

28. Januar 2016

Anlagekompass

In Kürze

Die Grosswetterlage an den Finanzmärkten hat sich deutlich verschlechtert und die Verkaufswelle an den Aktienmärkten hat in den ersten Wochen 2016 zeitweise schon fast panische Züge angenommen. Die Schuldenprobleme in manchen Schwellenländern und im US-Energiesektor haben die globalen Wachstumssorgen plötzlich wieder aufflackern lassen. Der Konjunktur und den Börsen dürften auch deshalb schwierige Monate bevorstehen, weil die Überzeugung, dass die Notenbank-Interventionen alles wieder ins Lot bringen, allmählich schwindet. Das Fed wird wahrscheinlich die beabsichtigten Zinserhöhungen hinauszögern – eine Kehrtwende ist u.E. aber unwahrscheinlich. Trotz allem haben wir den Eindruck, dass die Lage besser ist als die Stimmung und mit den starken Einbussen an den Börsen kurzfristig schon recht viel Pessimismus eskomptiert wird. Daher würden wir einen geplanten Abbau des Aktienengagements erst im Zuge einer Gegenbewegung ins Auge fassen.

Marktdaten

	Index	Stand	Veränderung seit		Markt-
		27.1.16	28.1.15	31.12.15	P/E-16
New York	Dow Jones Ind. Avge	15'944	-7.3%	-8.5%	12.9x
New York	S&P 500	1'883	-6.0%	-7.9%	13.6x
New York	Nasdaq	4'468	-3.7%	-10.8%	14.5x
Europa	Stoxx-50 Euro	3'043	-9.4%	-6.9%	11.8x
Tokio	Nikkei Dow Jones	17'041	-4.2%	-10.5%	14.9x
Schweiz	Swiss Perf. Index	8'595	5.1%	-5.5%	14.5x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	0.18%	-13 bps	-17 bps	
CHF/USD		1.02	12.4%	1.5%	
CHF/EUR		1.11	8.2%	1.6%	

US-Unternehmensanleihen geraten unter die Räder

Aktienmarkt und Prämien von US-Hochrisikoanleihen



Der Markt für Non-Investment-Grade Anleihen, häufig auch als "Junk-Bond-Markt" bezeichnet, reagierte seit jeher sehr sensibel auf eine Verschlechterung des Umfeldes. Starke Renditeanstiegen folgten häufig Börsenkorrekturen und Rezessionen. Begonnen hat der aktuelle Zyklus mit den Korrekturen von Anleihen aus dem Energiesektor, die seit Mitte 2014 einen Renditeanstieg von zehn Prozentpunkten (!) verzeichneten. Von

der plötzlich um sich greifenden Risikoaversion blieben aber auch andere Sektoren und Bonitätssegmente nicht verschont, sodass US-Unternehmen nun gesamthaft mit deutlich höheren Finanzierungskosten konfrontiert sind. Aufgrund der sinkenden Cashflows werden die Zahlungsausfälle zunehmen. Dass die geplatzte Shale-Oil-Blase sich zu einer neuen Finanzkrise entwickelt, glauben wir allerdings nicht.

Anleger im "Risk-off-Modus"

