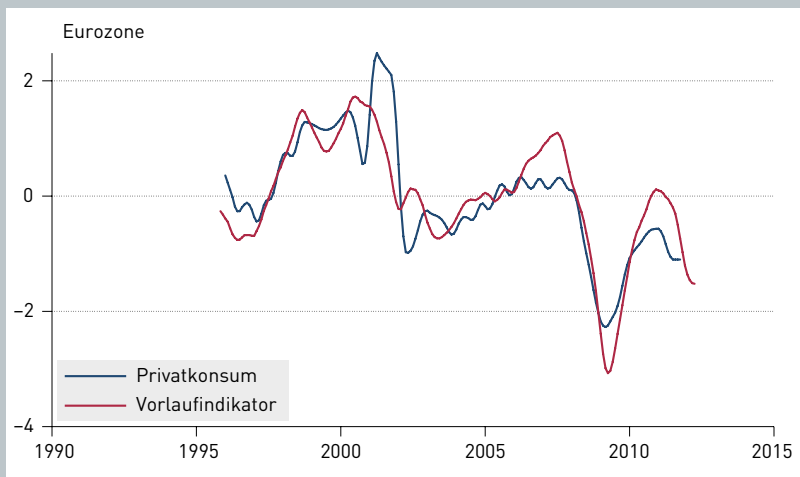


**Michael Mazenauer**  
Leiter Vermögensanlagen

Der Wirtschaftsausblick zeichnet sich weiterhin differenziert und charakterisiert sich durch ein sich zwar abschwächendes, aber teilweise noch robustes Investitionswachstum, einen schwachen Konsum bei gleichzeitig gestiegenen Rezessionsrisiken.

In einigen Volkswirtschaften haben sich die Indikatoren zum Geschäftsklima jüngst stabilisiert oder leicht verbessert. Beispielsweise ist der ifo Geschäftsklimaindex für die deutsche Wirtschaft im Dezember den zweiten Monat in Folge angestiegen. Positiv zu verbuchen war dabei, dass die Unternehmen wieder optimistischere Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung äusserten. Alles in allem lassen die Vorlaufindikatoren für die kommenden drei bis sechs Monate in Deutschland ein im historischen Vergleich sogar noch leicht überdurchschnittliches Investitionswachstum erwarten. Auch bleibt die Stimmungslage der deutschen Konsumenten noch gut und wird getragen vom anhaltenden Aufschwung des deutschen Arbeitsmarktes. In den Vereinigten Staaten hat sich das

Geschäftsklima im Dezember den dritten Monat in Folge verbessert. Zudem haben die Entspannung am Arbeitsmarkt - im Dezember wurden 200'000 neue Stellen geschaffen, während die Arbeitslosenquote von 8.7 auf 8.5 Prozent sank - sowie fallende Inflationsraten im Dezember zu einer verbesserten Konsumentenstimmung beigetragen. Das dürfte ein moderates Konsumwachstum in den kommenden Monaten unterstützen. Allerdings werden auch die Vereinigten Staaten nicht umhinkommen, ihre Schuldensituation zu verbessern und müssen wohl nach den Präsidentschaftswahlen mit Sparen und Steuererhöhungen beginnen. Spätestens dann dürfte sich das Land rezessionären Tendenzen nicht mehr entziehen können.



Die Grafik zeigt das Konsumwachstum in der Eurozone sowie einen Vorlaufindikator, der dieses mittels der Konsumentenstimmung, der Lage am Arbeitsmarkt und den Einzelhandelsumsätzen abzubilden versucht. Die Grafik zeigt standardisierte Werte. D. h. eine Zahl über Null impliziert ein im historischen Vergleich überdurchschnittliches Wachstum und umgekehrt. Es ist ersichtlich, dass das Konsumwachstum in der Eurozone bereits unterdurchschnittlich ausfällt und sich möglicherweise weiter verlangsamt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Im Gegensatz zu den positiven Entwicklungen in Deutschland verschlechterte sich die Unternehmensstimmung in vielen anderen Ländern der Eurozone, was auf eine abnehmende Investitionstätigkeit hindeutet. Auch dürfte die überaus pessimistische Haltung der Konsumenten in der Eurozone den Konsum in den kommenden Monaten belasten. Von Seiten des Arbeitsmarktes ist zudem keine Unterstützung zu erwarten. So verharrte die Arbeitslosenquote in der Eurozone im Dezember auf 10.3 Prozent und damit auf dem höchsten Stand seit Juni 1998. Vor diesem Hintergrund ist in der Eurozone eine spürbare Wachstumsverlangsamung zu erwarten, wobei die negative Tendenz durch die an vielen Orten bereits eingeläuteten fiskalischen Konsolidierungsmassnahmen noch verschärft wird.

