



# Anlagen International Wirtschaft, Finanzmärkte und Anlagepolitik

November 2015 - Nr. 11

Ausgabe für Deutschland, Italien, Luxemburg und Österreich

# Highlights

## Konjunktur

Die Erholung der globalen Wirtschaft hat in den letzten Wochen an Dynamik eingebüßt. Befürchtungen, dass es zu einem konjunkturellen Einbruch kommen könnte, erachten wir als übertrieben.

Die Binnenkräfte in den USA sind robust, und in der Eurozone deutet sich ein Erstarken an.

In China sind für die nächsten Monate weitere Ankündigungen für wachstumsfördernde Massnahmen zu erwarten.

## Finanzmärkte

Die jüngst erfolgten, angekündigten oder erwarteten geldpolitischen Stimulierungsmassnahmen rund um den Erdball zeigen, dass die monetären Weichen weiterhin auf Expansion stehen.

Dies dürfte auch den Zeitpunkt der erwarteten US-Leitzinserhöhung auf Anfang 2016 verschieben.

## Inhalt

Highlights und Impressum	2
Anlagepolitik	3
Wirtschaft und Finanzmärkte	4
Zinsen und Währungen	6
Aktien	8

## Länder: Lage und Aussichten

USA	10
Eurozone	11
Grossbritannien	12
Schweiz	13
China	14
Brasilien	15
Neuseeland	16
Japan	17
Schwellenländer	18
Alternative Anlagen: Immobilien	19
Disclaimer	20

## Anlagepolitik

Die fiskalischen Stabilisierungsmassnahmen in China, das moderate globale Wirtschaftswachstum und die eingeschlagene Geldpolitik sprechen für Aktien.

Aufgrund der zu erwartenden monetären Stimuli seitens der EZB und der BoJ erscheinen Aktien aus der Eurozone und Japan weiterhin sehr interessant.

# Anlagepolitik

## Dividendentitel bleiben attraktiv

In den vergangenen Tagen überraschten die erfolgten, angekündigten oder erwarteten geldpolitischen Stimulierungsmassnahmen rund um den Erdball – natürlich in China, Japan und der Eurozone. Der weltweite monetäre Liquiditätsschub geht damit in eine weitere Runde, was auch den Zeitpunkt einer ersten US-Leitzinserhöhung auf Anfang 2016 verschieben dürfte. Die monetären Weichen stehen damit weiterhin auf Expansion. Zusammen mit einem moderaten globalen Wirtschaftswachstum und den fiskalischen Stabilisierungsmassnahmen in China spricht dies für Aktien.

## Emerging-Markets-Aktien wieder interessanter

Die neue Welle monetärer Stimuli wird Aktien allgemein und Aktien aus den noch günstig bewerteten Emerging Markets im Besonderen zugutekommen. Angesichts der jüngst nachlassenden Wachstumssorgen um China favorisieren wir Emerging Asia, dessen Länder stark nach China exportieren und daher von den Stabilisierungsanzeichen in China am meisten profitieren werden. Aufgrund der zu erwartenden monetären Stimuli seitens der EZB und der BoJ erscheinen Aktien aus der Eurozone und Japan weiterhin sehr interessant.

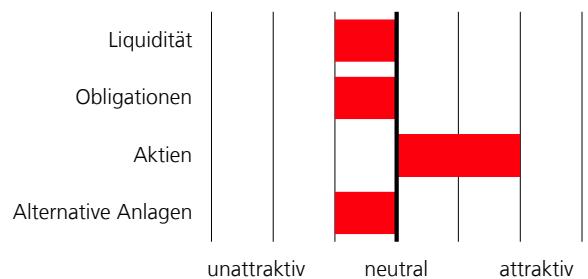
## Bonds: unterschiedliche Geldpolitik entscheidend

Angesichts des fortgeschrittenen US-Konjunkturzyklus erscheinen USD-Bonds weniger attraktiv als das EUR- und GBP-Segment, das von den angekündigten Massnahmen der EZB resp. dem Aufschub der Leitzinserhöhung in Grossbritannien profitiert.

## Monetäre Stimuli macht Gold attraktiver

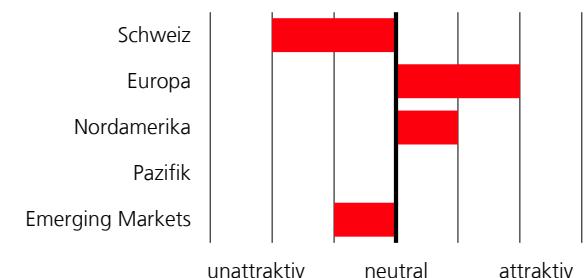
Angesichts der erwarteten Liquiditätsschwemme und sich verzögernden US-Leitzinswende und den damit bis auf Weiteres historisch tief bleibenden Opportunitätskosten für das Halten von «zinslosem» Gold werden Goldengagements wieder interessanter. Das Unterschiessen bei den Öl- und Rohstoffpreisen ist zwar weit fortgeschritten, erneute Preisrückgänge sind aber nicht auszuschliessen – zumal das Überangebot an Öl zunächst fortbesteht.

## Strategieüberblick



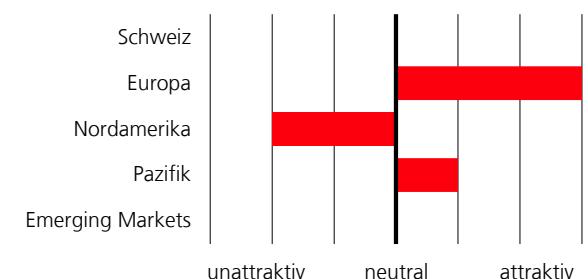
Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Anlagepolitik Obligationen



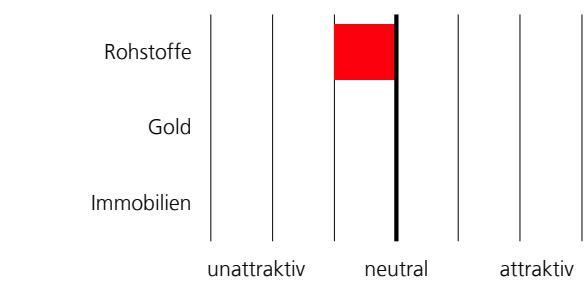
Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Anlagepolitik Aktien



Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Anlagepolitik Alternative Anlagen



Quelle: Zürcher Kantonalbank

# Wirtschaft und Finanzmärkte

## Kein globaler Wachstumseinbruch

Die Erholung der globalen Wirtschaft hat jüngst an Dynamik eingebüßt. Folglich hat auch der internationale Währungsfonds (IWF) seine Wachstumsprognosen für die nächsten Jahre erneut nach unten revidiert. Befürchtungen, dass es zu einem konjunktuellen Einbruch kommen könnte, erachten wir aber als übertrieben. So vermag zwar die Industrie in den meisten wichtigen Ländern zurzeit keine Impulse zu liefern, und die vorauslaufenden Konjunkturindikatoren deuten auch nicht auf eine unmittelbar bevorstehende Beschleunigung hin, aber generell stehen die verfügbaren Umfrageergebnisse mit einem moderaten BIP-Wachstum in Einklang. Gemäss unseren Einschätzungen wird die Weltwirtschaft in diesem Jahr mit unter 3% wachsen, in den nächsten zwei Jahren wird das Wachstum dann aber wieder den Durchschnitt seit der Jahrtausendwende von 3% erreichen (*Grafik 1*). Die Binnenkräfte in den USA erachten wir als robust, und in der Eurozone deutet sich ein Erstarken an, sodass die Industrieländer insgesamt den eingeschlagenen Pfad eines moderaten Wachstums in den nächsten Quartalen zumindest halten können – nicht zuletzt, da der fiskalische Gegenwind abflauen wird.

## Dritte Welle der globalen Finanzkrise

Bekanntlich liegt der Wachstumsfokus heute vermehrt auf den Schwellenländern. Nachdem die erste Welle der globalen Finanzkrise 2008 die USA erreicht hatte, schwachte die zweite in den Jahren 2011 und 2012 auf die Eurozone, deren Einheitswährung darüber

auseinanderzubrechen drohte. Nun hat uns die dritte Welle erfasst: Der Schwächeanfall der Schwellenländer. Zwar gibt es aus konjunktureller Sicht zurzeit wenig Gutes aus den Schwellenländern zu berichten, es zeichnet sich aber allmählich eine Stabilisierung auf tiefem Niveau ab. Entsprechend rechnen wir mit leicht steigenden Wachstumsraten für die kommenden beiden Jahre.

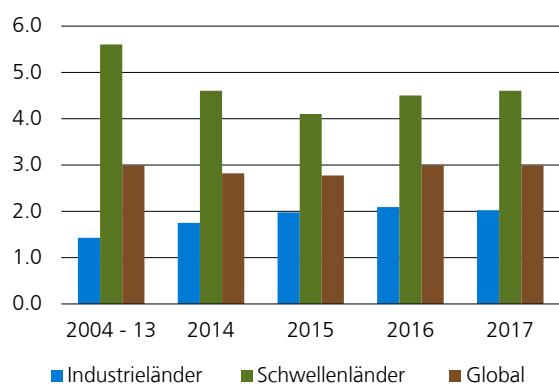
## Auch keine globale Deflation

Was heisst das für die in Finanzmarktkreisen immer wieder diskutierten globalen Deflationsgefahren? Die Kerninflationsraten notieren in den meisten Volkswirtschaften zurzeit deutlich über null, und auch die Inflationserwartungen bleiben im positiven Bereich. Zudem dürfte der negative Effekt der massiv gesunkenen Rohstoffpreise in den nächsten Monaten allmählich auslaufen. Gemäss unseren Prognosen wird die globale Inflation von derzeit rund 2% langsam wieder steigen und im Jahr 2017 bei rund 3% notieren.