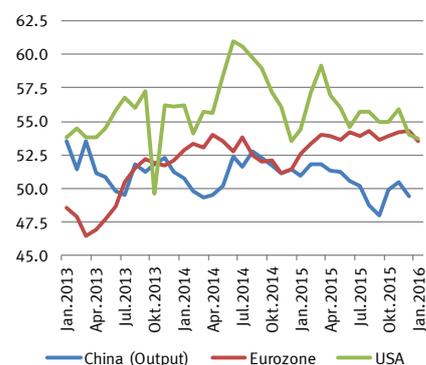
Die globalen Wachstumssorgen haben ihren Ursprung in den Schwellenländern, den USA und dem eingeschränkten Aktionsradius der Notenbanken. In den Schwellenländern, allen voran in China, wurde das Wachstum durch eine starke Kreditexpansion angestachelt, die sich nun als Hemmschuh erweist. Mit den hektischen Interventionen hat die Politik die Glaubwürdigkeit verloren und es ist zu befürchten, dass der Renminbi weiter abgewertet wird, womit der globale deflationäre Druck steigen wird. In den USA wird der tiefe Erdölpreis starke konjunkturelle Spuren hinterlassen. Der Rückgang der Investitionen im Ölsektor trifft das Land zu einem ungünstigen Zeitpunkt, zumal die Lager in der Industrie und im Detailhandel stark gestiegen sind und nun im Zuge einer schwächeren Endnachfrage wahrscheinlich abgebaut werden müssen. Die Fremdfinanzierungskosten haben sich aufgrund der stark gestiegenen Anleiherenditen seit Mitte 2014 verdoppelt und die historisch hohen Gewinne stehen in vielen Sektoren seit Mitte 2015 unter Druck. In der Summe interpretieren wir diese Aspekte als Risiko einer bevorstehenden konjunkturellen Abkühlung. Als dritte Unsicherheitsquelle identifizieren wir den eingeschränkten Aktionsradius der Notenbanken, die in den letzten Jahren jeweils mit Zinssenkungen und QE-Programmen auf den Plan traten, um sich gegen systemische und konjunkturelle Risiken zu stemmen. Diese Haltung werden sie zwar nicht aufgeben, aufgrund der ernüchternden Resultate sind aber immer grössere Kreise davon überzeugt, dass die QE-Programme gescheitert sind und zu volkswirtschaftlich schädlichen Kapitalfehlallokationen geführt haben. Trotz dieser Unsicherheiten würden wir vorerst an der leicht übergewichteten Aktienquote festhalten, zumal nach den unerwartet starken Kursverlusten mit einer Gegenbewegung zu rechnen ist. US-Unternehmensanleihen haben nach dem starken Renditeanstieg an Attraktivität gewonnen. Ein entsprechendes Engagement sollte u.E. über einen breit diversifizierten und währungs-gesicherten Fonds erfolgen. (ubr)

Wachstumsängste

Die Angst vor einer globalen Konjunkturschwäche oder gar einer Rezession hat deutlich zugenommen, auch wenn die Daten noch nicht zwingend darauf hinweisen. Die Einkaufsmanager-Indizes in Europa sind zwar leicht zurückgegangen, liegen aber noch immer in einem Bereich, der mit einer jährlichen Wachstumsrate von 1.5%-2% korrespondiert. In den USA ist der vergleichbare Index zum Jahresauftakt sogar gestiegen, auch wenn der optische Trend noch immer eine nachlassende Wachstumsdynamik signalisiert. Dies mag daran liegen, dass im US-Energiesektor, insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen Energiepreise, ein gewisser Korrekturbedarf besteht. Die Schwäche in einem Sektor

sollte aber keine gesunde Wirtschaft ins Wanken bringen. Angst macht vor allem China und dessen reduzierter Rohstoffverbrauch, der die dortige Wachstumschwäche in die übrigen, rohstoffexportierenden Emerging Markets exportiert. Von dort, und hier fängt unser Problem an, gibt es keinen direkten Transmissionsmechanismus auf die USA oder Europa. Es wäre in der logischen Konsequenz ja auch sehr seltsam, wenn die grössten Wirtschaftsmächte in ihrem Glück vom Konsum der schwächeren Staaten abhängig wären. Von daher bleiben wir vorerst dabei, dass die aktuellen Wachstumsorgen zwar ernst zu nehmen sind, aber auf keinen Fall einen Grund zur Panik liefern.

Composite PMI's



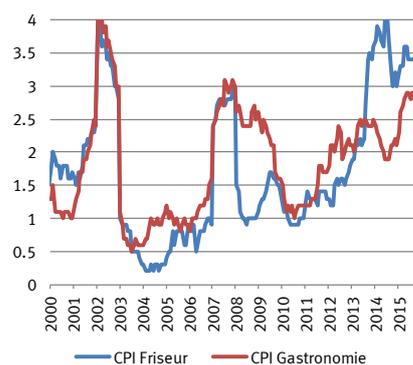
- Die PMI's der drei grossen Wirtschaftsblöcke starten zwar leicht gedämpft ins neue Jahr, geben aber keinen Anlass zur Panik.

