

29. September 2015

Anlagekompass

In Kürze

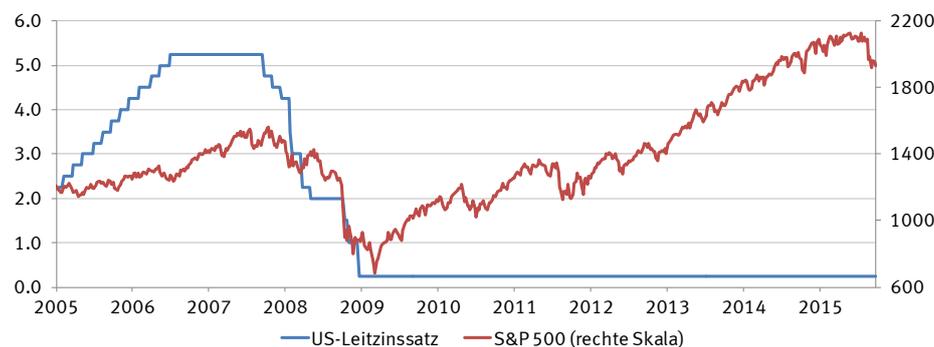
Die bevorstehende US-Zinserhöhung und die globalen Auswirkungen der Schwäche Chinas beherrschen die Debatten rund um die Börsen. Aus heutiger Sicht glauben wir zwar nicht, dass diese Risiken zu weiteren einschneidenden Korrekturen an den Börsen führen werden, die Volatilität wird aber einweilen hoch bleiben. In den westlichen Industrieländern sind keine Anzeichen einer starken Wachstumsabschwächung zu erkennen, weshalb wir an der neutralen Aktiengewichtung festhalten. Europa und Japan attestieren wir mehr Potenzial als den USA und den Emerging Markets. Auch wenn der Wachstumsdämpfer den erwarteten Renditeanstieg an den Bondmärkten verzögern könnte, haben die gesunkenen Renditen die Attraktivität von Obligationen verschlechtert, sodass wir sie weiterhin starken untergewichten würden. Die im Umfeld der steigenden Risikoaversion eher überraschende CHF-Abwertung erachten wir nicht als nachhaltig und erwarten eine leichte Aufwertung.

Marktdaten

	Index	Stand 28.9.15	Veränderung seit		Markt- P/E-16
			29.9.14	31.12.14	
New York	Dow Jones Ind. Avge	16'002	-6.3%	-10.2%	13.5x
New York	S&P 500	1'882	-4.9%	-8.6%	14.4x
New York	Nasdaq	4'544	0.8%	-4.1%	15.7x
Europa	Stoxx-50 Euro	3'039	-4.6%	-3.4%	12.2x
Tokio	Nikkei Dow Jones	16'931	3.8%	-3.0%	14.6x
Schweiz	Swiss Perf. Index	8'558	-1.0%	-3.4%	15.3x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	0.33%	-50 bps	-24 bps	
CHF/USD		0.97	2.0%	-2.4%	
CHF/EUR		1.09	-9.3%	-9.1%	

US-Notenbank sorgt für Verwirrung

Leitzinssatz und Börse



Als die US-Notenbank den letzten Null-Entscheid mit den globalen real- und finanzwirtschaftlichen Entwicklungen begründete, entstand der Eindruck, dass sie sich quasi ein neues Mandat auferlegt hätte. Nachdem die Märkte den mutlosen Entscheid negativ quittiert hatten, versuchte die Fed-Chefin Yellen diesen Anschein zu korrigieren, was dahingehend interpretiert werden kann, dass das Fed tatsächlich auch die Marktreaktionen stark ins Kalkül zieht. Hätte die

Notenbank ihre Entscheidung nur auf die US-Realwirtschaft abgestützt, wäre die Zinserhöhung im Sinne eines ersten kleinen Schrittes in Richtung Normalisierung schon seit geraumer Zeit fällig gewesen: Einerseits ist die Zahl der Arbeitslosen unter jene Marke von 5.5% gefallen, die als natürliche Arbeitslosenrate angesehen wird. Andererseits ist die Kerninflationsrate auf 1.8% gestiegen und auf Stufe der Services haben die Preise sogar um 2.7% zugenommen.