## Dauert Rally bei Schwellenländern an?

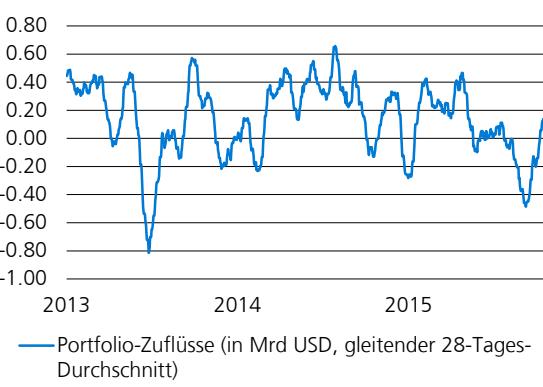
In den letzten Wochen erzielten die Finanzmärkte der Schwellenländer wieder einmal eine positive Performance, nachdem sie in den Monaten zuvor massiv unter Druck geraten waren. Drei Faktoren waren für diese Entwicklung verantwortlich. Erstens wurde der Zeitpunkt der erwarteten ersten Zinserhöhung in den USA nach hinten verschoben, was auch den US-Dollar schwächte. Zweitens haben sich die übertriebenen Ängste um China etwas gelegt. Drittens fiel die

**Grafik 1: Wachstumsprognose der Zürcher Kantonalbank**



Quelle: Zürcher Kantonalbank

**Grafik 2: Portfolio-Zuflüsse in Schwellenländer**



Quellen: Zürcher Kantonalbank, IIF

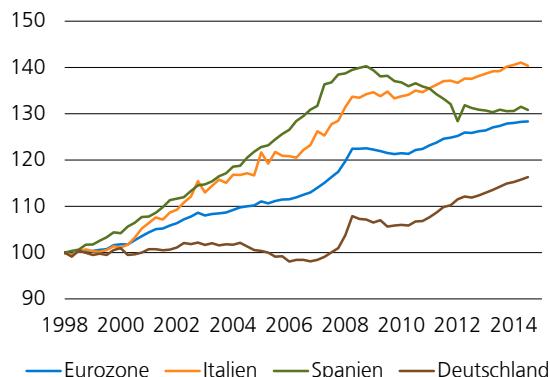
Korrektur der Emerging Markets so heftig aus, dass eine technische Erholung anstand. Die Frage lautet, ob die jüngste Bewegung eine kurzfristige Erholungswelle oder der Beginn einer anhaltenden Aufwärtsbewegung ist. Kurzfristig können sich die Finanzmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften zwar durchaus noch etwas von ihrer freundlicheren Seite zeigen. Für eine nachhaltige Stärkephase ist aber der Gegenwind noch zu stark. Die erwartete Zinserhöhung in den USA, die auch zu einer erneuten Stärke des US-Dollar führen wird, bietet bekanntlich kein gutes Umfeld für die Emerging Markets. Zudem werden Wirtschafts- und Gewinnwachstum in dieser Region vorerst bescheiden bleiben. All dies spricht dafür, dass die jüngsten starken Nettokapitalzuflüsse in die Schwellenländer nur vorübergehender Natur waren (*Grafik 2*) und dass die Investoren vor allem gegenüber den fundamental verletzlicheren Ländern vorsichtig bleiben. Eine Ausnahme bilden die Aktien aus dem Segment Emerging Asia, die nach den jüngsten Korrekturen unserer Meinung nach zu tief bewertet sind. Diese Länder werden von den Stabilisierungsmassnahmen der chinesischen Regierung profitieren.

#### **Italien kommt bei Reformen langsam voran**

Mit Bezug auf die fundamentalen Rahmenbedingungen lohnt auch ein Blick auf die Peripheriestaaten der Eurozone. In letzter Zeit wurde viel über die wirtschaftlichen Fortschritte in Spanien berichtet. Die

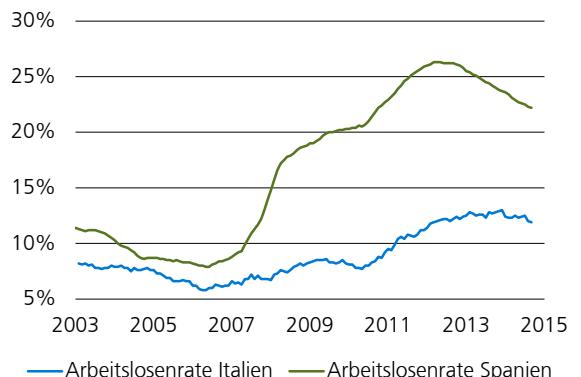
strukturellen Reformen entfalten dort seit Längerem ihre positive Wirkung, was sich unter anderem in überdurchschnittlich hohen Wachstumszahlen und in einer deutlich sinkenden Arbeitslosenquote widerspiegelt. Auch in Italien lässt sich die Wende zum Besseren erkennen. Die aktuelle Regierung um Ministerpräsident Matteo Renzi profitiert zwar auch vom generellen Erholungstrend in der Eurozone. Aber es gibt darüber hinaus Anzeichen dafür, dass die bislang vorgenommenen Veränderungen, und hier insbesondere in der Arbeitsmarktgesetzgebung, Wirkung zeigen. Vor allem wurde der äußerst rigide Kündigungsschutz bei neuen Arbeitsverträgen für Festangestellte in Betrieben mit mehr als 15 Mitarbeitern gelockert. Italien besitzt u.a. deshalb eine überdurchschnittlich grosse Zahl an Kleinbetrieben, weil Unternehmer bislang die finanziellen Risiken dieses Kündigungsschutzes gescheut haben. Ein wichtiges Hemmnis für die Expansion ist damit zumindest entschärft worden. Größere Betriebe können Skalenerträge generieren, das heißt kostengünstiger produzieren. Darin besteht eine wichtige Voraussetzung für die Verbesserung der Produktivität und die Senkung der Lohnstückkosten. *Grafik 3* zeigt, dass hier enormes Potenzial besteht. Zumindest lässt sich bereits jetzt schon erkennen, dass sich der Arbeitsmarkt erholt und seit Mitte des Jahres sogar etwas dynamischer entwickelt als in Spanien (*Grafik 4*).

**Grafik 3: Italiens Lohnstückkosten sind zu hoch**



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

**Grafik 4: Arbeitslosenraten im Vergleich**



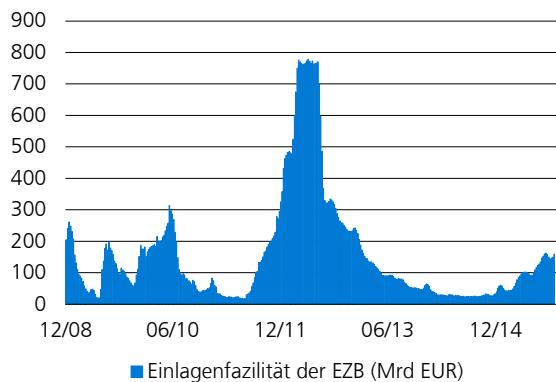
Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

# Zinsen und Währungen

## EZB deutet weitere Lockerungen an

Die Renditen der Staatsanleihen werden durch die Zentralbanken weiterhin auf niedrigem Niveau gehalten. Der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) gab nach seiner jüngsten geldpolitischen Sitzung deutliche Hinweise darauf, dass die expansiven Massnahmen im Dezember nochmals erweitert werden könnten. Neben einer Ausweitung des aktuell laufenden Anleihenankaufprogramms steht auch eine weitere Senkung des Einlagenzinssatzes, der bereits negativ ist, im Raum. Ein Blick auf die Einlagenfazilität der EZB zeigt, dass ihre Inanspruchnahme seit Ende letzten Jahres zunimmt (*Grafik 1*). Dies hängt unter anderem damit zusammen, dass Geschäftsbanken gegenwärtig Liquidität zu einem Zinssatz von –0.2% sicherer parken können, als beispielsweise zu –0.3% in zweijährigen deutschen Bundesanleihen. Die EZB könnte demnach versuchen, ihre Einlagenfazilität unattraktiver zu machen. Folglich dürften auch die Renditen der Staatsanleihen in der Eurozone, selbst wenn sich die konjunkturelle Erholung fortsetzt, weiterhin niedrig bleiben. Die Märkte haben bereits auf die Kommunikation der EZB reagiert (*Grafik 2*). Beispielsweise begab die italienische Regierung erstmals zweijährige Anleihen mit einer Rendite unter null. Von dieser Entwicklung dürfte die Bank of England nicht unbeeindruckt bleiben. Hier gehen wir davon aus, dass die Leitzinswende zeitlich eher weiter nach hinten geschoben wird. Hinzu kommt, dass die Konjunktur dort im 3. Quartal an Dynamik verloren hat. Der Bond-Markt in Europa bleibt insgesamt attraktiv.