Inflationssorgen / Deflationsängste

Die bereits erwähnte Wachstumsschwäche in China führt dazu, dass weniger in China investiert wird. Das betrifft sowohl Direkt- wie Finanzinvestitionen, wobei letztere auch durch sinkende Zinsdifferenzen und die neue Volatilität der Währung an Attraktivität einbüßen. Mit dem Mittelabfluss verliert die chinesische Währung an Wert. Die Angst geht um, dass die Abwertung ausser Kontrolle gerät und dies zu Preisdruck in den entwickelten Volkswirtschaften führt, weil Importe aus China merklich billiger würden. Zu hinterfragen ist, ob der Abwertungsdruck wirklich so stark wird und was der Preisdruck tatsächlich für die Inflation bedeutet. Zum ersten Punkt ist anzumerken, dass mit einer schwäche-

ren Währung meist ein wachsender Handelsüberschuss verbunden ist, der den Finanzströmen entgegensteht. Zudem ist es unwahrscheinlich, dass China ein Interesse an einer unkontrollierten Abwertung hat, weil die USD-Verschuldung der eigenen Betriebe dann untragbar werden könnte. Zum zweiten Punkt ist anzumerken, dass Inflation/Deflation sich auf das Preisniveau bezieht und nicht auf die Verschiebung der relativen Preise. Insofern kann man fast zynisch hoffen, dass der deutsche Konsument auf chinesischen Gütern genug spart, um die steigenden Kosten für den Restaurantbesuch, schlimmer noch den Friseur oder allgemein lokale Dienstleistungen, aufbringen zu können.

Inflationentwicklung in Deutschland



- Energie und Importgüter mögen die Inflationsrate drücken, ein angemessenes Bild der wirtschaftlichen Lage und möglicher kollektiver Konsumzurückhaltung gibt sie aber nicht.

Währungen

Wie gross kann die Angst an den Märkten sein, wenn der Franken nicht deutlich zulegt? Dies, zumal die EZB in der vergangenen Sitzung deutlich zu erkennen gegeben hat, dass sie im März durchaus bereit ist, ihr QE-Programm auszudehnen. So sehr die Angst vor weiteren geldpolitischen Lockerungen der EZB und deren Auswirkungen auf die SNB und den Franken die Märkte im Dezember noch in Atem gehalten hatte, so stark wurden sie im Januar ignoriert. Auch wenn es immer möglich ist, dass die Frankenkurse durch die SNB beeinflusst werden, so ist die näherliegende Vermutung, dass der Markt der EZB nach der Enttäuschung im Dezember nicht mehr soviel zutraut. Der Kursverlauf in den Tagen nach der EZB-Sitzung könnte

sogar nahe legen, dass gar keine Panik herrscht und nach der Kurskorrektur zu Jahresbeginn durchaus Chancen in ausländischen Märkten gesehen werden. Dies trifft teilweise sogar für uns zu. So erachten wir die Risikoprämien bei US-Unternehmensanleihen mittlerweile als dem Risiko angemessen und sind bereit, hier Positionen aufzubauen. Allerdings nur auf währungsgesicherter Basis, sodass dies den Franken nicht schwächen würde. Ausserdem sind wir für riskantere Anlageklassen langfristig weniger optimistisch, sodass wir weiterhin nicht unbedingt davon ausgehen, dass Geld in grossem Stil den sicheren Hafen Schweiz verlässt. Wir sehen in der aktuellen Kursentwicklung daher noch nicht den Beginn eines Trends. (tk)

Euro/Schweizer Franken-Wechselkurs



- Seit dem Januar vergangenen Jahres hat der Schweizer Franken die Hälfte des Kurssturzes zum Euro wettgemacht. Einen nachhaltig schwächeren Schweizer Franken erwarten wir trotz des Anstiegs über 1.10 nicht.

