

7. Oktober 2015



## Die Regimekräfte der Hause beziehen Stellung

Von Mikio Kumada, CIA

**Nach zwei volatilen Monaten im Nachspiel des Börsencrashes in China und der Verschiebung der Mini-Zinserhöhung in den USA scheint sich die globale Anlegerherde von ihrem manisch-depressiven Koller zu erholen. Es dämmert ihr, dass der Wirtschaftsausblick konstruktiv bleibt. Die Schwellenländer haben sich schon im August stabilisiert. Letzte Woche wurden auch die Verluste in den Industrieländern gestoppt. Die Bullen erzielen wieder Erfolge - ein gutes Zeichen.**

Nachdem am vergangenen Montag kurz die Tiefstände vom August getestet wurden, machten die Börsenbarometer der USA und Europas auf dem Absatz kehrt und legten eine robuste Erholung von jeweils rund 6% bzw. 7.5% hin. Neue Tiefs blieben uns erspart. Japan, gegenüber Problemen in Asien stärker exponiert, konnte im ersten Schritt den westlichen Märkten nicht folgen. Der Topix sackte bis Donnerstag auf ein Zweimonatstief ab. Doch dafür erholt sich der Index seitdem dementsprechend schneller, mit einem Kursgewinn von bisher 8%.

Diese Wenden sind beachtenswert, weil weiter Unklarheit über die US-Notenbankpolitik und deren Folgen herrscht und die Wirtschaftsdaten zumindest in den USA zuletzt etwas gemischt ausfielen (die Arbeitsmarktdaten und Einkaufsmanagerindizes enttäuschen die hohen Erwartungen, während die Konsumentenumfragen durchaus überzeugen konnten).

In West und Ost folgen die Argumente der Bären der gleichen Leitlinie: Die liquiditätsabhängige Wirtschaft der Industrieländer saufet tendenziell schon wieder ab, Rohstoffbaisse und starker US-Dollar bedrängten die Schwellenländer, und nun verliere scheinbar auch China die Kontrolle über sein unbändiges Wirtschafts- und Kreditsystem. Angesichts dieser Entwicklungen, heißt es, zeigten sich die grossen Notenbanken zu streng (Aussicht auf Zinsenerhöhungen in den USA) bzw. zu gelassen (keine Ausweitung der quantitativen Lockerung in Japan und Europa). Verwiesen wird dabei auf die Aussagekraft komplexer Indikatoren, gestiegene Kreditrisikoprämien, gesunkene marktbasierte Inflationserwartungen (inflationsgekoppelte Staatsanleihen) und andere Verwerfungen.

### Finanzmärkte können kurzfristig irren

Diese Argumentationslinie überzeugt uns derzeit nicht. Grundsätzlich können Finanzmärkte als permanente globale Abstimmungsmechanismen die Lage der Weltwirtschaft zwar besser einschätzen als einzelne Personen, Firmen oder Institutionen. Kurzfristige Turbulenzen sagen aber manchmal wenig bis gar nichts aus. Es gibt zu viele Faktoren, die das Marktgeschehen beeinflussen und dessen Signale verzerrern können, von der Natur der menschlichen Psyche bis hin zu computergesteuerten Trading-Automatismen.

«[Die Bullen werden sich neuformieren und zurückslagen](#)», vermuteten wir vor sieben Wochen im LGT Beacon. Inzwischen gibt es gute Hinweise, dass sich die Hause-Loyalisten tatsächlich entsprechend in Stellung gebracht haben. Die relative Performance der Emerging Markets und Asiens verbessert sich schon seit Mitte August (vgl. Grafik 1, Seite 2). Das war das erste Zeichen in unserem Sinne. Denn vor einer erfolgreichen Gegenoffensive sollten zuerst die Schwachstellen der Front gedeckt werden. Auch psychologisch gesehen sollte die Entspannung in den EM bzw. Asien beginnen, weil diese Märkte auch den Auslöser für die aktuelle Korrektur geliefert hatten. Inzwischen sind zudem die Marktbewertungen in diesen Regionen sehr stark gesunken (Grafik 2, Seite 2), womit Kursavancen auch unter konservativen Zukunftsannahmen wieder begründbar geworden sind. Das zweite Zeichen folgte in der vergangenen Woche in den USA, Europa und Japan, wo sich die Bären eben trotz gemischter News eben nicht durchzusetzen konnten.