**Grafik 1: Inanspruchnahme der EZB-Einlagenfazilität**



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

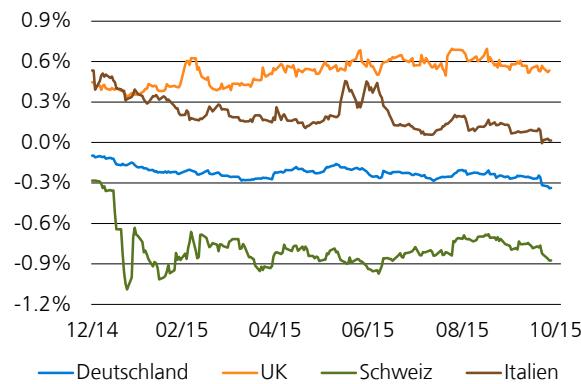
## Attraktivität von US-Treasuries sinkt leicht

Schwindendes Potenzial sehen wir dagegen bei US-Treasuries. Der Konjunkturaufschwung befindet sich bereits in seinem siebten Jahr. Er ist damit sehr weit fortgeschritten, und die Leitzinswende steht bevor. Wir rechnen zwar nicht mit kräftigen Renditeanstiegen in den USA, und wir erwarten weiterhin eine US-Dollaraufwertung. Im Vergleich zu Europa sollte die Attraktivität des US-Bond-Markts allerdings 2016 sukzessive abnehmen.

## Lebenszeichen der Emma-Währungen

Im September hat der monatlang anhaltende Abwärtstrend der Schwellenländerwährungen gedreht. Die meisten vorher arg abgewerteten Valuten vermochten zum Schweizer Franken deutlich zuzulegen (*Grafik 3*). Ist dies nur ein Strohfeuer oder ist es der Beginn einer länger dauernden Aufwertung? Zwei-felsohne half es den Emerging-Markets-Währungen, dass die US-amerikanische Notenbank die langersehnte Zinswende ein weiteres Mal auf die lange Bank schob. Ein prüfender Blick auf die konjunkturelle und wirtschaftspolitische Situation in den Schwellenländern zeigt jedoch, dass der grosse Befreiungsschlag noch nicht erfolgt ist. In einzelnen Ländern zeichnet sich aber ein Abflauen des konjunkturellen Schrumpfungsprozesses ab. Spätestens beim unvermeidlichen Näherrücken der Fed-Zinsanhebung wird die Aufwertungstendenz der Schwellenländerwährungen wieder nachlassen.

**Grafik 2: Renditen zweijähriger Anleihen in Europa**



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

### Geldpolitik immer noch massgeblicher Treiber

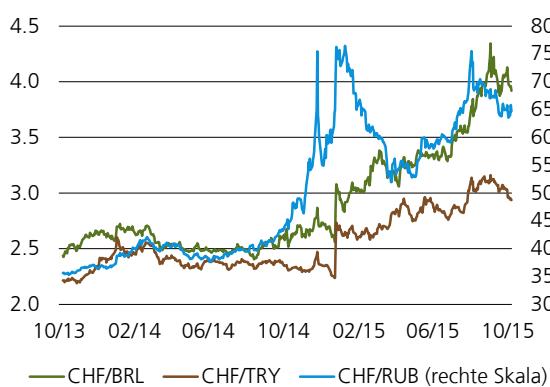
Die letzten Monate haben es erneut an den Tag gelegt: Der wichtigste Treiber für die G10-Währungen ist immer noch die vollzogene oder auch nur angekündigte Geldpolitik der Zentralbanken. Die Verschiebung der Fed-Leitzinserhöhung hat den US-Dollar geschwächt. Die jüngst signalisierte Bereitschaft von EZB-Präsident Draghi, allenfalls weitere Lockerungsmaßnahmen zu vollziehen, hat wiederum den Euro geschwächt. Dieselben Mechanismen sind auch in Grossbritannien und Japan zu beobachten. Wir gehen davon aus, dass sich dies auch in den nächsten Monaten nicht ändern wird, obwohl die Positionen nun eigentlich geklärt sind und entsprechend die Volatilität zurückgekommen ist (*Grafik 4*). Dies bedeutet, dass der Euro und der japanische Yen schwächer werden, da wir auch zukünftig taubenartige Aussagen dieser Notenbanken vernehmen werden. Hingegen wird der US-Dollar in Anbetracht der voraussichtlich Anfang 2016 stattfindenden Leitzinserhöhung anziehen. Daselbe gilt auch für das britische Pfund. Die Bank of England wird nach dem Fed die nächste Notenbank sein, die den Zinserhöhungszyklus einleiten wird.

### Prognosen Zinsen und Währungen

	29. Okt. 15	Feb. 16	Nov. 16
<b>Leitzins</b>			
CHF	-0.75	-0.75	-0.75
EUR	0.05	0.05	0.05
GBP	0.50	0.50	1.00
SEK	-0.35	-0.35	0.00
USD	0.00	0.25	1.25
CAD	0.53	0.50	0.50
JPY	0.10	0.10	0.10
AUD	2.00	1.75	1.75
<b>Rendite Staatsanleihen 10 Jahre</b>			
CHF	-0.27	-0.10	0.10
EUR	0.97	1.00	0.80
GBP	1.93	2.00	2.10
SEK	0.62	0.80	1.00
USD	2.17	2.30	2.80
CAD	1.55	1.60	2.00
JPY	0.30	0.40	0.50
AUD	2.61	2.90	3.20
<b>Wechselkurse .../CHF</b>			
EUR	1.09	1.09	1.08
GBP	1.52	1.56	1.54
SEK	11.59	11.72	12.00
USD	0.99	0.99	1.03
CAD	0.75	0.75	0.77
JPY	0.82	0.81	0.80
AUD	0.70	0.70	0.70

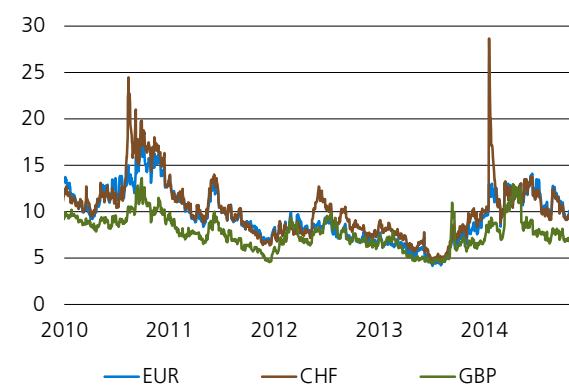
Quelle: Zürcher Kantonalbank

**Grafik 3: Franken zu Schwellenländerwährungen**



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

**Grafik 4: 1-Monats-Volatilität zum US-Dollar**



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

# Aktien

## Erholung von der Korrektur

Die globalen Aktienmärkte erholten sich im Oktober deutlich. Der MSCI Welt legte um rund 8% zu. Er liegt damit noch etwa 6% unter seinem Allzeithoch im Mai. Auf regionaler Ebene stiegen die Verlierer der Vormonate besonders kräftig (MSCI Japan: 10.1%, MSCI Eurozone: 9.5%). Als positives Zeichen lässt sich werten, dass konjunktursensitiven Sektoren deutlich besser abschnitten als die defensiven Titel. Der Konjunkturpessimismus hat sich demnach vorerst gelegt. Allerdings fällt auch auf, dass Investoren über alle Regionen hinweg stärker in Grossunternehmen investierten als in kleine und mittelgroße Aktiengesellschaften. Gelder im Notfall foglich schnell umschichten zu können, hat einen hohen Stellenwert.

## US-Berichtssaison im Rahmen der Vorquartale

Die Gewinnberichtssaison in den USA für das 3. Quartal befindet sich auf ihrem Höhepunkt. Bislang haben etwa 280 Unternehmen ihre Bilanzen offengelegt. Es zeigt sich, dass die positiven Gewinnüberraschungen mit 75% etwa im Rahmen der Vorquartale liegen. Allerdings konnten nur 45% bei den Umsätzen unerwartet gute Zahlen liefern. Die Unternehmen haben ihre Kosten nach wie vor im Griff oder im Vorfeld der Saison bereits vor schlechteren Zahlen gewarnt, so dass Finanzanalysten ihre Erwartungen herunterschrauben konnten. *Grafik 1* zeigt, dass die Gewinne im Jahresvergleich leicht rückläufig sind. Die Margen bewegen sich aber dennoch weiterhin auf hohen Niveaus. Wegen der durchwachsenen Konjunkturdaten im Laufe der vergangenen Monate stehen auch die Geschäftsausblicke der Unternehmen im Fokus. Hier hat sich bislang gezeigt, dass sich insbesondere die konjunktursensitiven Firmen zurückhaltend zeigen. Sie bestätigen im Wesentlichen unseren Ausblick von einer zwar leicht anziehenden globalen Konjunktur 2016. Im Vergleich zu früheren Aufschwungphasen fällt die Erholung jedoch sehr verhalten aus. Außerdem weisen die niedrigen Inflationsraten darauf hin, dass Unternehmen noch immer kaum Preismacht besitzen.