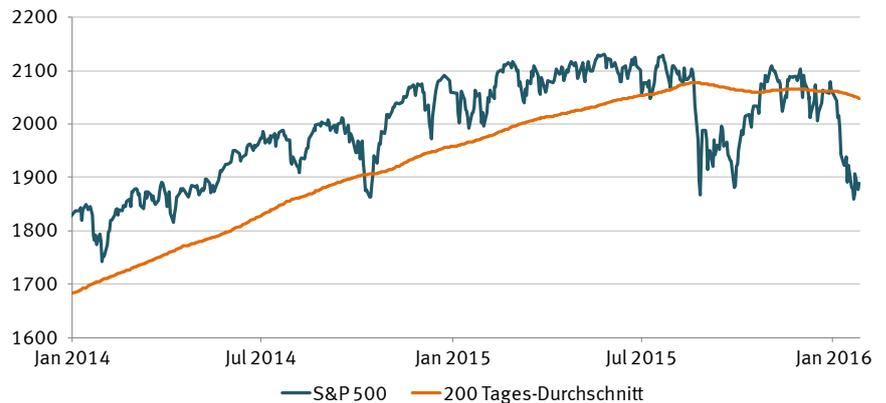
Hoffnung auf Gegenbewegung

Die plötzlich aufflackernden Wachstumssorgen und das steigende Deflationsrisiko haben die Stimmung stark belastet und an den Börsen zum schlechtesten Jahresstart seit Beginn der Aufzeichnungen geführt. Nach solchen Einbrüchen wird häufig die Markttechnik zu Rate gezogen, nur liefert diese leider selten klare Signale. Einigermassen gut abgestützt ist die Feststellung, dass sich die Märkte seit Mitte 2015 in einem Abwärtstrend befinden. Gut sichtbar ist dies etwa im Verlauf der US-Mid & Small-Caps oder des Dow Jones-Transportation Index, der i.d.R. einen Vorlauf gegenüber dem Dow Jones aufweist. Die einschlägigen US-Indizes wie der S&P 500 und der Dow Jones sind mit dem Erreichen der Tiefststände von August 2015 an einem kritischen Punkt angelangt. Sollten diese Marken unterschritten werden, dürfte der Druck nochmals zunehmen; umgekehrt kann ein erfolgreicher Test dieses Widerstandes als positives Zeichen gewertet werden. Gemeinsames Merkmal der meisten Indizes ist, dass sie mittlerweile recht deutlich unter die 200-Tageslinien gefallen sind, womit die Hoffnungen auf eine Gegenreaktion wachsen.

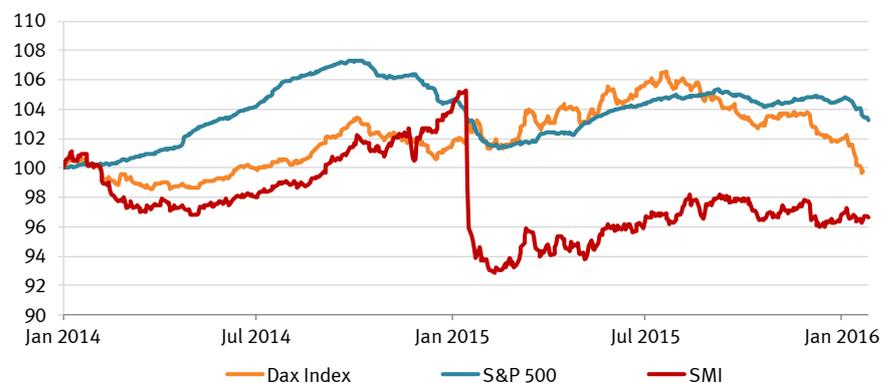
Stimmung schlechter als die Lage

Die Aktienlagen bloss auf Linien auszurichten, ist zugegebenermassen nicht jedermanns Sache. In der fundamentalen Optik kann festgestellt werden, dass die konjunkturelle Lage in den wichtigen Regionen besser ist als die Stimmung an den Finanzmärkten. Dies gilt insbesondere für Europa, wo die jüngsten Daten für eine Fortsetzung des Aufschwungs sprechen. Als sehr offene Volkswirtschaften werden sie allerdings einen stärkeren Gegenwind aus den aufstrebenden Märkten zu spüren bekommen. In den USA hat sich die Dynamik im 4. Quartal zwar abgeschwächt, rezessive Tendenzen sind aber nicht auszumachen. Der Einbruch des Ölpreises wird in den USA jedoch Bremsspuren hinterlassen. Die Investitionen im Bereich der Öl/Gas-Exploration und Produktion dürften 2016 gemäss Moody's nochmals um 20-30% gekürzt werden. Weil der Sektor knapp 15% der privaten Investitionen ausmacht, wird auf Ebene des BIP ein direkter negativer Effekt von gegen 0.5% resultieren. Gegenwind droht auch vom US-Lageraufbau, der in den letzten drei Jahren sowohl in der produzierenden Industrie als auch im Handel stattgefunden hat. Eine schwächere Endnachfrage würde die Anbieter zu einem Lagerab-