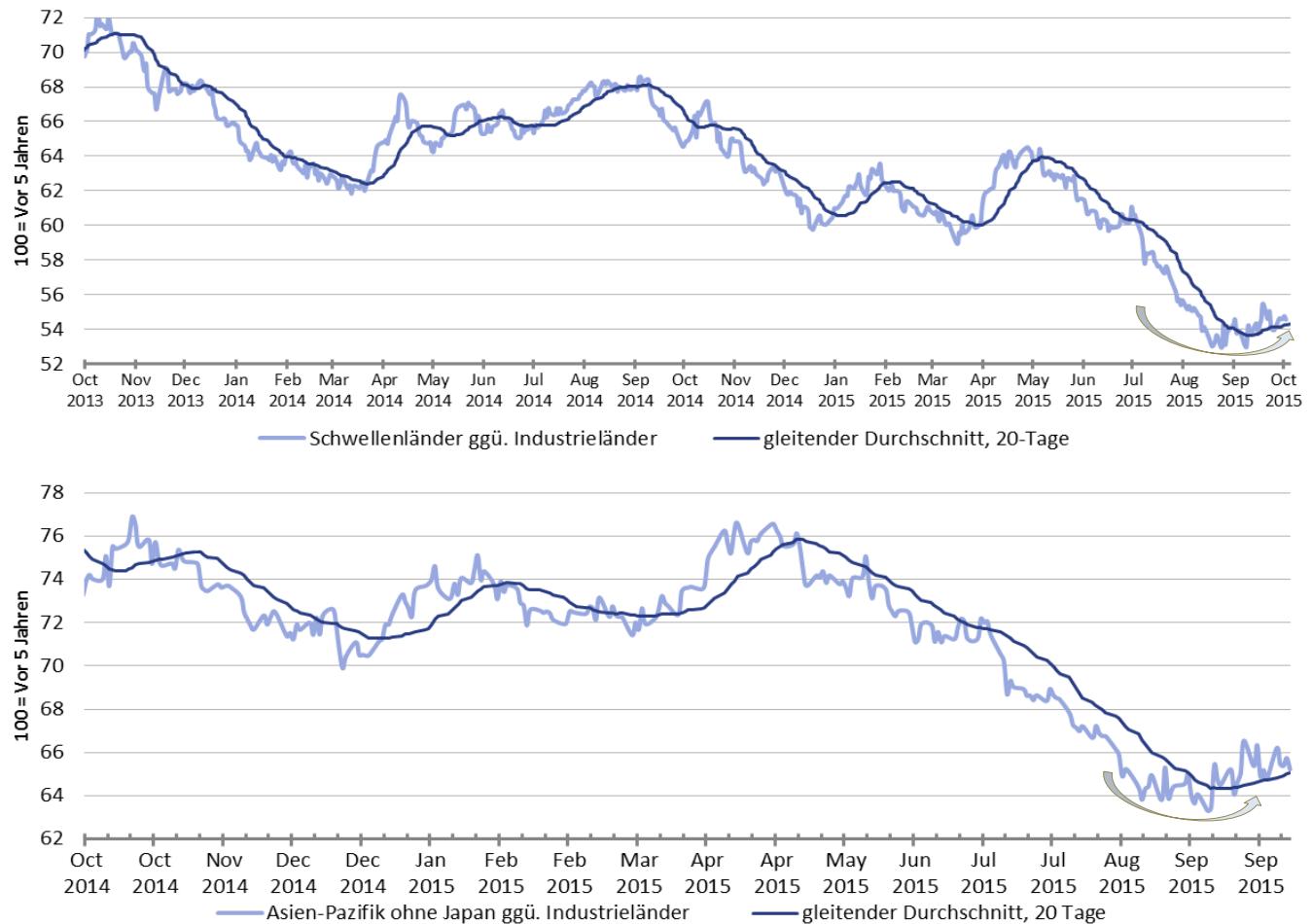
### Bullenfraktion hat wichtige Etappensiege erzielt

Insgesamt scheint der Truppenaufbau der Bullen also an allen Fronten Fortschritte zu machen. Erste Scharmützel werden wieder gewonnen. Wann genau und in welcher Form das Signal für die grosse Hauptoffensive kommen wird, können wir nicht wissen. Was wir aber sagen können, ist Folgendes: Sollte es demnächst gegeben werden, dann wären die Bullen jetzt im Vorteil - sie haben bereits einige wichtige Brückenköpfe im gegnerischen Territorium befestigt.

