

29. Oktober 2015

# Anlagekompass

## In Kürze

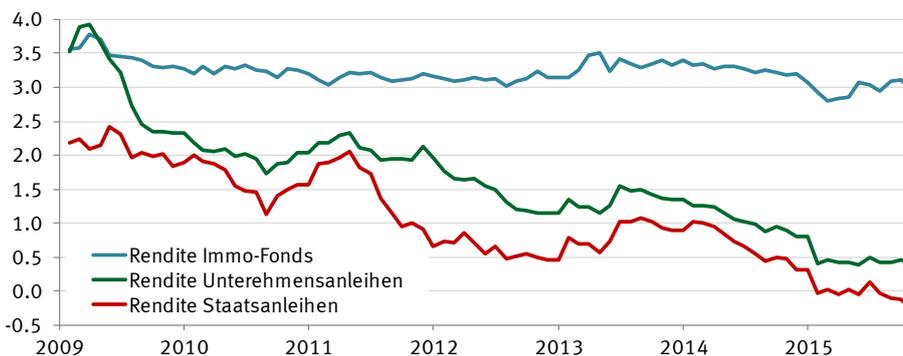
Wir gehen neu davon aus, dass die US-Notenbank - auch aufgrund der befürchteten globalen Rückkoppelungen - den Mut nicht aufbringen wird, die Leitzinsen noch im laufenden Jahr zu erhöhen. Auch die von der EZB angedeutete mögliche Ausweitung des QE-Programms sprechen für weiterhin sehr tiefe Zinsen an den Geld- und Kapitalmärkten. Den Börsen attestieren wir aber auch aufgrund der nachlassenden Ängste vor einer harten Landung Chinas weiteres Potenzial und würden die Aktienquote wieder übergewichten. Euphorie ist aber nicht angesagt, denn der Zyklus ist v.a. in den USA weit fortgeschritten und das Dilemma des Fed wird im Fokus bleiben. Nachdem die EZB mit der schon fast in Aussicht gestellten QE-Ausweitung den EUR geschwächt hat, rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung der EUR/USD-Relation. Falls die EZB ihren Worten Taten folgen lässt, wird die SNB vermutlich unter Zugzwang geraten, um eine CHF-Aufwertung zu verhindern.

## Marktdaten

	Index	Stand 28.10.15	Veränderung seit		Markt- P/E-16
			29.10.14	31.12.14	
New York	Dow Jones Ind. Avge	17'780	4.3%	-0.2%	15.1x
New York	S&P 500	2'090	5.5%	1.5%	16.0x
New York	Nasdaq	5'096	13.4%	7.6%	17.4x
Europa	Stoxx-50 Euro	3'421	13.2%	8.7%	14.0x
Tokio	Nikkei Dow Jones	18'936	21.7%	8.5%	16.5x
Schweiz	Swiss Perf. Index	9'126	7.1%	3.0%	16.6x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	0.16%	-66 bps	-41 bps	
CHF/USD		0.99	4.1%	0.0%	
CHF/EUR		1.09	-9.9%	-9.6%	

## Immobilienfonds mit attraktivem Renditepolster

### Immobilienfonds, Unternehmens- und Staatsanleihen im Renditevergleich



Dass Schweizer Immobilienfonds im laufenden Jahr den generell sinkenden Renditetrend nicht nachvollzogen haben, ist den gestiegenen Preisrisiken auf den Immobilienmärkten zuzuschreiben. Nachdem die Renditedifferenz zu Schweizer Unternehmensanleihen auf mittlerweile 2.7 Prozentpunkte anstieg, glauben wir aber, dass das Renditepolster nun doch attraktiv ist. Die Prämien zu den Net Asset Values sind im Durchschnitt seit den Höchstständen zu Be-

ginn des Jahres um gut zehn Prozentpunkte gesunken. Die aktuelle Prämie von knapp 30% liegt zwar immer noch über dem langfristigen Mittelwert, sie wird aber unterstützt durch das vermutlich noch für längere Zeit generell tiefe Zinsniveau. Einen gewissen Schutz gegen ansteigende Leerstandsquoten bieten jene Fonds, die einen hohen Anteil im preisresistenten Bereich der Wohnimmobilien aufweisen und keine grossen Bauprojekte in der Pipeline haben.