Ebenfalls düsterer ist das Bild in der Schweiz, wo die Unternehmen eine deutliche Verschlechterung des Geschäftsganges vermelden. Aller Wahrscheinlichkeit nach ist die Schweiz bereits im letzten Quartal in die Rezession gefallen. Zudem haben sich die deflationären Tendenzen im Dezember weiter verschärft. Die Konsumentenpreise fielen gegenüber dem Vorjahr insgesamt um 0.7 Prozent, wobei der Preisrückgang der importierten Güter sogar 3.3 Prozent betrug. Im Zuge der anhaltenden Frankenstärke dürfte sich diese Entwicklung in den kommenden Monaten akzentuieren.

# Leserfragen

## Was wir in diesem Monat häufig gefragt wurden

### Leserfragen:

In dieser Rubrik greifen wir Fragen zu Wirtschaft, Finanzmärkten und Anlagepolitik auf, die unsere Kunden und Mitarbeiter zur Zeit am meisten beschäftigen.

### Haben auch Sie eine Frage?

Senden Sie uns doch eine E-Mail an [finanz@bankthawil.ch](mailto:finanz@bankthawil.ch) oder rufen Sie uns an unter Telefon 044 723 88 88.

### Welche Implikationen hätten steigende Zinsen auf die Obligationenmärkte?

Die Gesamrendite im Obligationenmarkt hängt von zwei Renditequellen ab: Den Coupon-Zahlungen und den Preisschwankungen von am Sekundärmarkt gehandelten Anleihen. Wenn nun die Zinsen steigen, hat dies folgende Effekte auf den Obligationenmarkt: Neu emittierte Papiere müssen höher verzinst werden bzw. einen höheren Coupon abwerfen. Das führt dazu, dass noch ausstehende Papiere vergleichsweise an Attraktivität verlieren, da sie noch über tiefere Couponzahlungen verfügen. Dieser Effekt ist umso stärker, je länger die Laufzeit der ausstehenden Obligation ist. Das führt dazu, dass diese Obligationen auf dem Sekundärmarkt einem Preisabschlag ausgesetzt sind. Die Beziehung zwischen Zins und Preis ist damit invers.

Steigende Zinsen bedeuten also, dass die Gesamterträge auf langlaufenden Papieren sinken. Die letzten zwei Dekaden waren von stetig fallenden Renditen auf Obligationenanlagen geprägt. In einem solchen Umfeld konnten Obligationenanleger ihre Erträge einfach steigern, indem sie die Laufzeit ihrer Obligationenbestände ausweiteten und von den entsprechenden Bewertungsgewinnen profitieren. Mittlerweile sind die Renditen in vielen Märkten jedoch auf historischen Tiefstständen angelangt. Beispielsweise rentieren zehnjährige Eidgenossen gerade mal noch mit 0.7 Prozent. Die natürliche Untergrenze von Null ist damit nicht mehr weit entfernt und das Potential von zusätzlichen Bewertungsgewinnen durch weiter fallende Renditen ist also bald erschöpft. Angesichts derart begrenzter Ertragschancen dürfte sich die Inkaufnahme hoher Laufzeitenrisiken nach Kosten und Steuern kaum mehr lohnen.

### Wie kann die Schweizerische Nationalbank (SNB) Geld schöpfen?

Zum Zweck der Sicherstellung der Geldwertstabilität, kann die SNB die Geldmenge ausweiten oder einschränken. Unter Geldwertstabilität versteht die SNB eine durchschnittliche Jahresinflation von 2 Prozent. Die SNB versucht die Inflation über mehrere indirekte Kanäle, sogenannte Transmissionskanäle, zu beeinflussen. Als zentrales Steuerungsinstrument stützt sie sich dabei auf «Repurchase Agreements» oder «Repos». Das ist eine Form eines besicherten und zeitlich beschränkten Darlehens in dessen Rahmen eine Bank von der SNB Liquidität erhält und im Gegenzug bei der SNB Wertpapiere hinterlegt. Die Bank, die Liquidität bezieht, zahlt dafür einen Zins, den sogenannten «Repo-Satz». Indem sie den Repo-Satz anpasst, kann die SNB die Menge der nachgefragten Liquidität im Bankensystem steuern. Diese wirkt sich wiederum auf die Zinsen aus, zu denen sich die Banken gegenseitig Geld leihen oder zu denen sie bereit sind, Kredite an Firmen oder Private zu vergeben.