## Grafiken und weitere erklärende Kommentare:

### Grafik 1: Relative Performance der Schwellenländer und Asiens

Der nachfolgende Chart zeigt die MSCI-Aktienindizes für die Emerging Markets und Asien-Pazifik ohne Japan gegenüber den Industrieländern in USD. Schon seit Herbst 2010 geht es mit diesen Gruppen aus relativer Sicht tendenziell bergab (wir zeigen hier nur den Trend seit 2013). Die Gründe sind längst bekannt. Seit Mitte August findet aber eine Stabilisierung statt. Der kurzfristige Trend zeigt wieder nach oben. Dies deutet darauf hin, dass der seit April 2015 anhaltende Prozess, mit dem die jüngsten wirtschaftlichen Risiken in den Schwellenländer preislich verarbeitet wurden, inzwischen abgeschlossen ist. Erholungen im Rahmen eines intakten übergeordneten Abwärtstrends können mehrere Monate anhalten (wie von Mai bis September 2014). Zumindest für die nächsten paar Wochen dürfen wir an dieser Front mit Entspannung rechnen. Davon werden die Märkte der Industrieländer profitieren.



### Grafik 2: Bewertungen in den Schwellenländern zurück auf Krisenniveau

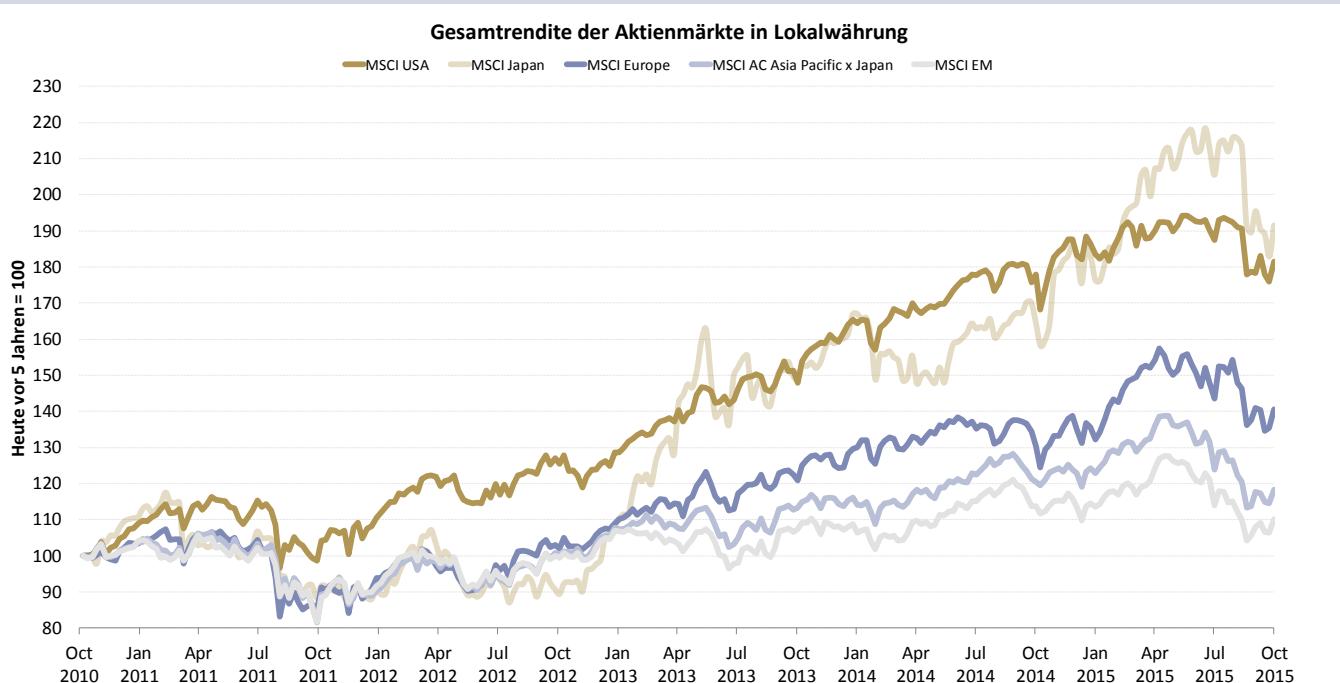
Die zweite Grafik zeigt das Preis-Buchwert-Verhältnis der Aktien des MSCI World, MSCI Emerging Markets und MSCI Asien-Pazifik. Die Bewertungen sind im Laufe der letzten Wochen überall gesunken. In den EM/Asien sind sie inzwischen aber so tief wie unmittelbar nach der Finanzkrise von 2007/2008. Die Mehrzahl dieser Länder kämpft allerdings nur mit normalen konjunkturellen Schwierigkeiten - von Krisen sind sie noch weit entfernt. Deswegen wirken solche Bewertungsabschläge übertrieben, was Raum für Kursavancen bietet - selbst wenn sich der Wirtschaftsausblick in diesen Regionen nicht deutlich erholtene sollte. Diese Bewertungsniveaus lassen Neuzukäufe durch Investoren bzw. gegebenenfalls auch staatliche Stützungskäufe vernünftiger und realistischer erscheinen.