## Erwartungen, Positionierung

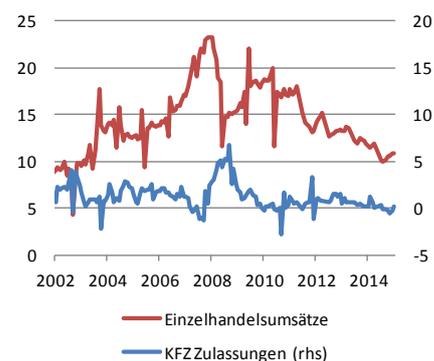
Die Konjunkturdaten sind in den wichtigen Regionen ermutigender ausgefallen: In Europa registriert nun auch Frankreich einen stärkeren Auftrieb und die Erholung in den Peripherieländern setzt sich fort. In den USA ist die Abschwächung im Industriesektor zum Stillstand gekommen. Die Lage in China wird seit der Veröffentlichung der jüngsten Wachstumszahlen, den monetären Interventionen sowie den Hinweisen auf die robuste Entwicklung in den Dienstleistungssektoren weniger pessimistisch eingeschätzt. Die in den letzten Monaten nach unten gerichteten Inflationserwartungen waren wahrscheinlich ausschlaggebend für den Nullentscheid der US-Notenbank und die in Aussicht gestellte Ausweitung des QE-Programms durch die EZB. Mit der Thematisierung des QE-Ausbaus oder der Akzentuierung des Negativzinsregimes bei den Einlagesätzen hat sich der EUR abgeschwächt, was wahrscheinlich die unmittelbare Absicht der EZB gewesen war. Deshalb könnte die EZB die Märkte durchaus wieder auf den Status Quo einstimmen. Auf der anderen Seite des Atlantiks dürfte die US-Notenbank den Zinserhöhungsentscheid in Anbetracht des starken USD weiter hinauszögern; so dürfte der US-Zinsentscheid u.E. erst im Jahre 2016 umgesetzt werden. Obligationen bleiben mit Blick auf das sehr tiefe Renditeniveau unattraktiv, auch wenn wir die Total-Return-Prognosen weniger negativ einschätzen. Aufgrund des anhaltenden Rückenwinds der tiefen Zinsen und der leichten Verbesserung der globalen Konjunkturdaten gehen wir von einer weiteren Erholung an den Aktienmärkten aus. Dafür spricht auch das saisonale Muster, welches für die Perioden November bis April mit hoher Regelmässigkeit jeweils wesentlich bessere Returns in Aussicht stellt als für die Sommer- und Herbstmonate. Umsetzen würden wir die Aufstockung der Aktienquote primär mit der stärkeren Gewichtung europäischer Aktien. Für die klare Bevorzugung Europas gegenüber den USA sprechen die Bewertungsunterschiede, die erwartete Gewinnentwicklung und die stark divergierenden geldpolitischen Rahmenbedingungen. (ubr)

## Konjunktur

Normalerweise können wir an dieser Stelle auf die Teilauswertung der Einkaufsmanagerindizes aus China, Europa und den USA zurückgreifen, um uns ein Bild über die globale Wirtschaftslage zu machen. Dies wird in Zukunft nicht mehr möglich sein, da es den sogenannten Flash-PMI für China nicht mehr gibt. Für die USA und Europa besteht er fort und wurde im Oktober durchaus positiv aufgenommen. Auch für China sind die Märkte überraschend positiv. Grund sind steigende Wachstumsraten des Einzelhandels und leicht anziehende Auto-Absatzzahlen. Dies, gepaart mit der Erkenntnis, dass auch in China der Konsum zu knapp 60% zum Wachstum beiträgt, überwiegt aktuell die Befürchtun-

gen, welche durch das sinkende Auftrags-/Lagerverhältnis im September geweckt wurden. Finale Daten werden hier am 2. November Aufschluss geben. Neben dem globalen Wachstum, das in den USA und Europa Arbeitsplätze zu schaffen scheint, sind für die Schweiz aber auch lokale Faktoren entscheidend. Hier in erster Linie der mittlerweile abgemilderte Frankenschock aus dem Januar. Der Presse ist zu entnehmen, dass dieser zunehmend Arbeitsplätze in der Industrie kostet und in naher Zukunft kosten wird. Noch ist die Forderung von Gegenmassnahmen sicher verfrüht, aber es wird spannend werden, wie diese aussehen, wenn die Geldpolitik unfähig und die Fiskalpolitik unwillig ist.