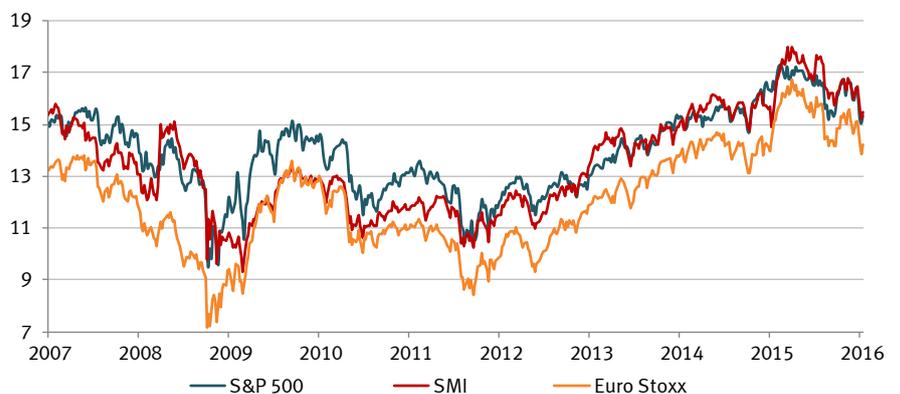
S&P 500 und gleitender 200-Tages-Durchschnitt



Gewinnentwicklung (Indexiert)



Kurs/Gewinn-Verhältnisse



bau bewegen, was die Abkühlung auf Stufe BIP wahrscheinlich akzentuieren würde. Überdies haben sich die Kapitalkosten aufgrund der stark gestiegen Anleiherenditen seit Mitte 2014 verdoppelt und die historisch hohen Gewinne stehen in vielen Sektoren seit Mitte 2015 unter Druck. In der Summe interpretieren wir diese Aspekte als Risiko für einen konjunkturellen Dämpfer. Vor diesem Hintergrund darf es nicht überraschen, dass sich die Unternehmen im Zuge der Publikation der Ergebnisse für 2015 eher zurückhaltend zu den diesjährigen Perspektiven äussern. Praktisch alle

Märkte weisen tiefere Bewertungen auf. Dabei ist daran zu erinnern, dass die Analystengilde die Gewinne häufig (erst) nach Kurseinbrüchen nach unten revidiert und die Kurs/Gewinnverhältnisse bei stabilen Kursen demzufolge wieder etwas steigen könnten. Der US-Markt befindet sich seit Mitte 2015 in einer Gewinnrezession. Auch aufgrund der historisch immer noch hohen Gewinnmargen und der vergleichsweise hohen Bewertungen attestieren wir dem US-Markt nach wie vor weniger Potenzial als den europäischen Märkten und der japanischen Börse. (ubr)

Übersicht

Neu attestieren wir im Anleiensegment den USD-Unternehmensobligationen ein besseres Potenzial.

Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance	Beurteilung				Perform. %				Obligationen					Wechselkurs				
	alt		neu		1 Mo	12 Mo	alt		neu		Laufzeiten Jahre			gegen CHF				
	alt	neu	1 Mo	12 Mo	alt	neu	0-3	3-5	5-10	alt	neu							
Europa Euro (Stoxx-50)	++	++	-7	-9	EUR	0/-	0/-	0	0	-	0	0				0	0	
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	-4	-12	GBP	-	-	0	-	-	0	0				0	0	
USA (S&P 500)	-	-	-8	-6	USD	0/-	0/-	0/-	0/-	0	-	-				-	-	
Japan (Nikkei 225)	+	+	-10	-4	JPY	-	-	0	-	-	0	0				0	0	
Schweiz (SPI)	0	0	-5	5	CHF	-	-	-	0/-	0/-								
Emerging Markets	-	-	-10	-23														
MSCI World (lok. W.)	0	0	-8	-9														