## MSCI-Regionen: Bewertungsindikatoren

	Aktuelle Ge-wichtungs-empfehlung*	KGV** 27. Okt 15	Gewinn-wachstum*** 27. Okt 15		Dividen-denrendite**** 27. Okt 15
			27. Okt 15	27. Okt 15	
Welt		15.8	9.5	2.9	
Schweiz	= (=)	17.2	7.4	3.0	
Europa	+ (+)	14.8	8.5	3.8	
Nordamerika	- (=)	16.6	9.9	2.6	
Asien/Pazifik	+ (+)	14.3	9.2	2.9	
Em. Markets	= (-)	11.1	12.0	3.2	
Asien		10.7	10.3	3.2	
Lateinamerika		12.8	12.9	3.1	
Europa		6.6	8.8	4.7	

\* Anlagepolitik der Zürcher Kantonalbank gegenüber Benchmark

\*\* Berechnet mit 12-Monats-Forward-Gewinnen (IBES-Konsensus)

\*\*\* Prognostiziertes Fünfjahreswachstum (IBES-Konsensus) in %

\*\*\*\* Auf Basis der zuletzt gezahlten annualisierten Dividende (IBES) in %

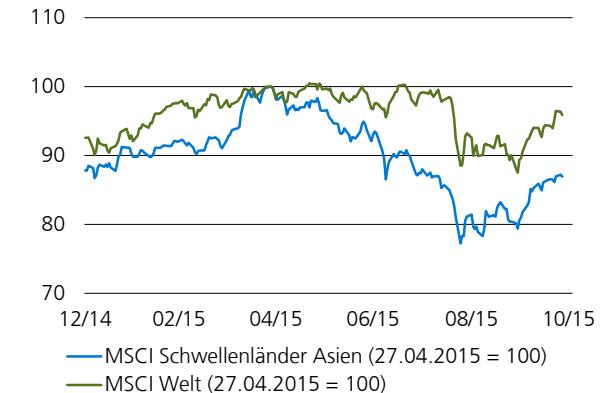
Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 1: Gewinne im S&P 500 leicht rückläufig



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 2: Korrektur asiatischer Märkte übertrieben



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Aktien EUR und EM aufgestockt

Die globale konjunkturelle Entwicklung und die niedrigen Inflationsraten lassen viele Zentralbanken über einen Ausbau der jetzt schon äusserst expansiven Geldpolitik nachdenken. Dies sollte den Aktienmärkten im Allgemeinen und denen der Schwellenländer im Besonderen zugutekommen. Eine Aufholbewegung könnte vor allem an den asiatischen Märkten erfolgen, weil die jüngsten Konjunkturdaten aus China keine Hinweise auf die befürchtete Rezession liefern haben. Im Gegenteil wurde unsere Einschätzung bestätigt, dass sich das Wirtschaftswachstum zwar weiter abschwächen wird, die Regierung aber alles Nötige unternimmt, die Abschwächung zu glätten. Die Sorgen über das konjunkturelle Wohlergehen der übrigen asiatischen Volkswirtschaften und die Korrektur an den dortigen Aktienmärkten erachten wir daher als übertrieben (*Grafik 2*). Auch im Vergleich zu den anderen Schwellenländerregionen sieht Asien attraktiv aus. Die grösste Volkswirtschaft Südamerikas, Brasilien, hat gegenwärtig mit einer Rezession und politischen Skandalen zu kämpfen. Die grösste Volkswirtschaft in Osteuropa, Russland, ist zwar politisch stabil, aber der niedrige Ölpreis und die Sanktionen im Rahmen der Ukraine-Krise sorgen dort ebenfalls für deutlichen konjunkturellen Abschwung.

## Keine Änderungen im Sektorportfolio

Da die relative Indexentwicklung der einzelnen Branchen nach wie vor äusserst volatil ist, schichten wir im Portfolio erneut nicht um. Grundsätzliche Trendwechsel lassen sich noch nicht erkennen. Allerdings steht der Sektor Gesundheit neu unter genauer Beobachtung. Seit Mitte September schneidet der Index deutlich schlechter ab als der MSCI Welt. Wesentliche Auslöser dafür waren die im US-Wahlkampf aufkommende Diskussion um die Medikamentenpreise und Spekulationen über mögliche Bilanzierungstricks bei einigen Unternehmen. Wir stufen den Sektor jedoch nicht herab, weil sich die Gewinnrevisionen der Finanzanalysten weiterhin auf weit überdurchschnittlichen Niveaus bewegen, die Gewinnschätzungen also im Vergleich zum Gesamtmarkt steigen, und sich die Bewertung gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis auf moderatem Niveau bewegt (*siehe Tabelle*).

## MSCI Welt-Sektoren: Indikatoren und Empfehlungen

	Aktuelle Ge- wichtungs- empfehlung*	Gewinn- wachstum***		Dividen- rendite****
		KGV**	27. Okt 15	
MSCI Welt		15.8	7.5	2.9
Energie	= (=)	22.6	-10.4	4.4
Grundstoffe	- (-)	15.4	5.0	2.9
Industrie	- (-)	15.5	8.2	2.6
Zykl. Konsum	+ (+)	16.5	14.5	2.3
Nichtzykl. Kon- sum	= (=)	20.2	5.9	2.8
Gesundheit	+ (+)	16.7	10.9	2.5
Finanzwerte	+ (+)	12.4	7.5	3.3
Inform. Techno- logie	= (=)	16.6	8.4	2.2
Telekom	- (-)	15.0	6.3	4.8
Versorger	= (=)	15.2	2.2	3.9

\* Gewichtungsempfehlung relativ zum MSCI Welt

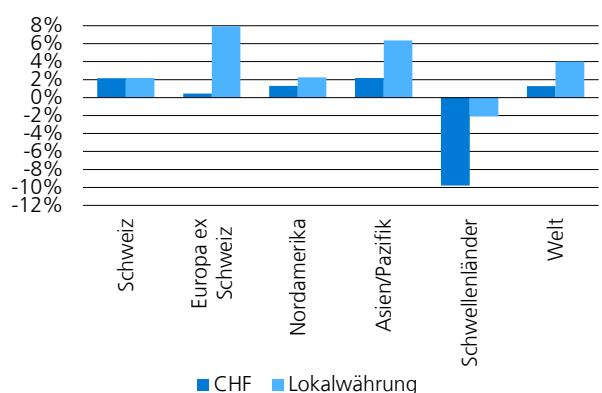
\*\* Berechnet mit 12-Monats-Forward-Gewinnen (IBES-Konsensus)

\*\*\* Prognostiziertes 5-Jahres-Wachstum (IBES-Konsensus)

\*\*\*\* Auf Basis der zuletzt gezahlten annualisierten Dividende (IBES)

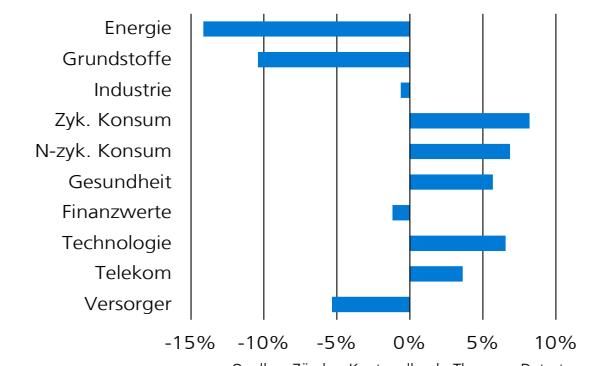
Quelle: Thomson Datastream

## Grafik 3: Performance seit 31. Dezember 2014



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 4: Performance seit 31. Dezember 2014 in CHF



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

# USA

## Gemischte Signale von der Industriekonjunktur

Aus der Industrie kommen in den letzten Wochen eher wieder gemischte Wachstumssignale, angefangen vom ISM-Index, der auf 50 Punkte zurückkam, bis hin zu den Auftragseingängen, die den zweiten Monat in Folge enttäuschten. Im Oktober fielen die Investitionen der Unternehmen gar auf den tiefsten Stand seit zwei Jahren, was ganz klar den Folgen der USD-Stärke auf die Exportwirtschaft sowie den tiefen Ölpreisen und rückläufigen Explorationstätigkeiten geschuldet ist. Unbestritten ist zudem, dass das Wachstum der US-Industrie nach den starken Vorjahren seinen Zenit überschritten hat. Nach wie vor erfreulich präsentieren sich hingegen Lage und Ausblick im (mit einem BIP-Anteil von über 80%) gewichtigen Dienstleistungssektor. So liegt beispielsweise der entsprechende ISM-Dienstleistungsindex weiterhin bei hohen, rund 60 Punkten. Der private Konsum wächst real um 3.5%, dessen 40%-ige Subkomponente, der Einzelhandelsumsatz, jedoch nur um nominal knapp 2%. Zurückzuführen ist dies vor allem auf verlangsame Autoverkäufe, die rund 25% des Einzelhandelsumsatzes ausmachen.

## Fed in Warteschleife

Die Inflationseffekte des niedrigen Ölpreises und des starken USD sollten auslaufen, und umgekehrt wird der Lohndruck gemäss Fed-Chefin Yellen sukzessive zunehmen angesichts der erreichten Normalauslastung am US-Arbeitsmarkt. Die Unsicherheit resp. Meinungsverschiedenheit unter den Fed-Offenmarktteilnehmern besteht darin, mit welcher zeitlichen Verzögerung der Zusammenhang zwischen Arbeitslosenrate und Lohn, sofern er überhaupt noch besteht, auftritt, aber auch wie wichtig der Auslaufeffekt der Sonderfaktoren auf die künftige Inflationsentwicklung sein wird. Unbestritten ist hingegen, dass mit Erreichen der Normalbeschäftigung allmählich die Zuwächse an neuen Stellen abnehmen werden und ein Beschäftigungsplus von knapp 150 000 wie im letzten Monat im nächsten Jahr nicht als Enttäuschung, sondern als «normal» angesehen werden muss. Da der Zenit auch hier schon überschritten wurde, wird das Zeitfenster für eine Zinswende allmählich begrenzter.

## Wirtschaftszahlen USA

	2004 - 13	2014	2015*	2016*	2017*
BIP-Wachstum	1.7	2.4	2.6	3.1	2.6
Staatshaushalt**	-6.3	-2.8	-2.3	-1.9	-1.6
Leistungsbilanz**	-3.8	-2.5	-2.7	-2.5	-2.4
Inflation***	2.3	1.6	0.3	1.9	2.3
Arbeitslosenrate***	6.9	6.3	5.2	4.9	4.8

\* Prognose \*\* in % des BIP \*\*\*Jahresdurchschnitt Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Grafik 1: ISM-Index und BIP-Wachstum



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 2: Zinsen USA



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 3: USD-Wechselkurs



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

# Eurozone

## Die Binnenkonjunktur auf dem Prüfstand

Für die Konjunkturdynamik in Euroland ist die anhaltende Wachstumsschwäche in den Schwellenländern sicher nicht von Vorteil. Die Exportwirtschaft macht gut einen Viertel des BIP aus und deren Abschwächung schlägt sich über die Industrieproduktion rasch in einer abnehmenden Konjunkturdynamik nieder. Dies bestätigen auch die Vorlaufindikatoren, jedoch nicht im erwarteten Ausmass. Der Ifo-Index gab im Oktober weniger nach als erwartet und die PMI halten ihr Expansionsniveau. Zwar verliert die Euroabwertung als stützender Faktor für die Exportaktivitäten ausserhalb des Euroraums an Wirkung, könnte aber dafür sorgen, dass der Handel zwischen den Euroländern noch stärker an Bedeutung gewinnt. Weitere Unterstützung findet die Binnenkonjunktur im tiefen Preisniveau, welches das Budget der Haushalte entlastet und für eine lockere Geldpolitik sorgt. Letztere schwächt nicht nur den Euro, sondern kurbelt die Konsum- und Hypothekarkredite an. Die deutliche Zunahme der Kreditnachfrage dürfte wohl etwas abnehmen, wird aber im positiven Bereich bleiben. Wegen der schwächeren globalen Konjunktur besteht daher durchaus die Gefahr, dass die Binnenkräfte im Euroraum unterschätzt werden. Dass wir für die nächsten zwei Jahre nur ein mässiges Wachstum prognostizieren hängt damit zusammen, dass a) der Basiseffekt der Faktoren, welche das Wachstum 2015 angestossen haben, nachlässt, b) die Konsolidierung der Haushalte in der Eurozone wenige fiskalpolitische Stimuli erlauben und dass c) aus den Strukturreformen, insbesondere im gesamteuropäischen Arbeitsmarkt, zu wenig Impulse kommen, um die Einkommenssituation zu verbessern und somit die Investitionen anzukurbeln. Vor diesem Hintergrund und weil das globale Wachstum nachlässt, erscheint es umso wichtiger, dass die vorhandenen, binnenkonjunkturstützenden Kräfte nicht zu schnell nachlassen. Hierfür wird die Europäische Zentralbank schon in der Dezembersitzung sorgen. Ob sie sich für eine QE-Ausweitung, QE-Verlängerung, einen negativeren Einlagezins oder eine Kombinationen davon entscheidet, darüber darf spekuliert werden. Handeln wird sie aber; andernfalls werden die Märkte enttäuscht reagieren.

## Wirtschaftszahlen Eurozone

	2004 - 13	2014	2015*	2016*	2017*
BIP-Wachstum	1.0	1.1	1.5	1.3	1.7
Staatshaushalt**	-3.3	-3.2	-3.0	-2.5	-1.5
Leistungsbilanz**	1.0	3.0	3.2	2.9	3.8
Inflation***	2.0	0.4	0.0	0.8	1.5
Arbeitslosenrate***	9.5	11.9	10.9	11.0	10.6

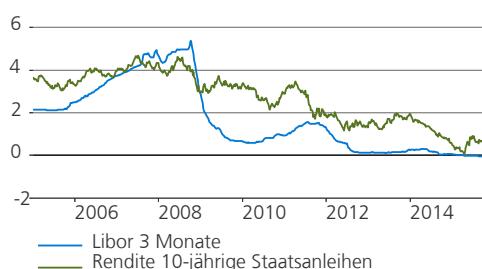
\* Prognose \*\* in % des BIP \*\*\*Jahresdurchschnitt Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Grafik 1: Geschäftsklima und BIP-Wachstum



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 2: Zinsen EUR



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 3: EUR-Wechselkurs



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

# Grossbritannien

## Konjunkturgang leicht verlangsamt

Bislang entwickeln sich die Binnennachfrage und insbesondere der private Konsum robust, wozu die Erholung des Realeinkommens, die stimulierende Geldpolitik und das solide Konsumklima beigetragen haben. Erst ab Anfang 2016, wenn die Ausgabenkürzungen des Staates im Rahmen des neuen Konsolidierungspakets, das das BIP-Wachstum in den kommenden zwei Jahren voraussichtlich um kumuliert einen Prozentpunkt drücken wird, in Kraft treten, dürfte sich Letzteres möglicherweise wieder verschlechtern. Das Geschäftsklima der Unternehmen hat sich hingegen gemäss Umfrage der Bank of England (BoE) schon in den letzten Monaten leicht eingetrüb. Mehrheitlich gehen die Unternehmen nun von einem verlangsamten Wachstumstempo aus. Angesichts allmählicher Vollauslastung der volkswirtschaftlichen Kapazitäten (diejenigen im Dienstleistungsbereich sind sogar schon überausgelastet) erstaunt dies die britische Notenbank nicht. Vor diesem Hintergrund dürfte der rasante Fall der Arbeitslosenrate der vergangenen Jahre zum Erliegen kommen. Bereits 50% der Unternehmen geben zuletzt an, dass es schon schwierig sei, (qualifizierte) Arbeitskräfte zu finden. Hiermit verbunden nimmt der Lohndruck allmählich zu – wenngleich von tiefem Niveau aus.

## Keine Zinswende vor dem 2. Quartal 2016

Dass wir dennoch erst ab dem 2. Quartal 2016 von einem ersten Zinsschritt der BoE ausgehen, liegt an der tiefen Inflation, die weiterhin um die 0%-Marke pendelt (aktuelle Jahresrate: -0.1%) – etwas, dass in den BoE-Protokollen zunehmend thematisiert wird. Rund Dreiviertel der Inflationsverlangsamung ist allerdings auf meist zur Jahreswende auslaufende Effekte wie der Ölpreisrückgang und die GBP-Aufwertung zurückzuführen, die sich seit Mitte 2003 auf rund 20% beläuft. Aufgrund der zunehmenden Unsicherheit, vor allem im Zusammenhang mit China, wird an den Märkten die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung um 25 Basispunkte bis Ende 2016 nur noch mit 60% eingepreist, nach 80% vor wenigen Wochen. Der Markt dürfte somit das Risiko einer Zinserhöhung durch die BoE, wie im Fall des Fed, unterschätzen.

## Wirtschaftszahlen Grossbritannien

	2004 - 13	2014	2015*	2016*	2017*
BIP-Wachstum	1.4	2.9	2.8	2.6	1.9
Staatshaushalt**	-6.0	-5.5	-4.8	-4.3	-4.1
Leistungsbilanz**	-2.8	-4.9	-4.8	-4.5	-4.3
Inflation***	2.6	1.5	0.1	1.9	2.0
Arbeitslosenrate***	6.6	7.4	7.0	6.8	6.6

\* Prognose \*\* in % des BIP \*\*\*Jahresdurchschnitt Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Grafik 1: Geschäftsklima und BIP-Wachstum



## Grafik 2: Zinsen Grossbritannien



## Grafik 3: GBP-Wechselkurs



# Schweiz

## Erstmals Ausblick bis 2017

Die konjunkturelle Entwicklung in der Schweiz verlief im 1. Halbjahr in Anbetracht des schwierigen Wechselkursumfeldes zufriedenstellend. Eine Rezession konnte bislang verhindert werden, der Arbeitsmarkt entwickelte sich vergleichsweise robust. Die gängigsten konjunkturellen Vorlaufindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex und das KOF Konjunkturbarometer haben sich zwar gegenüber den Tiefständen erholt, deuten aber nach wie vor auf eine schleppende Konjunkturentwicklung. Dies gilt nicht nur für das ablaufende Jahr, sondern auch für 2016. Hier dürfte eine leichte Erholung einsetzen, die Wachstumsausichten bleiben mit 1.2% aber nach wie vor getrübt. Im Umfeld einer global moderaten Konjunkturdynamik und der weiterhin grossen Herausforderungen für die Schweizer Wirtschaft – namentlich der starke Schweizer Franken sowie die offenen Fragen zur Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative – gehen wir bis ins Jahr 2017 von einem Wachstum unter Potenzial aus. Die Dynamik dürfte sich aber sukzessive verbessern.

## Druck auf SNB wird eher zunehmen

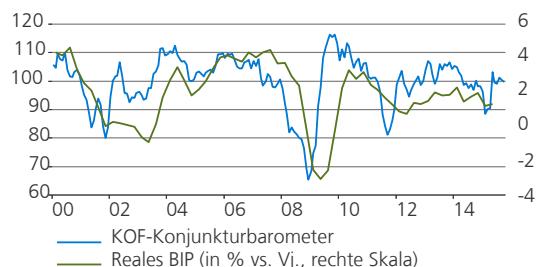
Eine wichtige Annahme für unsere verhalten optimistische Konjunkturprognose ist, dass sich der Franken gegenüber dem Euro seitwärts entwickelt, gegenüber dem US-Dollar im Zuge der amerikanischen Leitzinserhöhungen aber etwas abschwächt. Wir erachten es – entgegen unserer früheren Einschätzung – als sehr wahrscheinlich, dass die Europäische Zentralbank (EZB) im Dezember eine Ausweitung oder Verlängerung ihrer quantitativen Massnahmen (Staatsanleihenkäufe) beschliessen wird. Weniger wahrscheinlich, aber doch möglich ist eine Senkung der Zinsen in noch negativere Gefilde. Damit würde sich die Zinsdifferenz zur Schweiz schmälern – der für die Schweizerische Nationalbank (SNB) wichtigste Hebel, um den Franken unattraktiv zu machen. Der Druck auf den Schweizer Franken und damit auf die Währungshüter würde in diesem Fall steigen. Es ist daher nicht auszuschliessen, dass wir den Tiefstand bei den Schweizer (Leit-)Zinsen noch nicht gesehen haben. Noch entspricht dies aber nicht unserem Basisszenario.

## Wirtschaftszahlen Schweiz

	2004 - 13	2014	2015*	2016*	2017*
BIP-Wachstum	2.2	1.9	0.5	1.2	1.5
Staatshaushalt**	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
Leistungsbilanz**	10.5	7.1	5.7	7.2	8.0
Inflation***	0.6	0.0	-1.2	-0.5	1.0
Arbeitslosenrate***	3.5	3.2	3.3	3.7	3.9

\* Prognose \*\* in % des BIP \*\*\*Jahresdurchschnitt Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Grafik 1: Konjunkturbarometer und BIP-Wachstum



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 2: Zinsen Schweiz



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 3: CHF-Wechselkurs



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

# China

## Wachstum ist weiter von Staatshilfe abhängig

Das BIP-Wachstum im 3. Quartal betrug 6.9%, im Vergleich zu 7.0% im 1. Halbjahr. Allerdings herrscht ein allgemeiner Konsens, dass diese offiziellen BIP-Werte die effektive Konjunkturdynamik überzeichnen. Generell sind aus den jüngsten Konjunkturdaten folgende drei Schlüsse zu ziehen. Erstens beginnen die Stimulierungsmassnahmen langsam zu wirken und das Wirtschaftswachstum zeigt Stabilisierungsanzeichen. Die von gewissen Seiten geäusserten negativen Szenarien haben sich somit nicht bewahrheitet. Zweitens ist aber festzuhalten, dass das Wachstum weiterhin schwach ist und von weiteren staatlichen Stimulierungsmassnahmen abhängt. In den nächsten Monaten sind weitere Ankündigungen geld- und fiskalpolitischer sowie anderer wachstumsfördernder Massnahmen zu erwarten.

## Bedeutung des Dienstleistungssektors steigt

Drittens setzte sich die klare Divergenz zwischen der schwachen Entwicklung im Bereich Industrie/Investitionen und dem soliden Wachstum im Bereich Dienstleistungen/privater Konsum fort. Im 3. Quartal hat sich das Wachstum des Dienstleistungssektors auf 8.6% beschleunigt, während sich dasjenige im Industriesektor weiter auf 5.8% abschwächte. Der Anteil des Dienstleistungssektors am BIP hat sich auf 51.4% erhöht, womit das Ziel im 12. Fünfjahresplan (2011–2015) übertroffen wurde.

## Heftige Interventionen der Zentralbank

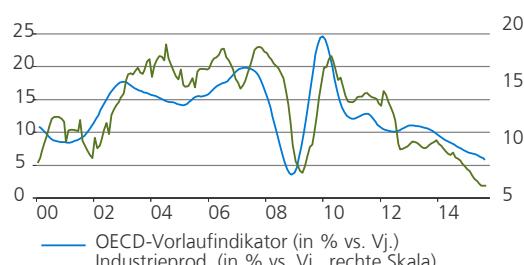
Nach der Änderung des Währungsregimes und der damit ausgelösten leichten Abschwächung des Renminbi im August hat sich der USD/CNY wieder recht stabil entwickelt. Dies bedeutet, dass die Zentralbank im August/September heftig interveniert hat, um eine weitere Abwertung des Renminbi zu vermeiden, was sich im Abbau der Devisenreserven manifestiert. Die Regierung dürfte warten, bis sich die Konjunkturlage stabilisiert und sich die extrem negative Stimmung gegenüber Chinas Wirtschaft und Finanzmärkte beruhigt. Erst dann wird sie ihre Währung weiter, aber kontrolliert leicht abwerten lassen.

## Wirtschaftszahlen China

	2003–12	2014	2015*	2016*	2017*
BIP-Wachstum	10.3	7.3	6.8	6.5	6.2
Staatshaushalt**	-1.4	-2.1	-2.8	-2.6	-2.5
Leistungsbilanz**	5.2	2.1	3.0	2.8	2.8
Inflation***	2.5	2.0	1.5	1.9	2.0
Arbeitslosenrate***	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1

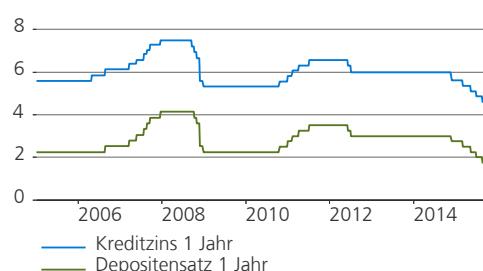
\* Prognose \*\* in % des BIP \*\*\*Jahresdurchschnitt Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Grafik 1: Vorlaufindikatoren und Industrieproduktion



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 2: Zinsen China



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 3: CNY-Wechselkurs



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

# Brasilien

## Politische und wirtschaftliche Krise

In Brasilien spitzt sich die politische Krise weiter zu und verhindert notwendige Schritte zur Stabilisierung der Wirtschaftskrise. Kürzlich hat die Opposition dem Parlamentspräsidenten einen neuen Antrag auf Amtsenthebung von Präsidentin Rousseff übergeben. Die verworrene politische Situation macht eine Vorhersage über den Ausgang des Antrags praktisch unmöglich. Sicherlich aber verhindert sie dringend notwendige Massnahmen zur Haushaltssanierung und Strukturreformen. Eine überzeugende Haushaltssanierung wird als Voraussetzung dafür angesehen, dass das Rating Brasiliens nicht weiter herabgestuft wird.

## Rezession wird sich bis ins Jahr 2016 hinziehen

Das grösste lateinamerikanische Land befindet sich in einer schweren Rezession, die sich angesichts der politisch festgefahrenen Situation bis ins Jahr 2016 hinziehen wird. Der Konjunktureinbruch schlägt sich immer stärker in einer Verschlechterung am Arbeitsmarkt nieder. Die Arbeitslosenquote betrug im September 7.6% (vor einem Jahr 4.9%) und die Reallöhne sind um 4.3% gesunken. Eine anhaltend starke Eintrübung am Arbeitsmarkt beinhaltet auch das Risiko von sozialen Spannungen. Der einzige kleine Lichtblick ist die wegen der Währungsschwäche leichte Verbesserung der Handelsbilanz.

## Real bleibt verletzlich

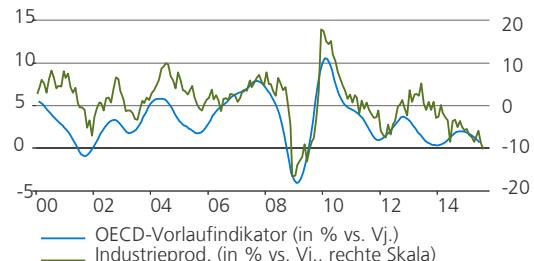
Die Zentralbank hat an ihrem jüngsten Treffen den Leitzins unverändert bei 14.25% gelassen, befindet sich aber in einer heiklen Situation. Die Rezession verlangt eigentlich Zinssenkungen, die Inflationsentwicklung spricht jedoch für eine restriktive Geldpolitik. Die Teuerung ist im September weiter auf 9.5% angestiegen. Der deutlich schwächere Real, die Erhöhung von administrierten Preisen und verschiedene Indexierungen werden die Inflation auch 2016 nur langsam sinken lassen. Die Währungshüter haben denn jüngst ihr Ziel, dass die Inflation bis Ende 2016 mit ihrem Inflationsziel von 4.5% konvergiert, aufgegeben. Die wirtschaftliche Krise, gepaart mit der politischen, macht eine weitere Abschwächung des Real zum US-Dollar wahrscheinlich.

## Wirtschaftszahlen Brasilien

	2003-12	2014	2015*	2016*	2017*
BIP-Wachstum	3.6	0.1	-3.0	-1.0	1.0
Staatshaushalt**	-3.4	-6.2	-8.5	-6.3	-5.0
Leistungsbilanz**	-0.7	-4.5	-4.0	-3.5	-3.0
Inflation***	6.4	6.3	9.5	6.3	5.2
Arbeitslosenrate***	9.5	4.8	7.0	8.0	8.0

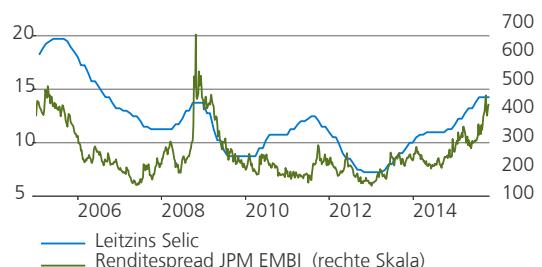
\* Prognose \*\* in % des BIP \*\*\*Jahresdurchschnitt Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Grafik 1: Vorlaufindikatoren und Industrieproduktion



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 2: Zinsen Brasilien



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 3: BRL-Wechselkurs



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

# Neuseeland

## Erholung bei den Preisen für Milchprodukte

Die Wachstumsdynamik in Neuseeland hat sich seit Anfang 2014 kontinuierlich abgeschwächt, was u.a. auf die deutlich gesunkenen Terms of Trade (Exportpreise im Vergleich zu Importpreisen) und die Wachstumsschwäche in den zwei wichtigsten Exportdestinationen, Australien und China, zurückzuführen ist. Jüngst haben sich die wichtigen Preise für Milchprodukte in Neuseeland – nachdem sie zuvor massiv eingebrochen waren – etwas erholt und die Konjunkturindikatoren haben sich leicht verbessert. So haben sich das Konsumenten- und Geschäftsvertrauen jüngst auf historisch tiefem Niveau stabilisiert. Angesichts der momentan moderaten Wachstumsdynamik dürfte die Produktionslücke in den nächsten Quartalen negativ bleiben.

## Inflationsrate liegt unterhalb des Zielkorridors

Die Konsumentenpreise sind im 3. Quartal um 0.3% gegenüber dem Vorquartal und 0.4% gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Die bescheidene Inflationsrate liegt deutlich unterhalb des Zielbandes der Zentralbank von 1–3%. Dazu trägt unter anderem das moderate Lohnwachstum bei, das im 2. Quartal 1.8% im Jahresvergleich betrug. Die Währungshüter gehen davon aus, dass sich die Teuerungsrate im 1. Halbjahr 2016 nicht zuletzt wegen der schwächeren Währung wieder in den Zielkorridor bewegt.

## NZD bleibt anfällig

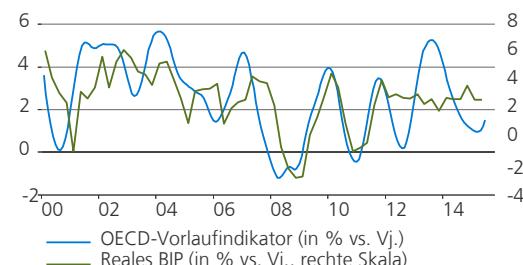
Die Zentralbank hat an ihrem Treffen Ende Oktober den Leitzins unverändert bei 2.75% belassen. Wir gehen davon aus, dass die Währungshüter den Leitzins in den nächsten Monaten aber nochmals senken werden. In einer kürzlichen Studie schätzt die Zentralbank den neutralen kurzfristigen Nominalzins momentan auf 4.5%, wobei er seit der globalen Finanzkrise gesunken ist. Die aktuelle Geldpolitik ist somit klar als expansiv zu bezeichnen. Vor dem Hintergrund der erwarteten Zinsnormalisierung in den USA, der anhaltend tiefen Rohstoffpreise und des moderaten Wachstums der Weltwirtschaft bleibt der NZD anfällig auf eine weitere Abschwächung gegenüber dem USD.

## Wirtschaftszahlen Neuseeland

	2003–12	2014	2015*	2016*	2017*
BIP-Wachstum	2.5	3.3	2.3	2.5	2.6
Staatshaushalt**	1.2	-1.3	-0.2	0.1	0.2
Leistungsbilanz**	-5.4	-3.3	-3.3	-3.8	-3.5
Inflation***	2.8	1.2	0.4	1.7	2.0
Arbeitslosenrate***	4.9	5.8	5.7	5.7	5.5

\* Prognose \*\* in % des BIP \*\*\*Jahresdurchschnitt Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Grafik 1: Vorlaufindikatoren und BIP-Wachstum



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 2: Zinsen Neuseeland



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 3: NZD-Wechselkurs



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

# Japan

## Schleppende Exportentwicklung

Nach dem negativen BIP-Wachstum im 2. Quartal sollte Japan im 2. Halbjahr zu einem, wenn auch bescheidenen Wirtschaftswachstum zurückfinden. So entwickeln sich die realen Exporte angesichts des moderaten Wachstums in den Industrieländern und der Wachstumsschwäche im restlichen Asien, wohin über die Hälfte der japanischen Exporte gehen, schleppend.

## Abenomics 2.0. – drei neue Pfeile

Nachdem das erste Ziel der Abenomics, die Überwindung der hartnäckigen Deflation, gemäss Ministerpräsident Abe beinahe erreicht ist, hat er kürzlich die zweite Stufe der Abenomics mit drei neuen Pfeilen gezündet. Dabei handelt es sich um eine stärkere Wirtschaft, die Unterstützung der Familie und solidere Sozialwerke. Beim ersten Punkt geht es primär darum, das Potenzialwachstum zu stärken. Um dies zu erreichen, soll unter anderem der Einsatz von Robotern und künstlicher Intelligenz gefördert werden. Dazu gehört aber auch die Öffnung der Wirtschaft, wobei die jüngste Einigung auf ein Freihandelsabkommen (TPP) ein wichtiger Schritt ist. Last but not least sind die – bisher enttäuschenden – Strukturreformen zu forcieren, um das Produktivitätswachstum zu steigern.

## Stabilisierung der Bevölkerung bei 100 Mio

Ein grosses Problem Japans ist bekanntlich die demografische Entwicklung. In rund 50 Jahren soll sich gemäss den Vorstellungen von Abe die Bevölkerung bei 100 Mio (momentan 126 Mio) stabilisieren. Dazu soll unter anderem die Zahl der Geburten je Frau von 1.4 auf 1.8 gesteigert werden, was mit einer freundlicheren Familienpolitik zu erreichen versucht wird. Der dritte Pfeil will die Sozialwerke verbessern. So müssen beispielsweise jährlich viele Japaner den Job aufgeben, um pflegebedürftige Angehörige betreuen zu können. Wie so oft sind zwar diese Vorschläge grundsätzlich durchaus geeignet notwendige Wachstumskräfte freizusetzen. Das Fragezeichen wird aber auch bei den Abenomics 2.0. sein, wie rasch und erfolgreich die Implementierung erfolgen wird. Zur Erreichung der Ziele braucht es zudem auch gewisse gesellschaftspolitische Anpassungen.

## Wirtschaftszahlen Japan

	2004 - 13	2014	2015*	2016*	2017*
BIP-Wachstum	0.8	-0.1	0.6	1.1	0.9
Staatshaushalt**	-6.1	-7.7	-6.6	-6.0	-5.0
Leistungsbilanz**	2.7	0.5	2.4	2.0	2.0
Inflation***	-0.4	2.7	0.9	1.0	2.3
Arbeitslosenrate***	4.3	3.6	3.3	3.2	3.2

\* Prognose \*\* in % des BIP \*\*\*Jahresdurchschnitt Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Grafik 1: Vorlaufindikatoren und BIP-Wachstum



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 2: Zinsen Japan



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 3: Yen-Wechselkurs



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

# Schwellenländer

## Trotz Wachstumskrise in den Schwellenländern...

Grafik 1 macht deutlich, dass das Wachstum in den Schwellenländern nach wie vor enttäuschend verläuft. Ein moderates Wachstum der Weltwirtschaft, eine notwendige Verlangsamung des Kreditwachstums, tiefe Rohstoffpreise, ein Mangel an Strukturreformen in den letzten Jahren sowie teilweise hausgemachte (politische) Faktoren lassen auch keine rasche, nennenswerte Erholung erwarten. Zudem erhöhen der tendenziell stärkere US-Dollar und die Kapitalabflüsse den Schuldendienst (vor allem bei stark im Ausland verschuldeten Firmen/Ländern), sodass vermehrt Unternehmen in Schwierigkeiten kommen werden, was wiederum wachstumsdämpfend wirkt.

## ...steigt deren Bedeutung weiter

Die Tatsache, dass sich die Schwellenländer in einer Wachstumskrise befinden, ist nicht abzustreiten. Dennoch darf die Bedeutung der Schwellenländer für das globale Wirtschaftswachstum nicht unterschätzt werden. Wie Grafik 2 zeigt, kommt 2015 über die Hälfte des globalen BIP-Wachstums von den Schwellenländern; allein China trägt rund ein Drittel dazu bei.

## Schwellenländer wachsen weiterhin schneller

Dieser Beitrag der Schwellenländer ist zwar in den letzten Jahren etwas gesunken, aber immer noch signifikant höher als vor zehn Jahren, als das Wachstum in den Emerging Marktes rund doppelt so hoch war wie heute. Wie ist dies möglich? Erstens wachsen die Schwellenländer immer noch etwa doppelt so schnell wie die Industrieländer (Grafik 3) und zweitens ist ihr Anteil am Welt-BIP in der letzten Dekade massiv gestiegen. Die Wachstumsdynamik des letzten Jahrzehnts wird zwar sicherlich nicht mehr erreicht werden und das Potenzialwachstum sinkt in vielen Ländern tendenziell. Doch wird die Entwicklung in den Emerging Markets nicht zuletzt aufgrund des weiterhin vorhandenen Nachholpotenzials auch in Zukunft schneller voranschreiten als in den Industrieländern. Die Bedeutung der aufstrebenden Volkswirtschaften, vor allem derjenigen Asiens, wird somit trotz aller Probleme und zu meisternden Herausforderungen im globalen Kontext weiter zunehmen.

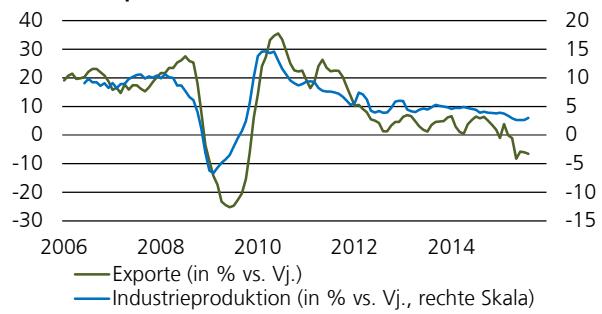
## Wirtschaftszahlen Schwellenländer

	2004–13	2014	2015*	2016*	2017*
BIP Schwellenländer	5.6	4.6	4.1	4.5	4.6
BIP Asien	7.5	6.6	6.1	6.0	5.8
BIP Lateinamerika	2.9	1.2	0.0	1.0	1.7
BIP Osteuropa	3.6	1.6	-0.1	1.1	2.0
Inflation Schwellenländer	6.3	5.1	5.0	4.8	5.0

\* Prognose

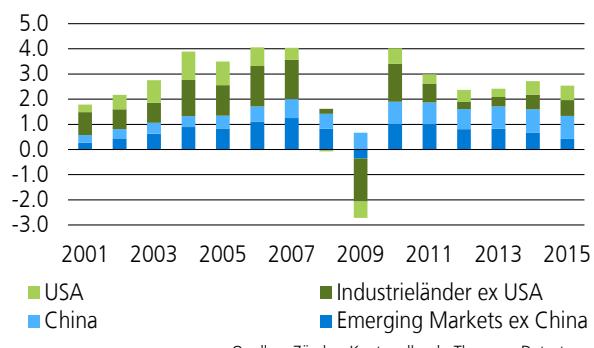
Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Grafik 1: Export- und Industriewachstum Schwellenländer



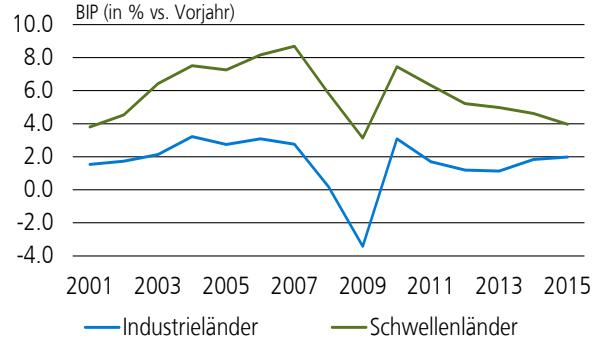
Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 2: Wachstumsbeitrag zum Welt-BIP in % - Punkten



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

## Grafik 3: Schwellenländer wachsen immer noch schneller



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

# Alternative Anlagen: Immobilien

## Bau: Zenit überschritten, leichter Rückgang erwartet

Die Dynamik im Baugewerbe hat sich in den vergangenen Quartalen klar abgeschwächt. So konnten im 1. Halbjahr die Umsätze des Bauhauptgewerbes nicht an die Vorjahreswerte anknüpfen, und auch die Auftragseingänge gehen laut Baumeisterverband im zweistelligen Prozentbereich zurück. Andererseits sind die Baugesuche gerade im Wohnungsbau aktuell wieder steigend. Wir erwarten im Wohnungsbau für 2015 und 2016 leicht rückläufige Investitionen, 2017 dürfte wieder ein Plus resultieren. Ein veritable Einbruch bei den Bauinvestitionen ist aber nicht zu erwarten. Unterstützung für den Tiefbau wird spätestens ab 2017 durch den Ausbau der Bahnninfrastruktur (FABI) erfolgen, zuvor ist auch hier nicht mit starken Wachstumsraten zu rechnen.

## Weiterhin flaches Preiswachstum

Die Immobilienpreise wachsen nach wie vor langsam. So sind die Transaktionspreise im Kanton Zürich im 3. Quartal leicht gestiegen. Die Angebotspreise zeigen am aktuellen Rand eine leicht stärkere Dynamik, jedoch gilt auch hier, dass das Trendwachstum sich seit 2012 abgeschwächt hat. Die Nachfrage nach Wohneigentum wird nach wie vor gestützt durch die anhaltend tiefen Hypothekarzinsen. Die Nachfrage trifft jedoch auf eine schwächere Bautätigkeit. So ist die Vermarktungsdauer für Stockwerkeigentum im Kanton Zürich wieder gesunken, was eine Verknappung des Angebots impliziert. Wir gehen für die nächsten Quartale von stabilen Eigenheimpreisen aus.

## Indirekte Immobilienanlagen bleiben gesucht

Das Absinken der Rendite der 10-jährigen Bundesobligation auf rekordtiefe -0.33% im Zuge der jüngsten monetären Ankündigungen der EZB hat für Auftrieb bei den indirekten Immobilienanlagen gesorgt. Die im 4. Quartal 2015 noch anstehenden Kapitalerhöhungen bei den Immobilienfonds in Höhe von über CHF 0.5 Mrd dürften allerdings das weitere Kurspotenzial limitieren. Abgesehen von regulatorischen Unwägbarkeiten (z.B. Lex Koller) dürften sich die Immobilienaktien deshalb kurzfristig besser als die Immobilienfonds entwickeln.

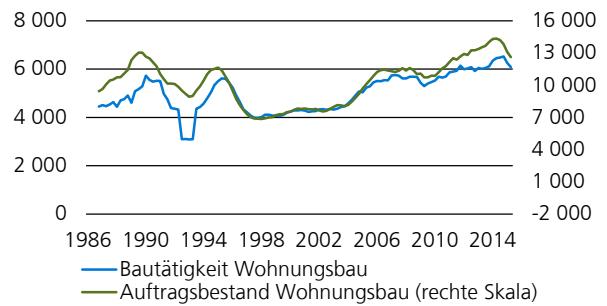
## Überblick Immobilienmarkt

	2004–13	2014	2015	2016*	2017*
Bauinvestitionen (real, % vs. Vj.)	1.9	3.3	-0.6	-0.4	0.2
Preisentwicklung Wohn- eigentum Schweiz (% vs. Vj.)	3.8	1.8	2.0	0.5	0.5
Marktmieten Schweiz (% vs. Vj.)	2.0	2.1	0.5	0.5	0.5
3-Monats-Libor**	0.9	0.0	-0.7	-0.7	-0.1
5-Jahres-Swapsatz**	1.8	0.3	-0.5	-0.3	0.4

\* Prognose \*\* Jahresdurchschnitt

Quelle: Zürcher Kantonalbank

### Grafik 1: Bautätigkeit im Wohnungsbau



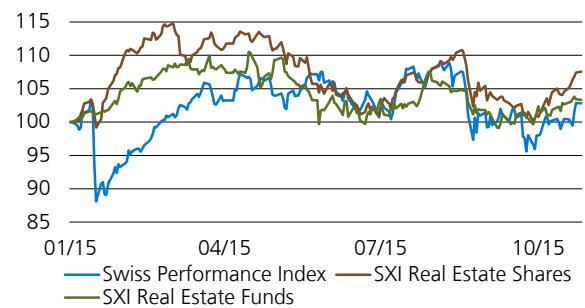
Quellen: Baumeisterverband, Zürcher Kantonalbank

### Grafik 2: Zürcher Wohneigentumsindex (ZWEX)



Quellen: www.zkb.ch/zwex

### Grafik 3: Indirekte Immobilienanlagen vs. SPI (Total Return, indexiert)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

# Kontakt/Rechtliche Hinweise

Swisscanto Asset Management International S.A.  
19, rue de Bitbourg  
L-1273 Luxemburg

Telefon +352 27 84 35 92  
[www.swisscanto.com](http://www.swisscanto.com)

## **Rechtlicher Hinweis:**

Diese Publikation ist für die Verbreitung in Deutschland, Österreich, Italien und Luxemburg bestimmt und richtet sich nicht an Anleger in anderen Ländern.

Diese Angaben dienen ausschliesslich Werbezwecken und stellen keine Anlageberatung oder Offerte dar. Alleinverbindliche Grundlage für den Erwerb von Swisscanto Fonds sind die jeweiligen veröffentlichten Dokumente (Fondsverträge, Vertragsbedingungen, Prospekte und/oder wesentliche Anlegerinformationen sowie Geschäftsberichte). Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von Swisscanto mit grösster Sorgfalt zusammengestellt. Die Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen. Trotz professionellen Vorgehens kann Swisscanto die Richtigkeit, Vollständigkeit sowie die Aktualität der Angaben nicht garantieren. Swisscanto lehnt jede Haftung für Investitionen, die sich auf dieses Dokument stützen, ab. Die vergangene Performance ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und bietet keine Garantie für den Erfolg in der Zukunft. Zukunftgerichtete Aussagen drücken lediglich die Einschätzung und Geschäftserwartungen aus, allerdings können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere wichtige Faktoren dazu führen, dass die tatsächliche Entwicklung und Resultate sich von zukünftigen Erwartungen deutlich unterscheiden. Die Meinungen sind die des Fondsmanagers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Die Meinungen dienen dem Verständnis des Anlageprozesses und sind nicht als Anlageempfehlung gedacht. Holdings und Allokationen können sich ändern. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass die Marktprognosen erzielt werden. Die Nennung einzelner Wertpapiere stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dieser Wertpapiere dar. Dies ist eine Werbemittelung, welche nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt und welche auch nicht dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen unterliegt.

## **Zusätzliche Hinweise für Anleger in Italien**

Die Informationen in diesem Dokument sind nicht für die Öffentlichkeit bestimmt, sondern werden ausschliesslich den qualifizierten Investoren im Sinne von Art. 34-ter Abs. 1 Bst. b des Reglements der Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, ital. Börsenaufsichtsbehörde) Nr. 11971 einschliesslich der bisherigen Änderungen zu ihrem eigenen Gebrauch zur Verfügung gestellt. Sie dürfen nicht veröffentlicht oder an Dritte weitergegeben werden. Die Verwaltungsgesellschaft übernimmt weder bei einer Weitergabe an die Öffentlichkeit (Endkunden) noch für Investitionsentscheide, die auf der Grundlage der in diesem Dokument enthaltenen Informationen gefällt werden, irgendeine Haftung.

Copyright © 2015 Swisscanto Asset Management International S.A. Alle Rechte vorbehalten.