### Konsumnachfrage China



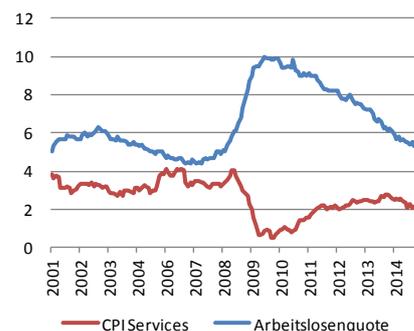
- Leichte Erholungstendenzen im Konsum und bei den Zulassungszahlen/Verkäufen von Automobilen lassen für China einen gewissen Optimismus aufkommen.

## Zinsentwicklung

In der Sitzung nach der Verschiebung der Zinserhöhung durch die US-Notenbank hat die EZB bekannt gegeben, auf die Wachstumsrisiken zu reagieren – sollte die Entwicklung dies erfordern. Möglich sind eine Senkung des Einlagenzinssatzes, eine Verlängerung des QE-Programms, eine Erhöhung der Beträge oder eine Ausweitung der zu kaufenden Wertpapiere. Auf die Ankündigung hin hat die SNB bekannt gegeben, dass sie mögliche Entscheidungen der EZB in ihrer Lagebeurteilung berücksichtigen wird, i.e. die Zinsen ihrerseits senken wird – eine Massnahme, welche die Chinesische Notenbank bereits ergriffen hat. So wie es scheint, ist die Entscheidung des Fed eine von globaler

Tragweite. Sie setzt das Niveau fest, an dem sich alle anderen Notenbanken relativ orientieren müssen. Wir gehen davon aus, dass das Fed aufgrund der wirtschaftlichen Lage (Arbeitsmarkt und Dienstleistungs-Inflation) die Zinsen durchaus erhöhen könnte. Da eine divergierende Geldpolitik zwischen den USA und China aber Risiken birgt, entweder weil der Wechselkurs des Yuan stark reagieren muss oder die Devisenreserven Chinas schnell abgebaut werden müssen, hat sie berechtigte Angst vor diesem Schritt. Sie wird daher gegebenenfalls länger zuwarten als gedacht. Damit ist auch in Europa der Grundstein für anhaltend tiefe, möglicherweise sogar tiefere Zinsen gelegt.

### US-Arbeitslosigkeit und Teuerung



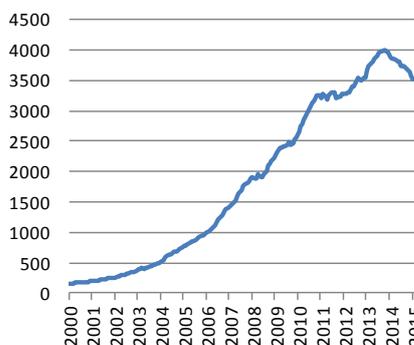
- Die in den USA stark rückläufige Arbeitslosigkeit ist bekannt. Aber auch auf Seiten der Preisentwicklung gibt es Indikatoren, die einem Zinsschritt zumindest nicht entgegenstehen.

## Wechselkursregime und Geldpolitik

Im System fixer Wechselkurse müssen die Notenbanken der betroffenen Länder die gleiche Politik verfolgen oder über unrealistisch hohe Mittel verfügen, um die Differenzen beliebig lange ausgleichen zu können. Je stärker das Wechselkursregime aufgeweicht wird, umso unabhängiger können die Notenbanken agieren. Der Yuan war nun lange Zeit in gewissen Grenzen an den USD gebunden und die Anbindung wurde erst kürzlich gelockert. Damit hat die US-Zinspolitik noch immer einen hohen Einfluss auf die chinesische Zinspolitik und die chinesische Wirtschaft. Nimmt das Fed diese „Verantwortung“ war, kann es, wie die EZB, seine Zinspolitik nicht nur an der Wirtschaft eines Landes (der USA) ausrichten. Die chinesische Wirtschaft

ist aber definitiv nicht in der Lage, Zinserhöhungen zu verdauen. Die US-Notenbank wird also entweder warten müssen, bis sich die chinesische Wirtschaft fängt oder bis Voraussetzungen im Wechselkursregime geschaffen werden, um eine jeweils unabhängige Geldpolitik verfolgen zu können. Zu diesen Voraussetzungen gehört neben einem freien Wechselkurs der Abbau der übermässig grossen Devisenreserven Chinas. Denn es gibt keinen Grund, weshalb China USD halten soll, wenn es Yuan braucht. Geschätzt wird, dass China ca. 1-2 Billionen Devisenreserven benötigt. Demnach müssten ca. 1-2 Billionen abfließen und der Peg aufgegeben sein, bevor das Fed frei über die US-Geldpolitik entscheiden kann. (tk)

### Devisenreserven China in Mrd. USD



- Nötige Reserven bemessen sich an den Importen, kurzfristigen Verbindlichkeiten, der Grösse des Banksektors oder der Geldmenge allgemein. Für China werden 1-2 Billionen USD veranschlagt.