Wie sich die Geldpolitik schlussendlich auf die Realwirtschaft auswirkt, hängt vom Funktionieren und den Wechselwirkungen dieser Transmissionskanäle ab, und ist zum Zeitpunkt der Umsetzung schwer abschätzbar, da sich diese Massnahmen erst mit einer Verzögerung von zwei bis drei Jahren auswirken. Wenn die Nationalbank z.B. beschliesst, die Investitionstätigkeit in einer sich verlangsamenden Wirtschaft zu stützen, indem sie die Banken mittels niedriger Repo-Sätze zur Kreditschöpfung anregt, könnte es passieren, dass die Firmen der Realwirtschaft gar keine Kredite nachfragen, weil sie ihre Investitionstätigkeit nicht wegen hoher Zinsen sondern aus anderen Gründen, wie z.B. pessimistischerer Zukunftserwartungen, gedrosselt haben.

# Marktüberblick

Aktienmärkte <sup>1</sup>	Historische Renditen (in Prozent)				Kennzahlen			
	-1M	YTD	-1J	-5J	Preistrend <sup>2</sup>	10-Jahres-KGV <sup>3</sup>	KGV <sup>4</sup>	Dividendenrendite (%)
<b>Entwickelte Märkte</b>								
Schweiz	7.6	4.4	-3.2	-23.4	5.3	15.7	13.4	3.3
Eurozone	11.0	5.7	-12.6	-28.5	-1.9	10.9	10.0	3.3
USA	9.4	4.8	4.7	3.3	4.7	18.3	10.2	2.1
UK	7.0	3.0	-0.3	10.1	2.7	14.7	13.4	3.3
Japan	3.5	1.6	-20.5	-53.7	-6.1	13.9	14.5	2.5
<b>Aufstrebende Märkte</b>								
Asien	8.9	5.9	-10.3	30.5	-2.2	17.2	11.3	
Lateinamerika	8.2	5.2	-4.8	44.6	4.9	18.2	5.4	
Europa	9.0	7.2	-13.2	-15.3	-3.8	9.2	11.1	
<b>Obligationenmärkte<sup>5</sup></b>					Zinsen/Renditen (%)			
	-1M	YTD	-1J	-5J	3M-Libor	2J	5J	10J
Schweiz	0.2	0.0	7.9	24.7	0.1	0.1	0.2	0.7
Deutschland	0.0	-0.2	10.3	36.1	1.1	0.2	0.8	1.8
USA	0.1	0.1	7.8	38.3	0.6	0.2	0.9	2.0
UK	0.4	-0.1	19.1	49.0	1.1	0.4	1.1	2.0
Japan	0.1	0.0	3.3	12.3	0.2	0.2	0.4	0.9
<b>Rohstoffe<sup>6</sup></b>	-1M	YTD	-1J	-5J	Preistrend <sup>7</sup>	Rollrenditen <sup>8</sup>	USD-Realzins <sup>9</sup>	
Gold	4.0	5.2	20.7	162.1	0.9	-0.6	0.0	
Rohöl WTI	7.1	1.3	10.5	93.5	5.5	-0.1	0.0	
<b>Immobilienmärkte<sup>10</sup></b>	-1M	YTD	-1J	-5J				
Schweiz	3.4	1.6	4.7	34.6				
Eurozone	9.8	3.4	-8.0	-45.0				
USA	7.1	2.4	12.9	-11.6				
UK	10.8	6.3	-3.0	-56.1				
Japan	1.3	2.7	-27.3	-58.5				
<b>Währungen</b>					Überbewertung (%) <sup>11</sup>			
Handelsgewichtet	-1M	YTD	-1J	-5J				
CHF	0.6	0.5	5.8	32.3	7.0			
EUR	-1.2	-0.6	-4.3	-4.0	-1.9			
USD	-0.7	-0.4	0.2	-14.9	4.6			
GBP	-0.5	-0.2	-0.4	-24.4	-7.9			
JPY	1.3	0.4	8.2	57.5	6.7			
<b>Wechselkurse</b>					Gleichgewicht <sup>12</sup>	Abweichung vom Gleichgewicht (%)	Zinsdifferenz <sup>13</sup>	Inflationsdifferenz <sup>14</sup>
	19.01.2012	-1M	YTD	-1J				
EURCHF	1.21	-0.9	-0.5	-6.7	1.35	10.3	-1.1	-3.4
USDCHF	0.94	0.2	-0.3	-2.1	0.94	0.6	-0.5	-3.7
GBPCHF	1.45	-0.4	-0.3	-5.5	1.72	15.8	-1.0	-4.9
EURUSD	1.29	-1.0	-0.7	-4.5	1.36	5.1	-0.6	0.3

Quellen: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Legende: Alle Zahlen per 19.01.2012

## Erläuterungen:

<sup>1</sup> Gesamttrendite in Lokalwährung (entwickelte Märkte) und US-Dollar (aufstrebende Märkte).

<sup>2</sup> Abweichung des aktuellen Kurses vom 200-Tagesschnitt in Prozent.

<sup>3</sup> Kurs-Gewinn-Verhältnis basierend

auf den Durchschnittsgewinnen der letzten 10 Jahre.

<sup>4</sup> Aktuelles Kurs-Gewinn-Verhältnis basierend auf den Durchschnittsgewinnen der letzten 12 Monate.

<sup>5</sup> Gesamttrendite des Staatsanleihenmarktes in Lokalwährung (alle Laufzeiten).

<sup>6</sup> Rendite in US-Dollar.

<sup>7</sup> Abweichung des aktuellen Kurses vom 200-Tagesschnitt in Prozent.

<sup>8</sup> Rollrendite über die letzten 3 Monate.

<sup>9</sup> Realzins abgeleitet aus den Renditen 10-jähriger inflationsgeschützter US-Staatsanleihen (TIPS).

<sup>10</sup> Gesamttrendite in Lokalwährung.

<sup>11</sup> Handelsgewichtete Abweichung vom Gleichgewichtskurs (Kaufkraftparität) in Prozent.

<sup>12</sup> Die Gleichgewichtskurse werden mittels Kaufkraftparitäten geschätzt.

<sup>13</sup> Differenz in Prozentpunkten zwischen den 3-Monats-Liborsätzen

(Subtraktion des Wertes des erstgenannten Währungsraumes von jenem des zweitgenannten Währungsraumes).

<sup>14</sup> Differenz in Prozentpunkten zwischen den Konsumentenpreis-inflationsraten (Subtraktion des Wertes des erstgenannten Währungsraumes von jenem des zweitgenannten Währungsraumes).

Der nächste **kompass** erscheint am 24.02.2012.

Bestellen Sie Ihren **kompass** in digitaler Form unter [www.bankthalwil.ch](http://www.bankthalwil.ch)

**Konto**

Zahlungsverkehr  
Karten  
Schrankfächer  
E-Banking

**Anlagen**

Anlageberatung  
Vermögensverwaltung  
Depotführung

**Finanzierungen**

Hypotheken  
Baukredite  
Betriebskredite  
Darlehen

**Vorsorge**

Säule 3a  
Freizügigkeitskonto

8134 Adliswil  
Albisstrasse 15  
Telefon 044 712 60 30  
Telefax 044 712 60 39

8802 Kilchberg  
Bahnhofstrasse 7  
Telefon 044 716 50 50  
Telefax 044 716 50 59

8135 Langnau  
Neue Dorfstrasse 20  
Telefon 044 713 22 24  
Telefax 044 713 22 25

**Öffnungszeiten**

Montag  
08.00–12.00 Uhr  
13.30–18.00 Uhr  
Dienstag–Freitag  
08.00–12.00 Uhr  
13.30–17.00 Uhr

**Bank Thalwil**

**Genossenschaft**

8800 Thalwil  
Gotthardstrasse 14  
Telefon 044 723 88 88  
Telefax 044 723 88 00

[www.bankthalwil.ch](http://www.bankthalwil.ch)