Erwartungen, Positionierung

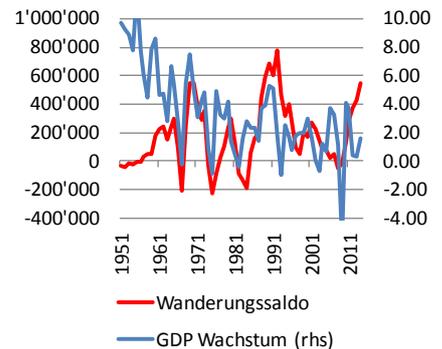
Offenbar ist die US-Notenbank immer noch unschlüssig, ob die erste Zinserhöhung seit sieben Jahren für die US-Konjunktur und die Finanzmärkte nun erträglich ist. Dennoch vermuten wir, dass das Fed noch in diesem Jahr mit dem Zinserhöhungszyklus beginnen wird und dieser keine grossen Auswirkungen, weder auf die Realwirtschaft noch auf die Finanzmärkte, haben wird. In den jüngsten US-Konjunkturdaten sind keine Signale einer deutlichen Abschwächung zu erkennen und es ist kaum zu erwarten, dass eine leichte Zinserhöhung die Konjunktur abwürgen wird. Nachdem sich die Märkte nun schon seit Monaten mit dem Zinsschritt auseinandergesetzt haben, dürfte dieser die Börsen, ungeachtet der oft zitierten gegenteiligen Befürchtungen, kaum mehr stark irritieren. Überdies ist anzunehmen, dass die weiteren Zinsschritte mit Blick auf die konjunkturellen Unwägbarkeiten ohnehin in homöopathischen Dosen erfolgen werden. Auch in Europa bleibt die Konjunktur, jüngsten Daten zufolge, recht robust und die Erholung in Italien und Spanien fällt sogar stärker aus als gemeinhin erwartet worden war. Die Wachstumsschwäche in China und der Druck auf die "Rohstofflastigen" Länder werden wahrscheinlich weiterhin für negative Schlagzeilen sorgen. Dass die Kapitalabflüsse aus diesen Ländern zu Zahlungsbilanzkrisen führen werden, glauben wir aufgrund der auf Seite 4 dargelegten Gründe nicht. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Märkte von Hiobsbotschaften verschont bleiben. Deshalb halten wir an der neutralen Aktiengewichtung fest. Im Bereich der Obligationen sind die Renditeaufschläge im Zuge der höheren Risikoaversion leicht gestiegen. Da sich die Risikoprämien aber generell immer noch auf tiefem Niveau bewegen, kompensieren sie das mittel- bis langfristige Risiko nach wie vor nicht ausreichend, sodass wir keine höheren Bonitätsrisiken ins Auge fassen würden. Aufgrund der recht ermutigenden Konjunkturdaten aus dem Euroraum erwarten wir über drei Monate eine Seitwärtsbewegung des EUR/USD. Nach der überraschenden CHF-Abwertung glauben wir, dass sich der CHF derzeit eher am oberen Rand der erwarteten Bandbreite bewegt. (ubr)

Die Auswirkungen des Flüchtlingsstroms kurz- und...

Wenn ein 3% Währungsverlust im Yuan innert zwei Monaten zu einer potenziellen Emerging-Market-Krise wird, die sogar die Notenbanken verunsichert und ein Betrugsskandal bei VW zum Problem für den Aufschwung in Deutschland extrapoliert wird, spricht das Bände für die Stimmung unter den Finanzinvestoren. In der realen Welt scheint der Pessimismus trotz grosser Herausforderungen weniger gravierend. Hauptthema ist hier die Flüchtlingswelle, die Europa erreicht hat. Diese stellt den Kontinent vor grosse soziale Herausforderungen, vor denen die finanziellen Herausforderungen wahrscheinlich verblissen. Trotzdem wollen wir kurz auf die wirtschaftlichen Aspekte eingehen, weil deren Wahrnehmung auch über die Toleranz in an-

deren Bereichen entscheiden kann. Wir wollen hierzu nur einige Zahlen in den Raum stellen. Deutschland, das die meisten Asylsuchenden aufnehmen soll, geht von 800'000 Flüchtlingen aus. Dies sind 1% der Bevölkerung und obwohl Bilder von (angezündeten) Massenunterkünften prominent sind, stehen diesen 1.7 Mio leer stehende Wohnungen gegenüber. Wenn jeder Flüchtling EUR 500 pro Monat erhält, sind dies pro Jahr knapp EUR 5 Mrd. weniger als der Betrag den das Hilfspaket für Griechenland pro Jahr kostet. Die Mittel fließen zudem unmittelbar in die Wirtschaft zurück, so dass das Mini-Konjunkturprogramm von 0.25% des BIP sich sogar dann zeigen kann, wenn an anderer Stelle etwas gespart werden müsste.