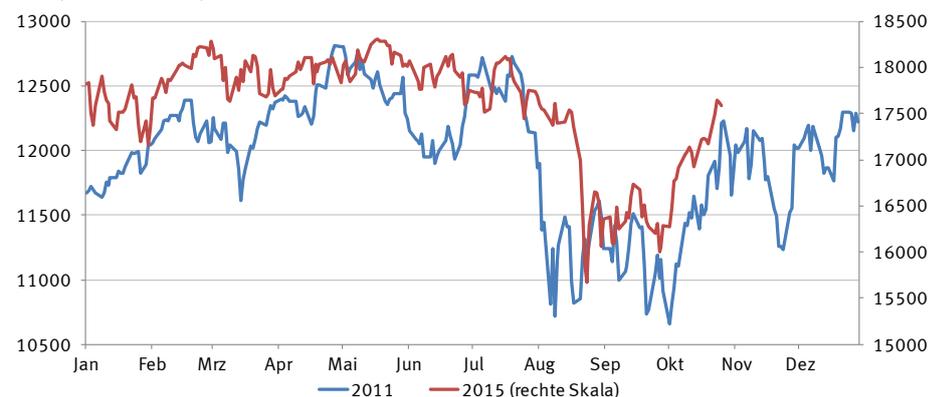
### Europa gegenüber USA bevorzugen

Nachdem die Märkte in der Sprache der Charttechniker einen doppelten Boden ausgebildet haben, indem sie die alten Tiefststände von Ende August im September erfolgreich getestet haben, stellt sich die Frage, ob die Korrektur bereits zu Ende ist. Nimmt man die letzte grössere Korrektur im Jahre 2011 als Massstab, sind die Ähnlichkeiten hinsichtlich Ausmass und Zeitfenster recht gross. Die Entwicklung weckt auch saisonale Muster in Erinnerung, welche für die Monate November bis April i.d.R. wesentlich bessere Returns erwarten lassen als für die oft stürmischen Sommer- und Herbstmonate. Allein auf charttechnische und saisonale Rezepte abstützen wollen wir uns natürlich nicht. Was die wichtigen geldpolitischen Schritte betrifft, glauben wir, dass sie "zugunsten" der Märkte ausfallen werden, d.h. dass das Fed den Zinsschritt erst 2016 ins Auge fassen wird und die EZB mit einer Erweiterung des QE-Programms in irgendeiner Form aufwarten wird. Demzufolge wird das Tiefstzinsumfeld erhalten bleiben und die Aktienmärkte, auch im Umfeld eines weiterhin moderaten Wachstums, stützen. Der Zinseffekt müsste in Europa eine grössere Hebelwirkung entfalten als in den USA, zumal die Renditedifferenzen zwischen Obligationen und Aktien in Europa viel höher sind. Für Europa, wo der konjunkturelle Auftrieb erst Ende 2014 einsetzte, sprechen auch die noch tiefen Margen, während der Zyklus in den USA schon weit fortgeschritten ist und sich im Zuge des nun gut ausgelasteten Arbeitsmarktes in einem gewissen Lohndruck nach oben manifestieren wird. Im Grunde genommen steckt der US-Markt in einer Gewinnrezession, sind doch die Erträge auch im 3. Quartal um rund 4% gesunken. Obschon auch in Europa und der Schweiz einige Firmen mit enttäuschenden Quartalergebnissen aufwarteten, würden wir die Übergewichtung der Aktienquote mit Zukäufen in diesen Märkten umsetzen. Nebst dem US-Markt würden wir auch die Emerging Markets untergewichten. Letztere haben zwar die grössten Bewertungskorrekturen verzeichnet, die Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit der US-Zinserhöhung sind u.E. aber nach wie vor sehr gross.