## Marktperformance

\*\*Gesamtrendite, Indices von Anleihen 7 bis 10-jähriger Laufzeit. \*\*\*JP Morgan Indizes + Bloomberg Indizes

Seitwärts



## Volkswirtschaft und Unternehmen im Überblick

Volkswirtschaft		USA	Eurozone	China	Japan	Deutschl.	Grossbrit.	Brasilien	Russland	Schweiz
Bruttoinlandsprodukt (BIP) 2015, nominal <sup>1</sup>	Mia. USD	17,968	11,568	11,385	4,116	3,371	2,865	1,800	1,236	677
BIP pro Kopf (Kaufkraftparität) <sup>1</sup>	int. USD	55,904	35,904	14,190	38,211	47,033	40,958	15,690	23,744	58,598
BIP-Realwachstum 2015	Konsens	2.5%	1.5%	6.8%	0.7%	1.6%	2.6%	-2.5%	-3.8%	0.8%
BIP-Realwachstum 2016	Konsens	2.7%	1.6%	6.5%	1.2%	1.9%	2.4%	-0.7%	0.3%	1.2%
BIP-Realwachstum, jüngstes Quartal	annualisiert	3.9%	1.6%	7.0%	-1.2%	1.6%	2.8%	-7.4%	-7.8%	0.8%
Arbeitslosenrate <sup>2</sup>		5.1%	11.0%	4.0%	3.4%	6.4%	5.5%	7.6%	5.3%	3.3%
Inflationsrate (Verbraucherpreise)	jährl.	0.2%	-0.1%	2.0%	0.2%	-0.2%	0.0%	9.5%	15.7%	-1.4%
Industrieproduktion	jährl.	0.9%	1.9%	6.1%	0.2%	0.5%	-0.5%	-1.2%	-4.3%	-2.5%
Budgetsaldo, strukturell / BIP <sup>1</sup>	2015	-3.1%	-0.8%	-1.6%	-5.5%	0.5%	-3.6%	-6.4%	-4.5%	0.0%
Bruttostaatsverschuldung / BIP <sup>1</sup>	2015	105%	94%	43%	246%	71%	89%	70%	20%	46%
Leistungsbilanzsaldo / BIP <sup>1</sup>	2015	-2.6%	3.3%	3.1%	3.0%	8.5%	-4.7%	-4.0%	5.0%	7.2%
Währungsreserven exkl. Gold	Mia. USD	40	234	3,557	1,188	37	99	185	319	603
		ESM/EFSF								
Staatsanleihen-Rendite 2j. **	p.a.	0.61%	-0.15%	2.48%	0.01%	-0.25%	0.58%	11.54%	11.98%	-0.79%
Staatsanleihen-Rendite 10j. **	p.a.	2.04%	0.60%	2.99%	0.34%	0.60%	1.80%	11.58%	11.47%	-0.17%
Leitzins °	p.a.	0.25%	0.05%	4.60%	0.10%	0.05%	0.50%	14.25%	8.25%	-0.25%

<sup>1</sup>IMF-Schätzung \*annualisiertes Wachstum gegenüber Vorquartal <sup>2</sup>China ohne Migranten \*\* Swap-Sätze für China und Brasilien, vergleichbare ESM/EFSF-Bonds für Eurozone <sup>°</sup>Maximalzins für Fed, SNB