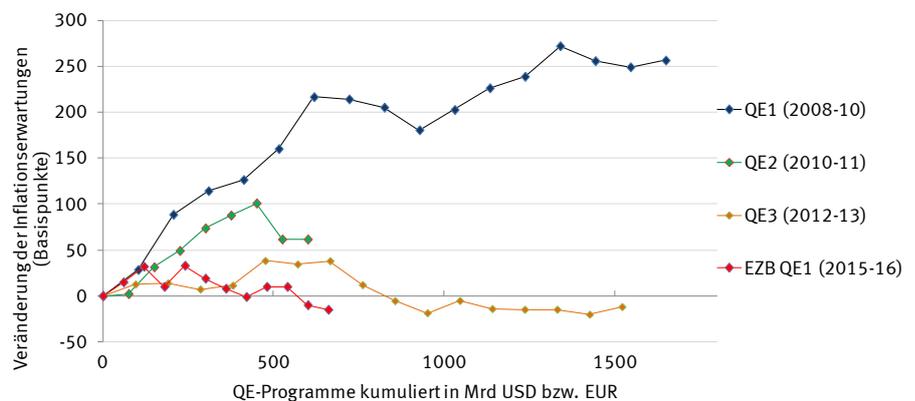
Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	+	+	-9	-27
Grundstoffe	0	0	-12	-26
Investitionsgüter	-	-	-8	-10
Zyklischer Konsum	0	0	-8	-3
Nichtzykl. Konsum	0	0	-3	-1
Gesundheitswesen	+	+	-7	-5
Finanzwerte	-	-	-12	-13
Technologie	+	+	-10	-3
Telekommunikation	-	-	-2	-4
Versorger	-	-	-1	-12

Ernüchternde Bilanz der QE-Programme

Oberste Priorität der von den Notenbanken lancierten Kaufprogramme, die im Anschluss der Finanzkrise lanciert wurden, hatte die Bekämpfung der deflationären Tendenzen. Da das Arsenal der konventionellen Instrumente aufgrund der sehr tiefen Leitzinsen ausgeschöpft war, wurden mit den Assetkäufen die normalerweise vom Markt bestimmten langfristigen Renditen auf tiefem Niveau verankert, um die Schuldner zu entlasten und die Investitions- sowie Konsumnachfrage anzukurbeln. Dies sollte zu höheren Inflationsraten führen. Nimmt man die längerfristigen Inflationserwartungen – die aus den inflationsgeschützten Anleihen abgeleitet werden können – als Massstab, fällt die Bilanz ernüchternd aus. Nachdem das erste QE-Programm (2008-10), das Käufe von Hypotheken besicherten Wertpapieren (MBS) und Staatsanleihen im Umfang von USD 1.7 Bio umfasste, tatsächlich zu einem deutlichen Anstieg der Inflationserwartungen (+2.5 Prozentpunkte) geführt hatte, blieben die anschliessenden Programme praktisch wirkungslos. Besonders kläglich scheiterte das letzte und hochdotierte QE3 und auch das von der EZB lancierte Programm droht ange-

QE-Programme und Inflationserwartungen



sichts der bisherigen Resultate zu misslingen. Feststeht, dass die neu geschaffene Liquidität von den Banken mangels Nachfrage nicht für die Kreditvergabe verwendet wurde und somit nur zu einem bescheiden Teil in die Realwirtschaft geflossen ist. Vielmehr wurden die Assetpreise nach oben bewegt und die kapitalgedeckten Vorsorgesysteme unter Druck gesetzt. Der Zins hat seine Lenkungsfunction weitgehend verloren und mit dem billigen Geld werden Investitionen angeschoben, die unter normalen Bedingungen nicht getätigt worden

wären. Ein Beispiel aus der jüngsten Vergangenheit ist der Schieferöl-Boom in den USA, der ohne die billigen Kredite nie so stark gewachsen wäre. Die Notenbanken wollen nicht wahrhaben, dass hinter den tiefen Inflationsraten vor allem strukturelle Gründe stecken, wie etwa das in Europa demografisch bedingte stagnierende Bevölkerungswachstum oder die globale Arbeitsteilung. Eines Tages werden die Notenbank die verfehlte Politik korrigieren müssen. Der Weg zurück zur Normalität wird allerdings beschwerlich sein. (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, 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 R&B nicht verbindlich. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit übernimmt R&B keine Garantie oder Haftung. Hinweise auf die vergangene Performance bilden keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.