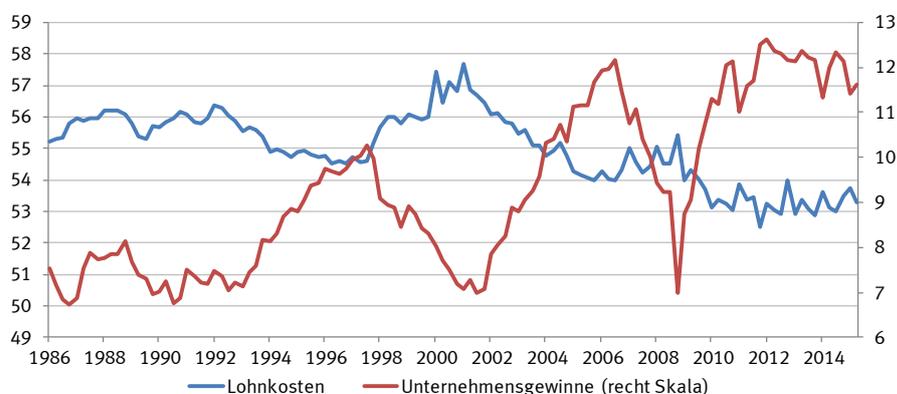
### Unveränderte Sektorenpositionierung

Auf Sektorebene stufen wir die Chancen/Risiko-Relation im Bereich Healthcare aufgrund der von der Präsidentschaftskandidatin Hillary Clinton getwit-

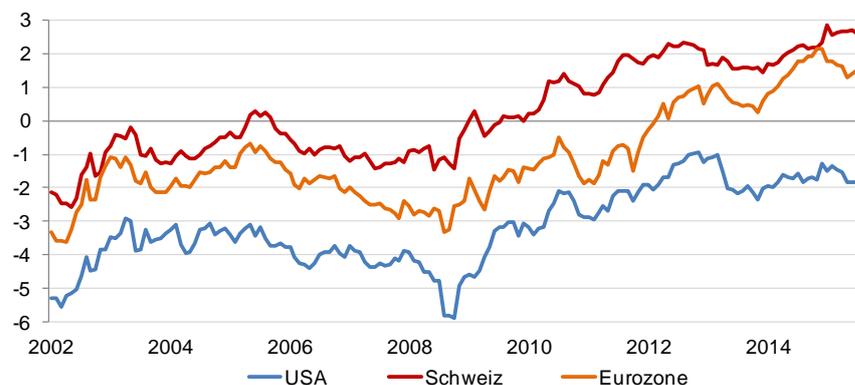
### Dow Jones in den Jahren 2011 und 2015



### US-Gewinne und Lohnkosten (in % des BIP)



### Dividendenrenditen abzgl. Renditen von Unternehmensanleihen



terten Attacke gegen zu hohe Medikamentenpreise als weniger attraktiv ein. Nachdem der Sektor aber schon relativ heftig reagiert hat, halten wir vorderhand an der Übergewichtung fest. In Erwägung gezogen haben wir überdies eine Übergewichtung des Energiesektors. Weil die Angebotsüberschuss-Situation am Ölmarkt vermutlich aber erst im Verlaufe des Jahres 2016 abgebaut wird, erscheint es unwahrscheinlich, dass die Märkte schon in den nächsten Wochen einen höheren Erdölpreis antizipieren, weshalb wir an der (nur) neutralen Sektoreinstufung festhalten. Im Zuge der

temporär sinkenden Risikoaversion könnten die zyklischen Marktsegmente (Kapitalgüter und zyklische Konsumgüter) vorübergehend stärker nachgefragt werden. Da dieser Trend aber kaum nachhaltig sein dürfte, würden wir die Risiken auf Ebene der Sektoren generell nicht erhöhen. Somit halten wir an der Übergewichtung der Sektoren Healthcare und Technologie sowie an der Unterengewichtung der Finanzwerte, der Versorger und der Telekomtitel fest. Für alle übrigen Sektoren erwarten wir eine Entwicklung im Rahmen des Gesamtmarktes. (ubr)

## Übersicht

Die Aktienquote wird primär mit der Aufstockung der Positionen in Europa auf Übergewichten erhöht. Die Entwicklung

im Bereich Obligationen stufen wir weniger pessimistisch ein.

### 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)	+	++	13	13	EUR	0/-	0/-	0	0	0/-	0	0
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	9	0	GBP	-	-	-	-	0/-	0	0
USA (S&P 500)	-	-	11	5	USD	0/-	0/-	0/-	0/-	0	0	0
Japan (Nikkei 225)	+	+	12	22	JPY	-	-	0	-	-	0	0
Schweiz (SPI)	0	0	7	7	CHF	-	-	-	0/-	0/-		
Emerging Markets	-	-	12	-12								
MSCI World (lok. W.)	0	0	11	2								

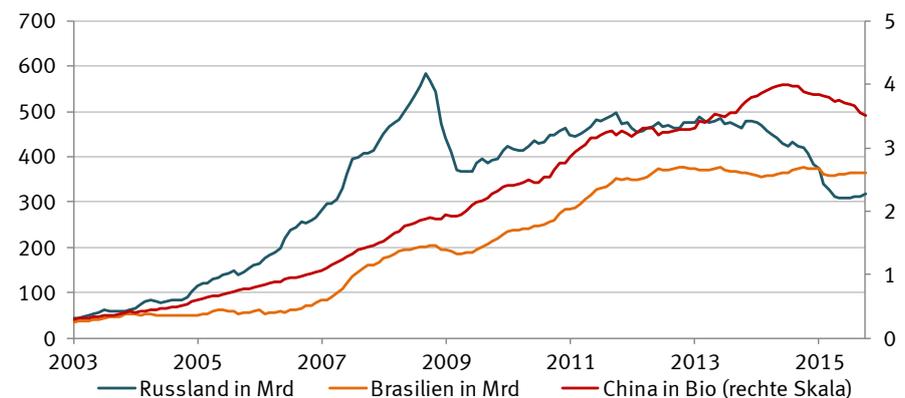
### Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	0	0	13	-24
Grundstoffe	0	0	14	-12
Investitionsgüter	0	0	11	0
Zyklischer Konsum	0	0	11	14
Nichtzykl. Konsum	0	0	9	8
Gesundheitswesen	+	+	9	7
Finanzwerte	-	-	10	-1
Technologie	+	+	14	12
Telekommunikation	-	-	9	-1
Versorger	-	-	6	-5

## Sinkende Devisenreserven Chinas neutralisieren einen Teil der QE-Programme

Im Zuge der Devisenverkäufe der chinesischen Notenbank (PBoC) ist eine Debatte darüber entbrannt, ob der Abbau der aufstrebenden Länder einen Teil der QE-Programme der EZB und der Bank of Japan (BoJ) neutralisieren und deshalb auf globaler Ebene sogar eine quantitative Straffung entstehen wird. Ein Blick auf die Bilanzen der Notenbanken der letzten Monate könnte tatsächlich diesen Eindruck erwecken: So verzeichneten die aufstrebenden Länder in den letzten drei Monaten einen monatlichen Abfluss der Devisenreserven im Umfang von durchschnittlich rund USD 150 Mrd. Diesem Betrag stehen die monatlichen Assetkäufe der EZB und der BoJ im Umfang von rund USD 130 Mrd. gegenüber. Allen voran fallen die Devisenverkäufe der PBoC ins Gewicht, die wiederum zu grossen Teilen den Kapitalabzügen ausländischer Investoren zuzuschreiben sind. Dies trifft auch für Thailand, Malaysia und Indonesien zu, wobei diese Beträge auch in der Summe wesentlich bescheidener ausfallen. Namhafte Abzüge registrierte 2014 auch Russland, wo allerdings in den letzten Monaten eine Stabilisierung eingetreten ist. Brasilien versuchte der Kapitalflucht mit star-

### Devisenreserven China, Brasilien und Russland (in USD)



ken Zinserhöhungen entgegenzutreten und nahm eine Rezession in Kauf. Ob sich der negative Einfluss der Kapitalflucht bzw. der sinkenden Devisenreserven akzentuiert, ist schwierig abzuschätzen. Massgebend wird sicherlich die Lage in China sein. China ist zusammen mit Japan der grösste Gläubiger der USA: beide Zentralbanken halten je rund 15% der ausstehenden US-Staatspapiere. Es ist anzunehmen, dass es hauptsächlich Investoren im Dollarraum sind, die Mittel aus China abziehen, sodass die PBoC vor allem US-

Treasuries verkaufen muss. Die leicht anziehenden US-Realrenditen könnten einen Hinweis darauf sein, dass sich in den USA sozusagen ein QE-Programm mit umgekehrten Vorzeichen einstellt. Wir gehen aber nicht davon aus, dass diese Kapitalflüsse zu grösseren Verwerfungen führen werden. Die mindestens ansatzweise sichtbare konjunkturelle Stabilisierung in China und die US-Notenbank - die den Zinsentscheid wahrscheinlich auch deshalb hinauszögert, um den Kapitalabfluss in China einzudämmen - sprechen dagegen. (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.

Datenquelle: Bloomberg