Zuwanderung und Wachstum



- In Deutschland scheint es, als zöge Wachstum Zuwanderung nach sich. Es gibt Gründe anzunehmen, dass es auch umgekehrt funktioniert.

...langfristig

Wirkt das Mini-Konjunkturprogramm, steigen die Mieten und damit die Inflation, werden Unternehmen wieder rentabler, weil es ihnen unter dem Deckmantel der Integration erlaubt wird, Migranten unterhalb des Mindestlohns einzustellen. Dies kann alles der Wirtschaft helfen aber die sozialen Probleme doch verstärken. Keiner ist glücklich, wenn er weniger bekommt und mehr bezahlen muss. So wenig der Markt als Schuldiger greifbar ist, so sehr ist es der Flüchtling. Darum ist es offenkundig wichtig, die Flüchtlinge nicht nur wirtschaftlich, sondern auch gesellschaftlich zu integrieren. Wichtig ist dabei natürlich die Sprache. Geht man aber davon aus, dass ein Teil der Flüchtlinge über eine gute Aus-

bildung und über die nötige Motivation verfügt, sollte dies ein kleineres Problem darstellen. Die gute Ausbildung muss relativ bewertet werden. Der erwartete Zustrom entspricht in der Grössenordnung dem der Schulabgänger (840'000). Von diesen haben 200'000 die Hauptschule mit und 66'000 ohne Abschluss verlassen. Um gut ausgebildet zu sein, muss der durchschnittliche Einwanderer also bei weitem kein Ingenieur sein. Eine integrierte, ausgebildete und junge Zuwanderung verschafft Zeit, die Probleme der Altersvorsorge zu lösen. Die Schweiz sieht sich solchen Zuwanderungsraten seit Jahren gegenüber und hat bisher keinen wirtschaftlichen Schaden genommen.

Geburten



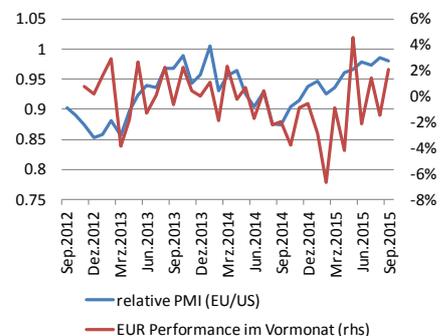
- Die Zuwanderung von 800'000 kompensiert hypothetisch den Geburtenrückgang von 1990 bis 1997.

Währungen

Von Flüchtlingszahlen auf Währungsbebewegungen zu schliessen ist ein Bogen, den zu schlagen wir uns nicht wagen. An den Währungsmärkten fällt aber auf, dass sowohl der USD wie auch der CHF zum Euro entgegen unseren Annahmen zum Euro relativ schwach sind. Im Falle des USD sind wir davon ausgegangen, dass eine Divergenz in der Geldpolitik den USD tendenziell stärken. Überdies gingen wir von einer besseren wirtschaftlichen Dynamik in den USA aus. Letzteres hat sich im vergangenen halben Jahr deutlich relativiert. Daher fehlt auch ein Bein für den stärkeren USD. Wir gehen daher für die nahe Zukunft eher von einer Seitwärtsbewegung des USD gegenüber dem Euro zwischen 1.10 und 1.15 aus. Gleichfalls verwunderlich

bleibt die Schwäche des Franken. Obwohl die Renditedifferenz im kurzen Bereich mit Mutmassungen über eine Ausdehnung des Euro-QE leicht zurückgeht, scheint der EUR an Attraktivität zu gewinnen. Gleich verwirrend ist das Bild, wenn man bedenkt, dass eine Ausweitung des QE Programms auf anhaltend hohe Risiken schliessen lässt. Auch der Aussenhandel mit stärker sinkenden Importen als Exporten sowie der wachsende Leistungsbilanzüberschuss sprechen eher für einen stärkeren Franken. Trotzdem hält sich die Währung zum Euro relativ stabil knapp unter CHF 1.10 pro Euro. Wir denken, dass die Schwäche des CHF auf geschicktes Eingreifen der SNB zurück geht und passen die Prognose daher nicht an. (tk)

Wirtschaftsdynamik und Wechselkurs



- Die wirtschaftliche Dynamik in der Eurozone ist immer noch geringer als in den USA. Aufgrund der nachlassenden US-Dynamik ist der Unterschied mittlerweile jedoch gering.

Zinserhöhungen und die Börse

Viele Investoren stellen die Korrekturen in Zusammenhang mit dem nun anstehenden Zinserhöhungszyklus. Auch wenn sich die US-Notenbank wahrscheinlich gezwungen sieht, die Zinsen sehr behutsam zu erhöhen und der bevorstehende Zinserhöhungszyklus kaum 1:1 mit früheren Straffungszyklen vergleichbar ist, lohnt sich der Blick in die Vergangenheit dennoch: Bemerkenswert ist die Tatsache, dass die US-Börse während den Straffungszyklen i.d.R. positiv abschnitt. Ausnahme war der Zyklus 1994/95, als die Notenbank völlig unerwartet die Zinsen erhöhte. Der positive Zusammenhang zwischen Zinserhöhungen und Börsenentwicklung ist zu großen Teilen dem Umstand zuzuschreiben, dass die positivere Konjunkturschätzung der Notenbank von den Märkten jeweils recht wohlwollend quittiert wurde. Aus den gleichen Gründen stiegen an den Bondmärkten die Renditen. Häufig knickten die Börsen erst ein, nachdem die Zinsen gestiegen waren und sich die Zinskurve verflacht hatte. Trotz allen Vorbehalten, mit denen solche Statistiken behaftet sind, ist aus heutiger Sicht nicht davon auszugehen, dass die Märkte wesentlich von diesem Schema abweichen werden.

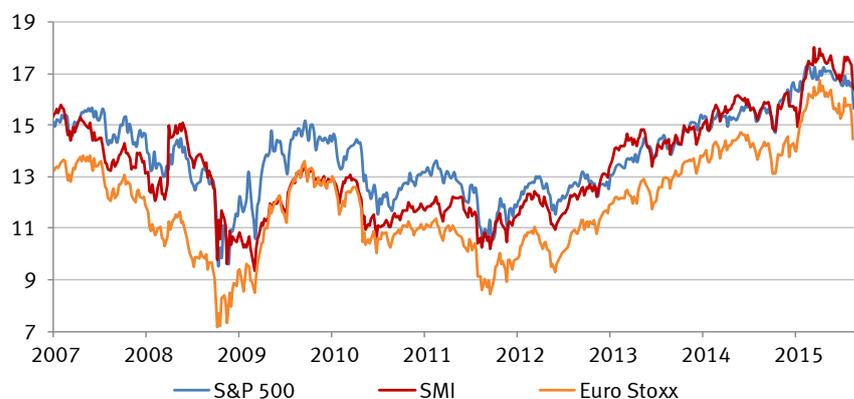
Chinas Schwäche und die Börse

Mehr Sorgen bereitet hingegen die Konjunkturschwäche in China, die sich auf die aufstrebenden Volkswirtschaften und die Rohstoffländer ausgebreitet hat. Europa ist davon stärker betroffen als die USA. Dies lässt sich nicht nur mit den höheren Exportanteilen begründen, sondern auch mit den gemessenen am BIP höheren Direktinvestitionen. Die negativen Einflussfaktoren sind vor allem in den Fokus der Anleger geraten, obschon die Nachfrageschwäche aus China schon seit geraumer Zeit Tatsache ist. Klare Anzeichen einer harten Landung Chinas sind nicht gegeben, ist es doch vor allem die Kapitalgüterindustrie, die aus zyklischen und strukturellen Gründen mit hohen Überkapazitäten konfrontiert ist, während die Abschwächung im Konsumgüterbereich weniger ausgeprägt ist. Auch wenn China nur noch mit 4-5% wachsen sollte, dürfte die Konjunktur in Europa dank der starken Binnenwirtschaft einigermaßen gut über die Runden kommen. Europäische Unternehmen mit einer starken Präsenz in den aufstrebenden Märkten dürften jedoch für einige Zeit von den Unsicherheiten belastet bleiben.

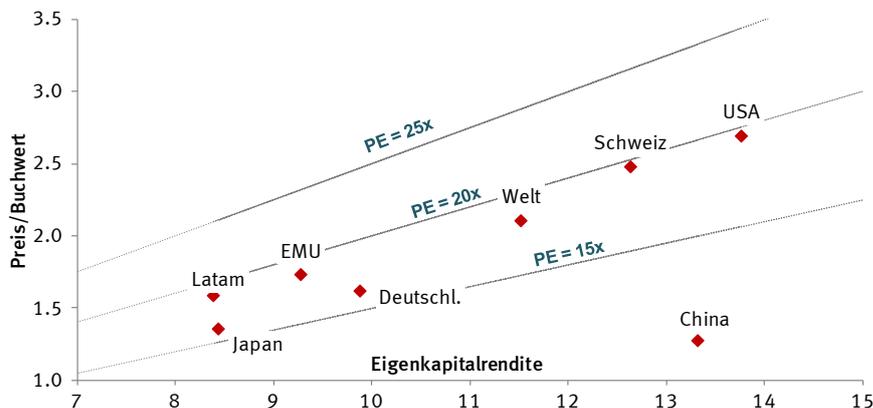
US-Zinserhöhungszyklen seit 1983

Periode			Fed Fund Target Rate			Rendite Staatsanl. in Bp		S&P 500 in %		
Start	Ende	Dauer Monate	Beginn	Ende	Basispunkte	6M vor Zins-erhöhung	Während Zinserh.	6M vor Zins-erhöhung	Während Zinserh.	
Mai 83	Aug 84	16	8.50	11.75	+325	-20	+231	+13%	+4%	
Dez 86	Sep 87	9	5.88	7.25	+137	-59	+218	+2%	+27%	
Mrz 88	Feb 89	11	6.50	9.75	+325	-112	+85	-21%	+10%	
Feb 94	Jan 95	11	3.00	5.50	+250	+3	+196	5%	-2%	
Jun 99	Mai 00	11	4.75	6.50	+175	+113	+64	+11%	+7%	
Jun 04	Jun 06	24	1.00	5.25	+425	+20	+61	+3%	+12%	
Durchschnitt						+273	n.m.	+143	2%	10%

Kurs/Gewinnverhältnisse



Eigenkapitalrenditen und Preis/Buchwert



Unveränderte Positionierung

Obschon die europäischen Aktienmärkte stärker unter Räder gerieten, würden wir an der Übergewichtung festhalten: Vor allem die anhaltend tiefen Zinsen und die Aussicht auf stärker als in den USA steigende Gewinne sprechen für diese Positionierung. Letzteres gilt auch für Japan, allerdings weniger aus konjunkturellen Gründen, sondern weil japanische Unternehmen ihre Bilanzen durch den Abbau der Überschussliquidität und der Kreuzbeteiligungen verschlanken und so die vergleichsweise tiefe Kapitalrenditen erhöhen. Nebst den USA würden wir

auch die Emerging Markets, wo die Risiken in nächster Zeit nicht ausgeräumt werden können, untergewichten. Auf Sektorebene halten wir an der Übergewichtung der Technologie und Healthcare fest. Beide Sektoren zeichnen sich durch hohe und einigermaßen gut abschätzbare Cashflows aus. Die relative Bewertung der Energie und Rohstoffe ist nach den starken Korrekturen in den letzten Monaten deutlich gesunken. Solange die meisten Rohstoffpreise jedoch durch eine Überangebotssituation belastet bleiben, würden wir das Engagement nicht erhöhen. (ubr)

Übersicht

Auf Ebene der Anlageklassen bleiben unsere Präferenzen unverändert.

Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance	Beurteilung				Perform. %				Obligationen			Wechselkurs	
	alt		neu		1 Mo	12 Mo	Laufzeiten Jahre			gegen CHF			
	alt	neu	1 Mo	12 Mo	alt	neu	0-3	3-5	5-10	alt	neu		
Europa Euro (Stoxx-50)	+	+	-8	-5	EUR	0/-	0/-	0	0	-	0/-	0	
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	-5	-10	GBP	-	-	-	-	0/-	0/+	0	
USA (S&P 500)	-	-	-5	-5	USD	0/-	0/-	0/-	0/-	0	0/+	0	
Japan (Nikkei 225)	+	+	-12	4	JPY	-	-	0	-	-	-	0	
Schweiz (SPI)	0	0	-4	-1	CHF	-	-	-	0/-	-			
Emerging Markets	-	-	-3	-18									
MSCI World (lok. W.)	0	0	-6	-8									

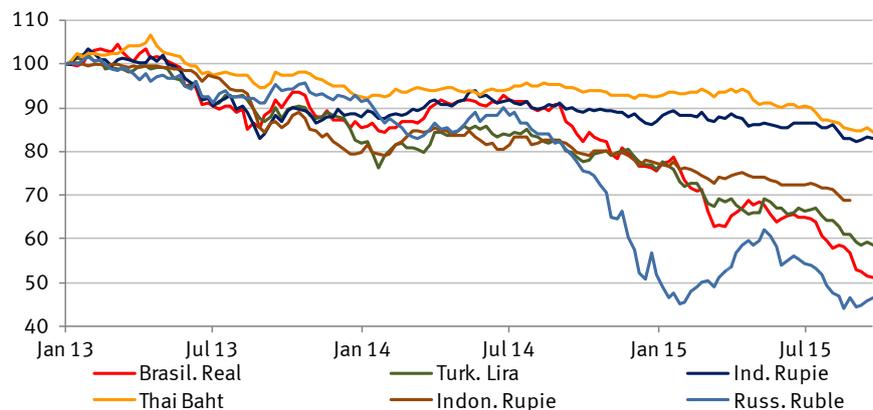
Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	0	0	-9	-37
Grundstoffe	0	0	-11	-26
Investitionsgüter	0	0	-6	-10
Zyklischer Konsum	0	0	-5	3
Nichtzykl. Konsum	0	0	-2	1
Gesundheitswesen	+	+	-9	-1
Finanzwerte	-	-	-6	-9
Technologie	+	+	-4	-2
Telekommunikation	-	-	-7	-9
Versorger	-	-	-3	-8

Spitzen sich die Probleme in den Emerging Markets zu ?

Die Währungen und Aktienmärkte stehen in vielen Wachstumsländern unter erheblichem Druck. Dahinter stecken im Wesentlichen die Wachstumsverlangsamung in China, der Einbruch der Rohstoffpreise und die erwartete Straffung der US-Geldpolitik. Anfangen hat der Währungszerfall bereits 2013, als sich das Fed anschickte, die Anleihen-Käufe zu drosseln (Tapering) und Befürchtungen aufkamen, dass die steigenden US-Zinsen zu umfangreichen Kapitalabzügen aus den Emerging Markets führen würden. Nicht nur die stark mit China verflochtenen asiatischen Länder, sondern auch die Rohstoffexporteure in Lateinamerika, Australien, Südafrika und Russland stehen im Gegenwind. Die Debatte dreht sich um die Frage, ob die Kapitalabzüge in einzelnen Ländern in Zahlungsbilanzkrisen gipfeln werden. Dass die Schwellenländer in Sippenhaft genommen werden und vor einem Kollaps stehen, der zu einer weiteren globalen Finanzkrise führen könnte, glauben wir nicht, denn die derzeitige Krise unterscheidet sich in wichtigen Aspekten von jener in den 90er-Jahren: Im Unterschied zu damals sind die Währungen nicht mehr an den USD gebunden, d.h.

Währungen Schwellenländer (in USD, indexiert)



das System der flexiblen Wechselkurse erfüllt eine Ventilfunktion. Besser gewappnet sind v.a. die asiatischen Länder aufgrund der vergleichsweise hohen Leistungsbilanzüberschüsse, der tieferen Auslandsverschuldungen und der viel höheren Devisenreserven. Viel Kapital ist allerdings im Zuge der tiefen USD-Zinsen in den Unternehmenssektor geflossen. Vor allem die in USD denominierten Schulden sind in den letzten Jahren stark gestiegen. So ist das jährliche Emissionsvolumen in vermeintlich günstigen Hartwährungen von USD 300 Mrd.

(2008) auf 750 Mrd. (2014) gestiegen. Besonders für Länder bzw. Unternehmen, deren USD-Verschuldung einen hohen Anteil erreicht hat, wird die Tragbarkeit als Folge des starken USD bzw. der schwachen Heimwährung problematisch. Vor diesem Hintergrund dürften die Belastungen und Schwierigkeiten in Brasilien und der Türkei sowie in weniger besorgniserregendem Ausmass in Indonesien und Thailand zunehmen. Ein Anstieg der Zahlungsausfälle ist in diesen Ländern schon fast vorprogrammiert. (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