Unternehmen		USA	Eurozone	China	Japan	Deutschl.	Grossbrit.	Brasilien	Russland	Schweiz
Marktkapitalisierung*	Mia. USD	23,128	6,438	9,078	4,657	1,731	3,515	523	420	1,534
<b>Gewinnwachstum je Aktie, geschätzt (MSCI)</b>										
Nächste 12 Monate / vergangene 12 Monate	Konsens	11.5%	40.1%	-0.5%	10.6%	26.4%	53.7%	61.9%	17.2%	0.3%
Nächstes Bilanzjahr / aktuelles Bilanzjahr	Konsens	10.9%	9.9%	8.8%	7.6%	6.8%	8.4%	22.6%	10.7%	7.6%
<b>Umsatzwachstum je Aktie, geschätzt (MSCI)</b>										
Nächste 12 Monate / vergangene 12 Monate	Konsens	2.84%	-2.92%	-2.03%	5.12%	2.93%	-11.95%	-15.71%	-9.83%	-3.44%
Nächstes Jahr / aktuelles Jahr	Konsens	5.6%	3.3%	9.8%	3.1%	3.8%	4.7%	9.5%	5.0%	3.1%
<b>Bewertungsindikatoren (MSCI)</b>										
Kurs-Gewinn-Verhältnis (12 Mo. vorwärts)	Konsens	16.29	14.35	9.18	13.71	12.47	15.26	11.81	5.78	17.26
Kurs-Umsatz-Verhältnis (w.o.)	Konsens	1.70	0.96	1.07	0.76	0.77	1.24	1.04	0.71	2.04
Dividendenrendite	Konsens	2.2%	3.4%	3.2%	2.1%	3.2%	4.1%	4.3%	4.8%	3.3%

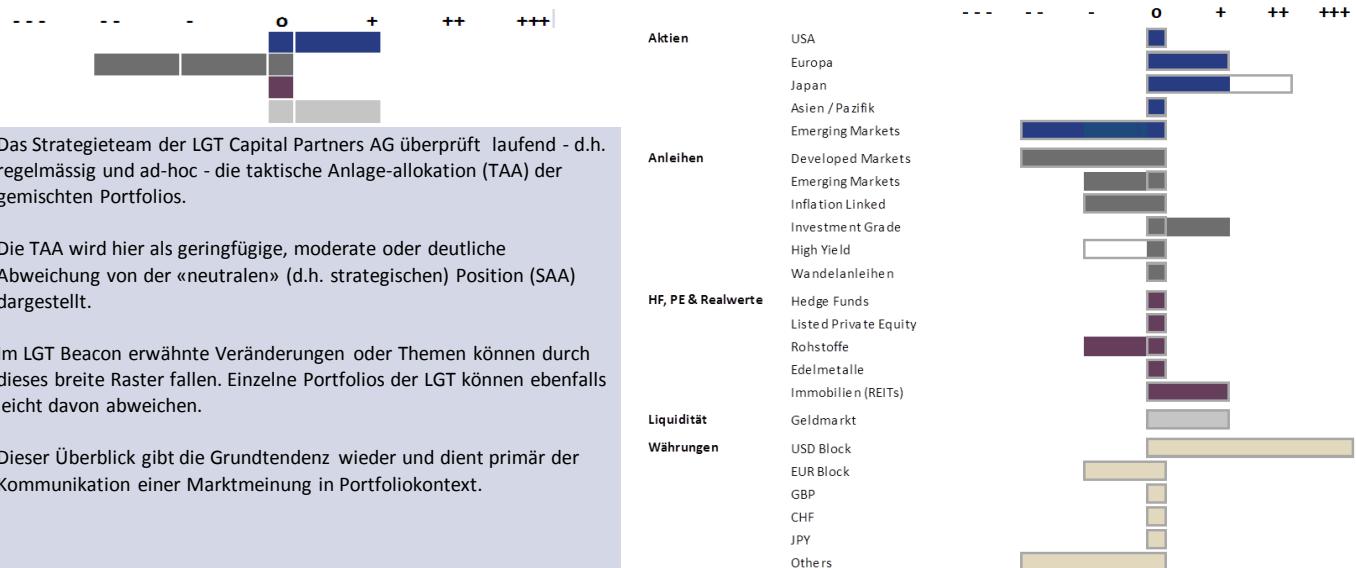
Alle Schätzungen: Von Bloomberg ermittelter Konsenswerte. \*Marktkapitalisierung Chinas inkludiert Hongkong. Gewinnwachstum: "Wende pos.", von Verlust zu Gewinn, "Wende neg.", Verlust erwartet.

Quelle: Bloomberg. Alle Angaben auf Basis des letzten gehandelten Kurses/Preises zum Zeitpunkt der Datenaktualisierung (Schweiz):

07 Oct 2015 10:00

## LGT Asset Allocation Strategie: Positionierung wurde einem nach ad-hoc Meeting am 30. Sept. 2015 bestätigt.

Leichte Aktienübergewichte in den Industrieländern. Anleihen insgesamt untergewichtet (insbesondere Staatsanleihen der Industrieländer). US-Dollar bevorzugt. Liquidität über Neutralposition.



**Disclaimer:** Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf- oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation ist von unseren Mitarbeitern verfasst und beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schliessen uneingeschränkt jede Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art aus - sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden -, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbieten oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten.