

USD 4 Bio.

Von der People's Bank of China nach der Finanzkrise angehäuften Devisenreserven
Seite 3

+0,5%

US-Wachstumsrate im 1. Quartal (annualisiert) – so niedrig wie seit dem 1. Quartal 2014 nicht mehr
Seite 4

50,1

Der offizielle Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe in China für April, ein Hinweis auf ein mageres Wirtschaftswachstum
Seite 5

0,71x

Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) europäischer Banken Ende April – höher als im Februar (0,60x)
Seite 6

-8,3%

Wertverlust des US-Dollars gegenüber dem Euro zwischen Ende November 2015 und Anfang Mai 2016
Seite 8

1,6%

Performance des MSCI World Index im April (in US-Dollar)
Seite 10

15,6%

Beeindruckender Anstieg des Silberpreises im April
Seite 11

400-600 Bp

Derzeitige Mehrrendite von Hochzins- und Schwellenmarktanleihen gegenüber risikofreien Staatsanleihen
Seite 12

Rückkehr der Risikobereitschaft angesichts der Stimmungsaufhellung in Europa und den Schwellenländern.

Mai 2016

Perspektiven

Glaubwürdigkeit der Zentralbanken auf dem Prüfstand



Cesar Perez Ruiz
Chief Investment Officer,
Pictet Wealth Management

Die Zentralbanken haben geholfen, die Finanzkrise einzudämmen, angefangen mit der ersten quantitativen Lockerung durch die US Federal Reserve Ende 2008, die dann immer wieder die Zinsen senkte, was die Unternehmen und Haushalte beim Schuldenabbau unterstützte. Die Bank of Japan (BoJ) und die Europäische Zentralbank (EZB) folgten diesem Beispiel mit aggressiven Massnahmen zu einem späteren Zeitpunkt, als die US-Erholung schon auf dem Weg war. Die Treue der Zentralbanken zu ihrem jeweiligen Auftrag war grundlegend für die Unterstützung der Marktbewertungen, aber die desynchronisierten geldpolitischen Massnahmen verursachten Marktvolatilität. Zugleich ist die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken gefährdet, denn die Inflation bleibt in allen Industrieländern

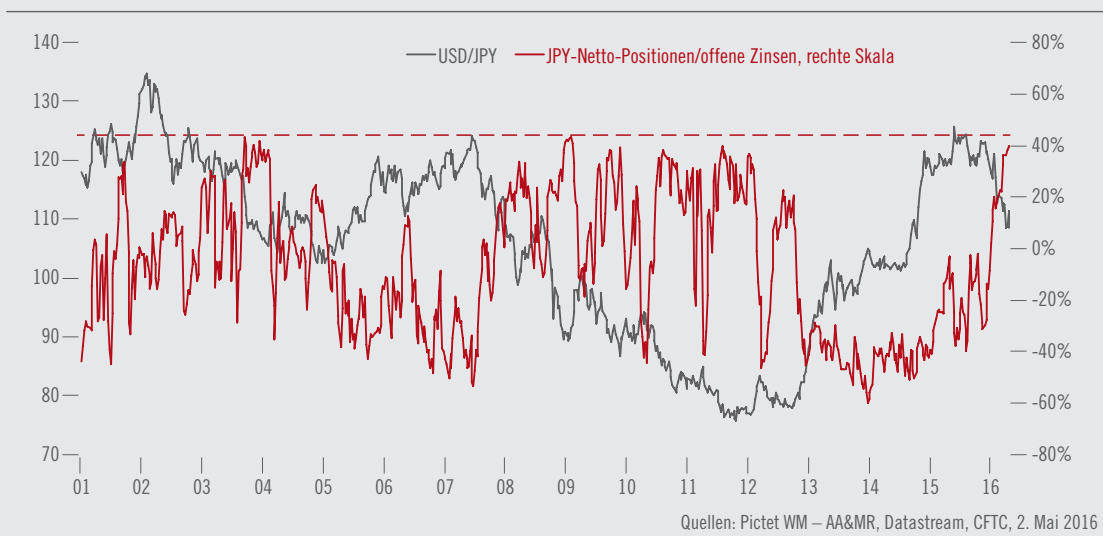
niedrig und das Weltwirtschaftswachstum verläuft trotz der seit acht Jahren stetig gelockerten Massnahmen schleppend.

Das im März angekündigte zweite Paket gezielter langfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG II) der EZB ist ein gutes Beispiel dafür, wie wichtig die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken für die Hebung der Marktstimmung ist. Letzten Dezember führte die EZB Negativzinsen auf Einlagen ein, um Inflation und Wachstum zu stärken. Aber die Folgen der Negativzinsen für die schon unter Druck stehenden Margen der Banken wurden rasch deutlich. Die EZB reagierte darauf nur drei Monate später mit GLRG II. Dieses Paket hilft nicht nur, die monetären Bedingungen zu lockern und die Kredite an den Privatsektor zu erleichtern (zumindest marginal), sondern es lindert auch den Druck der Negativzinsen auf die Margen der Banken, denn sie werden dafür bezahlt, Kredite zu vergeben. Vor allem aber bestätigen die technischen Details von GLRG II zusammen mit zusätzlichen EZB-Massnahmen wie dem Kauf von Unternehmensanleihen den Eindruck, dass die EZB mit ihrer Politik weiter flexibel, aber entschlossen einen Ansatz verfolgt, der die europäische Wirtschaft stabilisieren soll.

Im Juli 2012 galt der Kommentar von EZB-Präsident Mario Draghi, er werde tun, „was erforderlich ist“, um den Euro zu retten, als Wendepunkt in der Staatsschuldenkrise der Euro-Zone. Heute nutzt die EZB ihr Instrumentarium, um die Kreditvergabe zu beflügeln und dem Bankensektor zu helfen. Bankaktien reagierten positiv und es gibt Hinweise, dass die EZB-Massnahmen allmählich in der realen Wirtschaft greifen: Die Kreditströme wuchsen im ersten Quartal wie seit 2011 nicht mehr.

Dagegen waren die Resultate der geldpolitischen Massnahmen Japans durchwachsen. Die (im Januar eingeführten) Negativzinsen beendeten die Yen-Stärke nicht und jüngste Inflationsdaten führten zu ernststen Zweifeln, ob die BoJ ihr Inflationsziel von 2% so bald erreichen kann. Auf ihrer Sitzung Ende April stand die BoJ daher unter Druck, weitere Anstrengungen zur Stimulierung der Wirtschaft und/oder wie die EZB zur Verwendung eines flexiblen Ansatzes bei Negativzinsen zu unternehmen. In Wirklichkeit änderte die BoJ nichts – und riskierte damit, Verwirrung über ihre Reaktionsmechanismen zu stiften und einen noch stärkeren und destabilisierenden Yen-Anstieg auszulösen. BoJ-Gouverneur Haruhiko Kuroda rechtfertigte die Untätigkeit damit, dass es Zeit brauche, bis die kombinierte Wirkung von quantitativer Lockerung und Negativzinsen zum Tragen komme. Leider reagierte der Markt mit einer Erhöhung der Risikoprämie auf japanischen Anlagen, während die anhaltende Yen-Festigung den Druck auf die BoJ verstärkt, sodass sie wohl später handeln muss.

BOJ SETZT GLAUBWÜRDIGKEIT AUF S SPIEL: %-VERÄNDERUNGEN IN USD-ZINSEN GEGENÜBER YEN UND BEI NETTO-YEN-POSITIONEN



Auch die People's Bank of China (PBoC) ist unter erheblichen Druck geraten. Nach der Finanzkrise von 2008 intervenierte sie massiv an Devisenmärkten, um den Yuan niedrig zu halten. So häufte sie USD 4 Billionen Reserven an. Aber in letzter Zeit erwies sich ihr Vorgehen mit dem Renminbi als weniger sicher und der Wert der Währung schwankte. Deshalb kam es zu erheblichen Kapitalabflüssen, und die PBoC musste erneut einen Teil ihrer Devisen verwenden, um die Währung zu verteidigen. Dies erklärt die turbulenten Märkte zu Jahresbeginn. Die Situation mag sich dank stärkerer Kapitalkontrollen vorerst stabilisiert haben, aber nun gilt es, das Vertrauen in Chinas Politikgestaltung wieder herzustellen.

Die Politik der Zentralbanken wird für die Stabilität der Märkte weiterhin entscheidend sein. Der mögliche Verlust der Glaubwürdigkeit dieser Politik ist derzeit das grösste Risiko an den Märkten.

Unseres Erachtens werden die Zentralbanken weiter versuchen, Wachstum und Inflation anzuschieben. Hierzu werden sie nach der „Versuch-und-Irrtum“-Methode unkonventionelle Massnahmen einsetzen, da ihnen nun wenig Raum (wenn überhaupt) für Zinssenkungen ohne unbeabsichtigte Folgen bleibt. Deshalb bestehen die Zentralbanken immer mehr auf der Notwendigkeit, auch haushaltspolitisch zu handeln – sei es durch Aufschiebung einer geplanten Mehrwertsteuererhöhung in Japan oder durch Steuersenkungen und mehr Infrastrukturausgaben in Europa. Einige politische Entscheidungsträger brachten gar „Helikoptergeld“ ins Gespräch – ein Experiment, bei dem Zentralbanken Geld drucken könnten, um Regierungsausgaben zu finanzieren, anstatt Anleihen am offenen Markt zu kaufen, wie es in den verschiedenen Programmen zur quantitativen Lockerung der letzten Jahre geschah. Anders als bei Zinsen hätte Helikoptergeld den Vorteil, dass es nicht auf weiteren Kreditaufnahmen beruht. Dies wäre in Japan leichter, wo früher schon Gutscheine in einer „Use it or lose it“-Kampagne eingesetzt wurden. Ein ähnliches System wäre in Europa schwieriger umzusetzen, wie Mario Draghi jüngst klarstellte. Was immer geschieht, wir können auf die Zentralbanken zählen. Sie werden weiter unterstützende Massnahmen treffen. Wir brauchen nur Märkte, die nicht die Geduld mit ihnen verlieren.

Europa fester, USA enttäuschend und China sorgt für Atempause

Die Makrodaten aus Europa sind relativ robust. Aber unsere US-Wachstumsprognosen haben wir leicht zurückgenommen und, während China eine harte Landung vermied, bleiben wir über den Betrag der in die Wirtschaft gepumpten Kredite besorgt

Christophe Donay, Bernard Lambert, Nadia Gharbi und Frederik Ducrozet

☞ Während aus der Euro-Zone erfreuliche Nachrichten kommen, da sie von der entschiedenen Freigebigkeit der EZB profitiert, wird in Japan die Wirksamkeit radikaler Zentralbankmassnahmen, die das Wachstum in solidere Bahnen lenken sollen, hinterfragt.

Im April war die Fed vorsichtig, was den Zeitpunkt des nächsten Zinsschrittes betrifft. Die jüngste Dollarschwäche, eine Markterholung, gute Beschäftigungsdaten und nachlassende Spannungen in den Schwellenländern deuten an, dass sie sich weniger Zurückhaltung leisten kann, aber die niedrigen Inflationserwartungen und die wie im 1. Quartal üblich niedrigen BIP-Daten boten Grund zur Vorsicht. Die Fed wartet vielleicht den Ausgang des Brexit-Referendums (am 23. Juni) ab, bevor sie den nächsten Schritt beschliesst. Unser Hauptzenario für 2016-17 geht davon aus, dass Grossbritannien in der EU bleibt, aber das Abstimmungsergebnis ist höchst ungewiss. In der Euro-Zone bleiben Frühindikatoren wie das Kreditwachstum und die Einkaufsmanagerindizes relativ gut.

Die Ölpreise fielen nur sehr kurz, nachdem das Treffen in Doha Ende April scheiterte, auf dem die Ölförderung gedrosselt werden sollte. Danach zogen sie wieder in Richtung USD 45 an – das beste Anzeichen dafür, dass die Ölpreise zu Jahresbeginn bei USD 30 ihr Zyklustief hatten. Diese Entwicklung bietet einen willkommenen Schub für einige Schwellenländer, während die breitere Aufhellung der Anlegerstimmung bedeutet, dass sich die Kapitalzuflüsse in Schwellenländer wieder erholen. Einige erfreuliche Signale kamen im April aus China, u.a. ein Anstieg bei Export und Industriegewinnen. Die in China wachsenden Privatsektorschulden sorgen jedoch für Nervosität, und nicht zu Unrecht.

Die Yen-Festigung seit Einführung negativer Einlagenzinsen durch die Bank of Japan (BoJ) im Januar deutete schon an, dass das Vertrauen in die Fähigkeit der BoJ, die Währung zu beeinflussen und die Inflation anzufachen, schwindet. Ende April entschied sich die BoJ gegen weitere Initiativen in diesem Bereich. Obwohl die EZB Massnahmen getroffen hat, um die Folgen der negativen Einlagenzinsen für Banken der Euro-Zone auszugleichen, wirft das offensichtliche Scheitern der Negativzinsen der BoJ unweigerlich Fragen über die Eignung einiger der radikaleren geldpolitischen Massnahmen zur Unterstützung des Wachstums auf.

Fed könnte nun mit Zinsschritt bis September warten

Wie BIP-Daten bestätigten, fiel das Wachstum in den USA im 1. Quartal besonders schwach aus – +0,5% gegenüber dem Vorquartal annualisiert, das geringste Quartalswachstum seit dem 1. Quartal 2014. Negative Nettoexporte, ein Investitionseinbruch im Ölsektor und nachlassender Lageraufbau bremsen das Wachstum weiter. Auch langsamer wachsende Konsumausgaben und eine unerwartet abrupte Kontraktion der Ausrüstungsinvestitionen sorgten im 1. Quartal für Gegenwind. Leider scheint es der US-Konjunktur nach wie vor an Dynamik zu fehlen. Die finanziellen Bedingungen wurden jedoch seit Januar merklich lockerer, der Einfluss des Investitionseinbruchs im Ölsektor wird immer geringer und die Aussichten für Konsum und Immobilien bleiben relativ günstig. Wir halten einen ernsthaften Abschwung der US-Wirtschaft weiterhin für unwahrscheinlich und erwarten, dass das BIP-Wachstum im 2. und 3. Quartal wieder anzieht. Trotzdem vermindern wir unsere Jahreswachstumsprognose für 2016 von 2,0% auf 1,8%. Dies ist immer noch relativ solide und steht in Einklang mit dem potenziellen Wachstum des Landes (derzeit ca. 1,75%).

REALES US-BIP UND KOMPONENTEN: WACHSTUM GEGENÜBER VORQUARTAL, ANNUALISIERT

	Gewichtung	2. Quartal 2015	3. Quartal 2015	4. Quartal 2015	1. Quartal 2016
Privatkonsum	68.4%	+3.6%	+3.0%	+2.4%	+1.9%
Wohnbauinvestitionen	3.4%	+9.3%	+8.2%	+10.1%	+14.8%
Nicht-Wohnbauinvestitionen	12.7%	+4.1%	+2.6%	-2.1%	-5.9%
Staatsausgaben	17.8%	+2.6%	+1.8%	+0.1%	+1.2%
Endnachfrage Inland	102.3%	+3.7%	+2.9%	+1.7%	+1.2%
Exporte	12.6%	+5.1%	+0.7%	-2.0%	-2.6%
Endnachfrage	114.9%	+3.8%	+2.7%	+1.3%	+0.8%
Lageraufbau (Beitrag)	0.6%	+0.0%	-0.7%	-0.2%	-0.3%
minus Importe	15.5%	+3.0%	+2.3%	-0.7%	-0.2%
BIP	100%	+3.9%	+2.0%	+1.4%	+0.5%

Quelle: Pictet WM - AA&MR, BEA

Die Erklärung des Offenmarktausschusses der Fed (FOMC) vom 27. April lässt das Tor offen für eine mögliche Zinserhöhung im Juni, liess aber nicht erkennen, dass dies nun ernsthafter erwogen wird als zuvor. Die Wirtschaftsdaten scheinen sich vor der FOMC-Sitzung vom Juni kaum entscheidend verbessern zu können. Ausserdem findet am 23. Juni auch das Brexit-Referendum in Grossbritannien statt, nur eine Woche nach der Sitzung. Obwohl eine Zinserhöhung im Juni (oder Juli) möglich bleibt, ist das wahrscheinlichste Szenario in unseren Augen, dass die FOMC im Juni abwartet und die Zinsen 2016 nur noch einmal anhebt, wahrscheinlich im September. Für 2017 rechnen wir nach wie vor mit dreimal 25 Basispunkten.

Dank der Frühindikatoren können wir unsere Wachstumsprognose für die Euro-Zone von +1,8% für 2016 beibehalten, obwohl sie über dem Konsens liegt.

Inflation in Euro-Zone steigt erst später im Jahr

Das reale BIP-Wachstum der Euro-Zone beschleunigte sich im 1. Quartal merklich (+0,6% gegenüber Vorquartal nach +0,3% im 4. Quartal) und übertraf die meisten anderen Industrieländer. Diese erstaunliche Widerstandskraft in einem schwierigen globalen Umfeld war wieder einmal das Ergebnis einer starken Inlandsnachfrage, seit zwei Jahren Hauptmotor des Wachstums der Euro-Zone. Künftig dürfte der Privatkonsum weiter von den Verbesserungen am Arbeitsmarkt unterstützt werden. Insbesondere sind auch die Investitionsausgaben seit Ende 2015 wieder gestiegen, da sich der Ausblick dank der Unterstützung durch die EZB bessert. Im 1. Quartal stiegen auch die Bankkredite an den Privatsektor so stark wie seit 2009 nicht mehr und die jüngste EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken deutet trotz ungünstiger Folgen der Negativzinsen für die Rentabilität der Banken auf eine baldige weitere Verbesserung hin. Kurzfristige Abwärtsrisiken bleiben zwar bestehen, aber nicht zuletzt wegen des schwachen Weltwirtschaftswachstums und der politischen Ungewissheit in Europa behielten wir unsere BIP-Prognose für die Euro-Zone von +1,8% für 2016 bei, obwohl sie über dem Konsens liegt.

Inzwischen wurde die Inflation im April mit -0,2% wieder negativ, aber die EZB dürfte aus verschiedenen Gründen kaum überreagieren. Erstens ergab sich nach Bereinigung der HVPI-Zahlen um die Oster-Volatilität für die Kerninflation ein moderat nach oben ausgerichteter Trend für über ein Jahr, laut unseren Schätzungen bis auf etwa 1%. Zweitens wurden die Prognosen der EZB-Mitarbeiter im März kräftig nach unten revidiert und sehen erstmals seit Jahren konservativ

aus. Drittens dürften die höheren Ölpreise eine stärkere Währung mehr als ausgleichen, bis die Basiseffekte später im Jahr nachlassen.

Kurz gesagt fallen die Konjunktur- und Preisindikatoren stark aus und bestätigen die Botschaft der EZB, dass die Anreize greifen. Laut Mario Draghi ist jedoch mehr Zeit nötig, und in den kommenden Monaten dürfte die EZB sich auf die Umsetzung ihres Anreizpakets vom März konzentrieren, darunter GLRG II und Unternehmensanleihekäufe im 2. Quartal.

Chinas Wirtschaft stabilisiert sich

Die April-Daten für China unterstützen unsere Einschätzung, dass eine harte Landung – zumindest kurzfristig – vermieden wird, und deuten ein gewisses Aufwärtspotenzial unserer Prognose für das reale BIP-Wachstum von 6,5% für 2016 an. Im 1. Quartal wurde ein reales BIP-Jahreswachstum von 6,7% erzielt, also kaum weniger als die im Schlussquartal 2015 verzeichneten 6,8%. Der offizielle Einkaufsmanagerindex (PMI) für das verarbeitende Gewerbe sank im April leicht auf 50,1 nach 50,2 im März, blieb aber ebenso im expansiven Bereich wie der PMI für das nichtverarbeitende Gewerbe (Dienstleistungen und Bau), der von 53,8 im März auf 53,5 im April sank. Während der Dienstleistungssektor weiter robust wächst, scheint die Verlangsamung im verarbeitenden Gewerbe abzuklingen.

Die Behörden haben die richtigen Entscheidungen getroffen, um den Renminbi zu stabilisieren, der sich zum US-Dollar sogar leicht festigte – wobei die jüngste Dollar-Schwäche gegenüber den wichtigen Währungen nach stärkerer Zurückhaltung der Fed half. Daher gingen die Kapitalabflüsse aus China etwas zurück – bleiben aber weiterhin hoch. Als weiterer positiver Faktor für China übertrafen die Unternehmensergebnisse jüngst die Erwartungen.

Sorgen bereitet indes, dass grosse Summen von Krediten in die Wirtschaft gepumpt werden. Die insgesamt ausstehenden Kredite (Total der sog. Sozialfinanzierung) schnellten von RMB 780 Mrd. im Februar auf RMB 2,3 Bio. im März hoch. Dies liegt zwar unter dem Januarhoch von RMB 3,4 Bio., ist aber immer noch zu viel. Besorgnis erregt auch die Verstärkung der Tätigkeit im wenig kontrollierten Schattenbankensektor. Ein rasches Kreditwachstum zur Finanzierung von Infrastrukturinvestitionen wird die Ungleichgewichte der Wirtschaft weiter vergrössern. Die Wachstumsstabilisierung wurde teilweise auch durch die Reflation des Immobiliensektors erreicht. Chinas tief verwurzelte Strukturprobleme sind keineswegs gelöst, selbst wenn gute Gesamtdaten den Märkten vorerst eine Atempause verschaffen.

Weiter etwas Potenzial bei Euro-Aktien, aber bei hohen Bewertungen

Marktverzerrungen und Volatilitätsschübe bei verschiedenen Anlagekategorien bieten weiterhin Gelegenheiten für den von uns bevorzugten taktischen Ansatz. Hauptelemente unserer aktuellen taktischen Positionierung sind einerseits ein geringes Aufwärtspotenzial bei europäischen Aktien und andererseits Zweifel hinsichtlich der Staatsanleihen wegen der schleppenden Inflations- und Wachstumszahlen.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet und Alex Tavazzi


FINANZMÄRKTE

Performance in % der Finanzindizes in Lokalwährung. Daten bis zum 29.4.2016

		Index	Seit 31.12.2015	April 2016
Aktien USA*	USD	S&P 500	1.7%	0.4%
Aktien Europa*	EUR	STOXX Europe 600	-5.3%	1.9%
Aktien Schwellenländer*	USD	MSCI Emerging Markets	6.4%	0.6%
US-Staatsanleihen*	USD	ML Treasury Master	3.2%	-0.1%
US-Investment-Grade-Anleihen*	USD	ML Corp Masterr	5.3%	1.3%
US-Hochzinsanleihen*	USD	ML US High Yield Master II	7.3%	4.0%
Hedgefonds	USD	Credit Suisse Tremont Index global**	-2.2%	0.3%
Rohstoffe	USD	Reuters Commodities Index	4.8%	8.3%
Gold	USD	Gold Troy Ounce	21.6%	4.7%

Quelle: Pictet WM - AA&MR, Datastream, Bloomberg

* Dividenden/Coupons reinvestiert ** Ende März 2016

 Die Aussichten für europäische Banken verbesserten sich im April nach den jüngsten Ankündigungen zur EZB-Politik, und die Volatilität nahm ab. Die Untätigkeit der Bank of Japan angesichts der Yen-Stärke stellte indes die Geduld der Anleger auf die Probe.

Weiter Potenzial bei Euro-Bonds und Aktien

Der jüngste Anstieg der Staatsanleiherenditen zeigt, dass die Anleger nun für Wirtschaft und Finanzmärkte eine solidere Basis erkennen – obwohl der Renditeanstieg bisher verhalten ist, v.a. wenn man ihn dem Anstieg des Ölpreises gegenüberstellt, seit dieser mit USD 30/Barrel im Januar vermutlich sein Zyklustief erreicht hatte. Zwar hat sich die Kerninflation geregelt, aber einen weiteren Anstieg der Kapitalmarktzinsen preist der Markt vorerst noch nicht ein. Daher erwarten wir, dass die Erträge 10-jähriger „sicherer“ Staatsanleihen 2016 negativ ausfallen könnten.

Eine Stimmungsaufhellung ist auch in einer Spread-Verengung bei Unternehmensanleihen zu erkennen. Für die europäischen Kreditmärkte war die EZB zweifellos hilfreich, insbesondere mit ihrer Ankündigung,

sie werde Unternehmensanleihen in einem breiten Spektrum von Sektoren kaufen. Zumindest auf kurze Sicht besteht also genug Grund, europäische Unternehmensanleihen positiv zu beurteilen. Die Spreads bei US-Hochzinsanleihen weiteten sich zu Jahresbeginn wegen der schwachen Aussichten für Energie und Bergbau deutlich. Seither haben sie sich wieder verengt, aber amerikanische Nicht-Investment-Grade-Anleihen sind vor dem Hintergrund eines geringen, aber stetigen Wachstums bei niedrigen Inflations- und Ausfallzahlen weiter attraktiv.

Die Gewinne des ersten Quartals hielten bei meist verhaltenen Erwartungen beiderseits des Atlantiks etliche positive Überraschungen bereit, die Gewinndynamik blieb in Sektoren wie Technologie und Einzelhandel jedoch mässig. Unseres Erachtens stehen wir kurz vor der Spitze einer Aktienerholung, aber europäische Aktienindizes bergen noch Potenzial für weitere bescheidene Anstiege nach der starken EZB-Unterstützung für Banken. Dank der Banken haben sich die Gewinnerwartungen für europäische Aktien klar verbessert,

und auch Energieaktien könnten etwas zum weiteren Anstieg europäischer Aktienindizes beitragen. Und doch werden europäische Aktien derzeit zu einem Forward-KGV von mehr als 15x, also klar über dem historischen Durchschnitt von 13x, gehandelt. Auch für US-Aktien stehen die Forward-KGVs über ihrem historischen Durchschnitt. Solange sich die wirtschaftlichen Fundamentaldaten nicht grundlegend ändern, dürfte eine Erholung europäischer Aktienindizes sehr begrenzt bleiben (selbst bei Berücksichtigung von Marktüberreibungen). Gemäss unserer taktischen Ausrichtung gehen wir davon aus, dass die Risiken in Verbindung mit dem Brexit bereits weitgehend in den Wert des Pfund Sterling eingegangen sind, aber vor dem Brexit-Referendum am 23. Juni bleiben wir bei britischen Aktien insgesamt neutral.

Holen europäische Aktien noch auf?

Die Einführung von Negativzinsen in Europa und Japan hatte den dortigen Bankensektoren und Aktienmärkten zugesetzt. Nach der umfassenden Erklärung des EZB-Anleihenkaufprogramms durch Mario Draghi, zeigt sich nun, dass die EZB-Ankündigung vom 10. März günstiger für den Finanzsektor ist als anfänglich angenommen. Der entsprechend geringere Kreditstress bescherte Aktien europäischer Banken seit 10. März eine Erholung. Die Bankbewertungen zogen von einem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) von 0,6x im Februar auf 0,71x per Ende April an. Dank der Kurserholung europäischer Banken erzielte der Stoxx Europe 600 Index seit 10. März eine Outperformance gegenüber dem S&P 500 Index in Lokalwährungen. So verringerte sich

der Performance-Unterschied zwischen den beiden seit Jahresbeginn im April von 3,8% auf 1,8%. Er könnte weiter schwinden, denn der durchschnittliche relative Buchwert europäischer Banken seit 2012 beträgt 0,85, was weiteres Aufwärtspotenzial impliziert.

Trotz der Anpassung der Bewertung nach oben gab es im Aktienmarktumfeld keine Veränderung. Die Märkte zogen an, ohne dass die Gewinnerwartungen entsprechend stiegen, und doch nähern sich die Bewertungen ihren früheren Höchstwerten von 17,9x, 15,9x und 12,9x für S&P 500 bzw. Stoxx Europe 600 und Topix. Daher bleiben wir bei unserer taktischen Ausrichtung, denn hohe Bewertungen dürften das weitere Kursgewinnpotenzial begrenzen.

Weniger Aktienvolatilität, Erholung bei Rohstoffen

Nach Erreichen hoher Niveaus begann die Aktienvolatilität im April in Europa zu sinken (von 23% auf 20%) und nähert sich dem US-Niveau von 15%. Dies führte zu einer Erholung europäischer Aktien. Der Stoxx Europe 600 erbrachte im April 1,9%, während die übrigen Aktienmärkte zwischen -0,5% für den japanischen TOPIX und +1% für den MSCI Emerging Markets Index (in US-Dollar) verzeichneten. Die Korrelation zwischen Aktien- und Anleiherträgen ist weiter negativ. Negativzinsen auf 10-jährigen japanischen Staatsanleihen drängten Anleihenleger weiter in längere Durationen: 30-jährige japanische Staatsanleihen erzielten im April 5,3% und in den ersten vier Monaten 2016 insgesamt 26,4%. Im April schnitten Rohstoffe dank des 19%-Anstiegs der Ölpreise mit einem Plus von fast 10% am besten ab. Die Goldpreise kletterten im April um weitere 4,7%.

Bank of Japan enttäuscht Märkte

Am 28. April änderte die Bank of Japan ihre Geldpolitik nicht. Das war eine grosse Enttäuschung für Auslandsanleger, die vor der geldpolitischen Sitzung der BoJ abrupt die Verkäufe japanischer Aktien eingestellt hatten. Der Yen wertete nach der BoJ-Sitzung auf und erreichte am 29. April 108 pro US-Dollar im Vergleich zum Jahresdurchschnitt von 2015 bei 121. Die kräftige Yen-Festigung belastet allmählich die Unternehmensgewinne, die seit September 2015 nach unten revidiert werden. Die Erwartung eines Gewinnwachstums von 16,3% im Geschäftsjahr, das im März 2017 endet, scheint ohne Unterstützung durch einen schwächeren Yen verwegen. Auch die Makrodaten sind dürrtig. Die Gesamtinflation ist wieder bei 0%, d.h. es herrscht nach wie vor Deflationsdruck, und das reale BIP-Jahreswachstum liegt unter 1%. Das BIP-Ziel der japanischen Behörden für 2020 wird dadurch schwer zu erreichen sein, zumal noch keine langfristigen Strukturreformen eingeleitet wurden. Trotz günstiger Bewertungen im Vergleich zu Aktienmärkten anderer Industrieländer hat der japanische TOPIX-Index Mühe sich zu erholen und bewegt sich immer noch 16% unter seinem Hoch vom November 2015.

Zentralbanken warten ab

In den letzten Monaten warten die Zentralbanken ab. Nach Bekanntgabe ihres Massnahmenpakets am 10. März gab die EZB zu verstehen, dass eine weitere Lockerung in den kommenden Monaten unwahrscheinlich ist. Inzwischen wechselte die Fed zu einer sehr vorsichtigen Haltung und verminderte die Wahrscheinlichkeit eines unmittelbar bevorstehenden Zinsschrittes. Die Bank of Japan

beliess ihre Geldpolitik trotz der jüngsten JPY-Festigung unverändert und verlängerte erneut den Zeitrahmen zum Erreichen des Inflationsziels von 2%. Daher divergiert die Geldpolitik zumindest vorerst nicht mehr. Im aktuellen Umfeld der Risikobereitschaft erhalten hoch rentierende Währungen Rückenwind. US-Daten werden sich in den kommenden Monaten bessern müssen, damit die Fed bei ihren Überlegungen zur Geldpolitik wieder den Inlandsbedingungen Vorrang gibt.

Doha wird kein neues Gleichgewicht begünstigen

Auf dem Treffen in Doha Anfang April scheiterte der Versuch der OPEC und Russlands, die Förderleistung einzufrieren. Das bestätigt, dass von der OPEC kaum eine Verringerung des Ölangebots zu erwarten ist. Zugleich zeigt die Widerstandsfähigkeit des Ölmarktes, dass dies nicht wirklich entscheidend ist. Wichtig ist vielmehr die Stärke der Nachfrage, die durch die höhere Risikobereitschaft, den schnellen Rückgang der Nicht-OPEC-Förderung und unerwartete Produktionsausfälle bei den Ölproduzenten gestützt wird.

Schwächelnder Dollar hilft Schwellenländerwährungen

Die Märkte stehen seit Ende letzten Jahres unter dem Zeichen einer dauerhaften Dollarschwäche. Die auf niedrigere Erwartungen bezüglich der US-Zinserhöhungen zurückzuführende Schwäche regt den Risikoappetit an und belebt die Schwellenländerwährungen. Vermutungen zufolge habe man sich beim jüngsten G20-Treffen im Februar in Schanghai darüber geeinigt, zur Beruhigung der Finanzmärkte von kompetitiven Währungsabwertungen abzusehen. Trotzdem erschwert die Abwertung des US-Dollars die Bemühungen zur Wiederbelebung der europäischen und japanischen Volkswirtschaften.

-8,3%

Abgesehen von einer kurzen Pause der Marktvolatilität zu Jahresbeginn, **verlor der Dollar zum Euro zwischen Ende November und Anfang Mai 8,3%, nachdem durchgezogene Daten zur US-Wirtschaft die Fed zu mehr Vorsicht hinsichtlich Tempo und Ausmass der geldpolitischen Normalisierung veranlassten.** Seit Jahresbeginn wertete der US-Dollar auch gegenüber den Währungen einiger Rohstoffproduzenten ab, einschliesslich Kanada.

-10,7%

Im April ging die britische Industrietätigkeit erstmals seit drei Jahren zurück, was den Druck auf das Pfund Sterling erhöhte. Dieses verlor auch aufgrund des herannahenden Brexit-Referendums vom 23. Juni über die EU-Mitgliedschaft Grossbritanniens an Boden. Im April stützte die wachsende Zuversicht über das Verbleiben Grossbritanniens in der EU die Erholung des Pfund Sterling. **Diese wurde jedoch weiterhin von enttäuschenden Wirtschaftsdaten überschattet, die zum Teil dem unsicheren Ausgang des Referendums angelastet werden.** Insgesamt sank der Kurs des Pfund Sterling zum Euro zwischen dem 23. November und dem 2. Mai um 10,7%.

+15,4%

Aufgrund der Rezession und der politischen Krise in Brasilien verlor der brasilianische Real gegenüber anderen wichtigen Handelswährungen 2015 konstant an Wert. **Die Währungsprobleme erreichten ihren Höhepunkt im Herbst: Zwischen Ende September und Ende April stieg der Kurs des Real zum Dollar um 15,4% und zum Euro um 12,5% an.** Diese Spitzen gehen auf die im Vergleich zu anderen wichtigen Volkswirtschaften aussergewöhnlich hohen Zinssätze, die Erwartungshaltung bezüglich einer nahen politischen Lösung und die Erholung der Rohstoffpreise zurück.

18,1%

Wie Brasilien litt auch Südafrika 2015 unter sinkenden Rohstoffpreisen sowie unsicheren politischen Verhältnissen. Die spontane Regierungsumbildung durch Präsident Jacob Zuma im Dezember und dessen Bestätigung im Amt nach der Einleitung eines Amtsenthebungsverfahrens setzten den südafrikanischen Rand weiter unter Druck. Diese Faktoren wogen allerdings weniger schwer als die Dollarschwäche und die Erholung der weltweiten Anlegerstimmung (sowie der Rohstoffpreise), wodurch **der Rand zum US-Dollar zwischen dem 19. Januar und Ende April um 18,1% anzog.**

+9,9%

Am 3. Mai erreichte der Euro zum Dollar ein Neunmonatshoch von USD 1,16. Auch der handelsgewichtete Euro zog an und stieg von Mitte April 2015 bis Anfang Mai 2016 gegenüber einem Korb von 38 Währungen um 9,9%. Die Fed ruderte zurück, was ihre Pläne für Zinserhöhungen betrifft, andererseits gewinnt die Erholung der Euro-Zone nun endlich langsam an Schwung. So wuchs das BIP in der Euro-Zone im 1. Quartal mit 0,6% gegenüber dem Vorquartal stärker als in den USA. **Aber die Euro-Festigung steht im Gegensatz zu einer Reihe massiver Lockerungsmassnahmen der EZB, darunter eine Erhöhung und Erweiterung des Anleihenkaufprogramms.**

-3,1%

Im August 2015 passte die People's Bank of China (PBoC) ihre Wechselkurspolitik an und löste dadurch einen abrupten Einbruch des Offshore-Renminbi aus. Auch die wachsenden Bedenken über die Lage der chinesischen Wirtschaft setzten der Währung zu; die Kapitalflucht wurde verstärkt. Im Januar überraschte die PBoC dann spekulative Anleger mit der Herabsetzung der Offshore-Renminbi-Liquidität. Anzeichen für die Stabilisierung der Wirtschaftslage Chinas schwächten die Erwartung, dass die chinesischen Behörden auf weitere Massnahmen zur Abwertung des Renminbi zurückgreifen würden – zumindest vorerst. **Von Ende August 2015 bis Ende Januar 2016 verlor der Renminbi zum US-Dollar 3,1%, festigte sich aber danach bis zum 2. Mai wieder um 1,5%.**

12,9%

Obwohl die Bank of Japan (BoJ) im Januar negative Einlagenzinsen angekündigt hatte, zog der Yen zum US-Dollar kräftig an und stieg in den ersten vier Monaten 2016 um 12,9%. Die andauernde Zurückhaltung der Fed schwächte den Dollar und scheint die Bemühungen der BoJ zunichte zu machen, während Letzterer in ihrem Ringen um mehr Inflation und Wachstum allmählich die Munition ausgeht. Die Entscheidung der BoJ von Ende April, weder ihre Negativzinspolitik zu ändern, noch ihre Geldpolitik weiter zu lockern, bewirkte eine zusätzliche Yen-Festigung.

8,1%

Seit die Schwellenländer weniger glänzen, zählt die türkische Lira wegen eines hartnäckigen Leistungsbilanzdefizits, hoher Inflation, komplexer und unorthodoxer Geldpolitik, der sich verschlechternden Innenpolitik und eines angespannten geopolitischen Hintergrunds zu den anfälligeren Schwellenländerwährungen. **Jüngst blähte jedoch die Geldpolitik in den USA und in Europa die Liquidität weltweit auf und regte den Risikoappetit der Anleger an, sodass Schwellenländerwährungen zulegten, darunter auch die Lira.** Zusätzlich wurde die Lira durch ein über Erwarten starkes Wirtschaftswachstum unterstützt und festigte sich zum US-Dollar vom 22. Januar bis zum 2. Mai um 8,1%. Allerdings notiert sie noch nicht wieder so hoch wie vor einem Jahr.

Weiterer guter Monat für Risikoanlagen

Gestützt durch die Banken befinden sich europäische Aktien auf der Überholspur. Unternehmensanleihen brachten im April solide Erträge. Auch Schwellenmarktanleihen feierten ein Comeback.

Aktien

Die Erholung gewinnt an Boden

Mehr Sektoren finden Anschluss

April war ein weiterer guter Monat für den Aktienmarkt. Der MSCI World Index legte 1,6% (in USD) zu. Besonders günstig entwickelten sich die Sektoren Energie und Grundstoffe. Die MSCI-Indizes Latam und Eastern Europe stiegen um 6,0% bzw. 3,6% (in USD) auf eine Performance seit Jahresbeginn von 26,4% bzw. 19,0%. Wirklich neu ist die Erholung des Bankensektors, insbesondere in Europa. Die Einzelheiten des neuen EZB-Programms zum Kauf von Anleihen drückten die Kredit-Spreads der europäischen Banken. Die Versteilung der US- und EU-Renditekurve sorgte für eine Erholung der Bankaktien (+8% in den USA und Europa). Von dieser Entwicklung profitierte insbesondere der Stoxx Europe 600 mit +1,9% im April. Gerechnet in USD, bleibt die Performance des europäischen Index 2016 trotzdem hinter jener des S&P 500 zurück (-0,1% vs. 1,7%). Die Performance von Japans Topix bleibt mit -1,6% in den ersten vier Monaten des Jahres weiterhin negativ – der starke Yen belastet das Gewinnwachstum.

Im Energie- und Rohstoffsektor blieb der erwartete Gewinnzuwachs bisher aus, Analysten korrigierten jedoch ihre Gewinnerwartungen für europäische Banken nach oben und rechnen 2016 mit einem Gewinn von 3,4% pro Aktie am Gesamtmarkt. In den USA und Japan dürften die Gewinne um 0,7% bzw. 17,6% wachsen. Mit Kurs-Gewinn-Verhältnissen von 17,9x im S&P 500, 15,9x im Stoxx 600 und 12,9x im Topix bewegen sich die Bewertungen trotz der prognostizierten Gewinnsteigerung im Vergleich zum 15-Jahres-Durchschnitt hoch.

Staatsanleihen

Steigende Renditen in Industrieländern

Im April trieben höhere Ölpreise und das risikofreudigere Umfeld die Renditen von Staatsanleihen in die Höhe.

Ausser in Japan zogen die Renditen von Staatsanleihen im April insgesamt an. Bis Ende April stieg die Rendite der 10-jährigen deutschen Bundesanleihen um 12 Basispunkte (Bp) auf 0,27%, die 10-jährige Treasury-Rendite um 6 Bp auf 1,83%. Auch die Spreads der Euro-Peripherieländer legten zu: in Italien um 15 Bp und in Spanien um 4 Bp. Diese Aufwärtsentwicklung der Renditen ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Erstens stiegen die Ölpreise um 20% an und lagen zu Monatsende bei über 45 USD/Fass, zweitens hielt sich der breite US-Dollar-Index den ganzen Monat über stabil und drittens sorgte die höhere Risikobereitschaft für eine Erholung der Aktien- und Kreditmärkte. Die zurückhaltenden Kommentare der Europäischen Zentralbank und der Fed trugen zweifelsfrei ihren Teil dazu bei.

Analog zum Ölpreis stieg auch die 10-jährige Breakeven-Inflationsrate in den USA auf 1,72%. Die vorsichtige Haltung der Fed kam jedoch überraschend für die Märkte und dämpfte die Erwartungen bezüglich der Leitzinserhöhung in den USA erneut, was den Zuwachs der Breakeven-Sätze wettmachte. Die 10-jährige Treasury-Rendite dürfte erst dann 2% übersteigen, wenn die Fed eine erneute Zinsanhebung signalisiert.

In diesem günstigen Umfeld sanken die Renditen von Schwellenländeranleihen weiter: Der JP Morgan Emerging Market Bond Index Global kletterte um 1,9% (inkl. Kupon) in USD und 1,7% in Lokalwährung.

Unternehmensanleihen

US-Titel hängen Euro-Anleihen ab

US-Hochzinsanleihen (HY) profitieren von höheren Ölpreisen im April. Die jüngsten Massnahmen der EZB halfen EUR-HY.

Sowohl Investment-Grade-Anleihen (IG) als auch HY verzeichneten im April einen Anstieg. Der HY-Index der Bank of America Merrill Lynch (BofAML) erzielte dank höherer Ölpreise ein Plus von 4%, mit Renditen von bis zu 7,8%. Spitzenreiter des HY-Indexes sind die Sektoren Energie und Metalle & Bergbau mit Erträgen (inkl. Kupon) von 12,6% bzw. 11,3%. Breiter abgestützt war die Performance der BofAML-IG-Anleihen in USD (+1,4%).

Die Ausführungen der EZB zu geplanten Unternehmensanleihekäufen bestimmten die Performance europäischer Titel. Drei Punkte des Programms sind besonders hervorzuheben: Es betrifft auch 1) Versicherungsgesellschaften und Banktöchter von Muttergesellschaften im Nichtbankensektor (z. B. Finanzierungsfirmen von Autoherstellern), 2) Anleihen von Tochtergesellschaften ausländischer Firmen, die in der Euro-Zone niedergelassen sind, 3) Anleihen, die von mindestens einer Ratingagentur als IG eingestuft werden, d. h. auch Anleihen der HY-Indizes.

Dank dieser Details sanken die Renditen der BofAML-IG-Anleihen in EUR erstmals seit einem Jahr auf knapp über 1% (1,07%). Dank der Bankenerholung brachten EUR-HY-Anleihen von BofAML einen Ertrag von 2%, deren Renditen sanken um 39 Bp auf 4,76%.

Aufgrund der höheren Ölpreise und der Zurückhaltung der Fed überflügeln USD-HY weiterhin Hochzinsanleihen in EUR, doch dieser Trend könnte sich umkehren, sobald das EZB-Programm im Juni startet und eine erneute Zinsanhebung durch die Fed ansteht.

Hedgefonds

Merger-Spreads oder Kredit-Spreads?

Trotz der jüngsten Marktentwicklungen bevorzugen Experten der Event-driven- und Multi-Strategie-Ansätze weiterhin die Merger-Arbitrage-Strategie gegenüber Anleihen.

Experten der Event-driven- und Multi-Strategie-Ansätze sehen in Merger-Arbitrage-Strategien weiterhin grosse Chancen zur Erzeugung von Alpha. Das zeigt ihr in den letzten Monaten ständig wachsendes Engagement bei der Strategie. Die attraktiven Spread-Niveaus und die Kauflaune der mit Barmitteln gesegneten Unternehmen werden allerdings in jüngster Zeit von gescheiterten Geschäften (wie der Allergan-Pfizer-Fusion), dem Einbruch der M&A-Aktivitäten im 1. Quartal 2016 und dem schwindenden Vertrauen der CEOs überschattet.

Das Engagement bei Anleihen ist in den letzten zwei Jahren hingegen zurückgegangen: Manager nahmen den Ölpreisanstieg und die gemässigte Haltung der Fed als Anlass, Positionen zu schliessen. Auch die Ausweitung des EZB-Anleihenkaufprogramms auf Gesellschaften, die Anleihen in der Euro-Zone emittieren, stützte diese Entwicklung. Im Bereich der Distressed-Papiere sind derzeit jedoch kaum Chancen vorhanden. Die zahlreichen Neuemissionen zeigen, dass sich die meisten Unternehmen noch immer refinanzieren können. Vermehrte Ausfälle und Ratingherabstufungen deuten darauf hin, dass die Erholung eher auf technischen Faktoren basiert. Die Lage dürfte sich trotz der erwarteten Verlangsamung der Fed-Zinsschritte verschärfen.

Edelmetalle

Fokus auf Silber

Silber wird an den Finanzmärkten gewöhnlich als „Gold des armen Mannes“ bezeichnet. Angesichts der soliden Gold-Performance überrascht es daher nicht, dass die Silberpreise derzeit steigen.

April war ein guter Monat für Gold: Die Preise stiegen in USD um 4,9% pro Feinunze. Noch besser war der Monat aber für Silber, das etwa 15,6% zulegte.

Da Silber tendenziell stark mit Gold korreliert – seit 1980 liegt die gleitende 12-Monats-Korrelation im Schnitt bei 0,70 –, weisen die Performanzenwerte der beiden Edelmetalle ähnliche Tendenzen auf. Auf der Nachfrageseite unterscheiden sich die beiden Metalle hauptsächlich aufgrund der Industrienachfrage. Diese macht bei Gold weniger als 10% der Gesamtnachfrage aus, während sie bei Silber über 50% erreicht. Daher begünstigt ein Preisanstieg von Industriemetallen grundsätzlich Silber mehr als Gold. Aus diesem Grund gilt Silber mitunter als hybrid: halb Edel-, halb Industriemetall.

Die jüngste Outperformance von Silber dürfte daher die besseren Aussichten aufseiten der Industrienachfrage widerspiegeln, die hauptsächlich auf die Stabilisierung in China zurückzuführen sind. Allerdings weist die steigende Schuldenlast darauf hin, dass die Nachfrage in China wirtschaftspolitisch gestützt wird – Investoren sollten sich dessen bewusst sein.

Devisen

Die BoJ wartet ab

Die Bank of Japan (BoJ) revidierte zwar ihre Wachstums- und Inflationsprognosen nach unten und verlängerte den Zeitrahmen zum Erreichen des 2%-Inflationsziels, änderte ihre Geldpolitik im April jedoch nicht.

Der zuständige Ausschuss der BoJ beschloss an seiner Sitzung vom 28. April, seine Geldpolitik nicht zu ändern, obwohl die Zentralbank ihre Inflations- und Wachstums-erwartungen (Letztere vom Fiskaljahr 2015 bis 2017 um insgesamt -0,9%) nach unten korrigiert hat. Die Aussichten für das Fiskaljahr 2017 wurden zwar weniger stark angepasst (auf 1,7% vs. 1,8% im Januar-Ausblick der BoJ), jedoch wird neu damit gerechnet, dass das Inflationsziel von 2% „im Laufe des Fiskaljahrs 2017“ erreicht wird anstatt „in der ersten Hälfte des Fiskaljahrs 2017“.

Der Beschluss der BoJ kommt angesichts der jüngsten Yen-Festigung und der wachsenden Sorgen hinsichtlich der begrenzten Möglichkeiten der BoJ, das Inflationsziel zu erreichen, umso überraschender.

Erwartungsgemäss stieg der JPY-Kurs an den Devisenmärkten daraufhin noch weiter an. Auch aufgrund der wahrscheinlich enttäuschenden Lohnverhandlungen stehen die Chancen, dass die BoJ ihr Inflationsziel noch im Fiskaljahr 2017 erreicht, ohne eine zusätzliche geldpolitische Lockerung ziemlich schlecht. Zudem dürften fiskalpolitische Massnahmen erforderlich sein. Trotzdem ist für April 2017 eine zweite Mehrwertsteuererhöhung geplant, die das Wachstum bremsen dürfte.

Anleihen Anleger: Schutz oder Ertrag, eine zwingende Wahl?

Während Staatsanleihen der Kernländer weiter die Portfolios schützen sollten, könnten die jüngsten EZB-Massnahmen europäische Unternehmensanleihen beflügeln. Auch Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern bieten gutes Renditepotenzial, ohne Anleger einem direkten Wechselkursrisiko auszusetzen.

Lauréline Chatelain, Junior-Strategin, Asset Allocation & Macro Research, Pictet Wealth Management

Historisch führte die Kombination von Aktien und Anleihen in einem Mischportfolio stets zu einer Verbesserung beim Risiko (Diversifikationsvorteil), aber auch bei den Erträgen, wenn die langfristigen Renditen sinken. Da Kernstaatsanleihen bei Marktstress oft negativ mit Aktien korrelieren, vermindert ein Mischportfolio auch die Volatilität. Festverzinsliche Anlagen spielen daher zwei wesentliche Rollen: Erstens sollen Anleihen wie Aktien einen positiven Ertrag erzielen. Zweitens sollen sie Anleger gegen Marktchocks und systemische Risiken schützen.

Staatsanleihen aus Kernländern als Schutz

Die Attraktivität der Kernstaatsanleiherenditen ist zuletzt nach und nach geschwunden. Per Ende April rentierten 10-jährige US Treasuries mit etwas mehr als 1,80% und 10-jährige deutsche Bundesanleihen mit weniger als 0,30%. Die Schutzfunktion von Staatsanleihen gilt jedoch weiter, da ihr Kurs in Zeiten von Finanzstress

parallel zum Rückgang der Renditen steigt. Seit Juli 2007 gab es an Aktienmärkten 20 Turbulenzphasen und in 16 davon warfen 10-jährige US-Treasuries positive Gesamterträge ab. Vom 1. Dezember 2015 bis zum 11. Februar 2016 – als der S&P 500 12,6% verlor – erzielten 10-jährige US Treasuries einen Ertrag von 4,9%. Kernstaatsanleihen können allerdings auch gleichzeitig mit Aktien negative Erträge verbuchen. Das jüngste Beispiel dafür war das sogenannte *Taper Tantrum*, als wegen der Erwartung einer weniger lockeren Geldpolitik der Fed vom 22. Mai bis zum 24. Juni 2013 der S&P 500 um 5,6% und der Gesamtertrag 10-jähriger US Treasuries um 5,1% zurückgingen.

Aber heute muss es nicht unbedingt wieder so kommen. Wir erwarten, dass die Fed die Anleger weiter beruhigt und mit Zinsstraffungen vorsichtig und langsam vorgeht, während die niedrigen Ölpreise und die verzögerte Wirkung der US-Dollar-Festigung zusammen mit langsamem Lohnwachstum die persönlichen Kernkonsumausgaben (die Referenz der Fed für Inflation) dieses Jahr unter dem Ziel der Fed von 2% halten dürften. So senken sie das Risiko, dass die Fed hinter der Kurve zurückbleibt (und plötzlich straffen muss, um eine zu starke Inflation zu vermeiden). Gewisse Risiken bleiben aber bestehen. So könnten uns die fallenden Rohstoffpreise und die Verlangsamung in China erneut Sorgen und das Brexit-Referendum im Juni in Europa Turbulenzen bescheren. Daher werden 10-jährige US Treasuries 2016 wohl ihre Schutzfunktion behalten, wenn auch mit magerem Gesamtertrag. Bei einem nominalen BIP-Jahreswachstum in den USA von 3,24% im 1. Quartal 2016 und

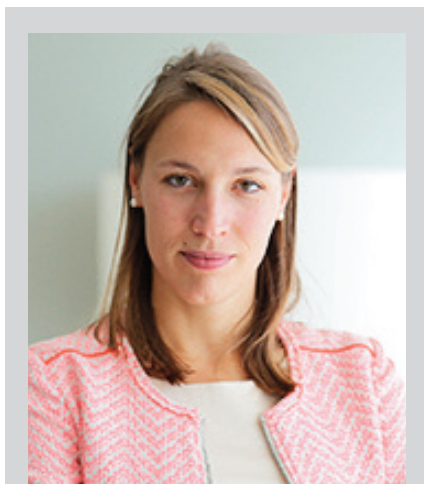
bei einer niedrigen Federal Funds Rate (von der Fed festgelegter Satz) dürften die 10-jährigen US-Anleiherenditen in den kommenden Jahren anziehen, in Einklang mit unserer Erwartung eines anhaltenden nominalen BIP-Wachstums und einer strafferen Geldpolitik. Gemäss unseren eigenen Prognosen der Kurzfristzinsen (siehe unsere Veröffentlichung *Horizonte* vom Herbst 2015) bewegt sich der erwartete Jahresertrag 10-jähriger US Treasuries und Bundesanleihen in den nächsten 10 Jahren bei 1,5% bzw. -0,5%.

Die Jagd nach Rendite

Angesichts der niedrigen Renditen von „sicheren“ Staatsanleihen sind die Anleger zweifellos bereit, mehr Risiko einzugehen, um höhere Erträge mit festverzinslichen Anleihen zu erwirtschaften. Höher rentierende festverzinsliche Papiere gibt es, wenn man Kreditrisiken eingehen will (Risiko des Emittentenausfalls), u.a. bei Emittenten mit Investment-Grade- und High-Yield-Ratings. Eine andere Option sind Schwellenländeranleihen in Lokal- oder Hartwährungen (meist US-Dollar). Hochzins- und Schwellenländeranleihen bieten derzeit 400-600 Basispunkte (Bp) mehr als entsprechende risikofreie Anleihen (US Treasuries und deutsche Bundesanleihen) (siehe Grafik 1).

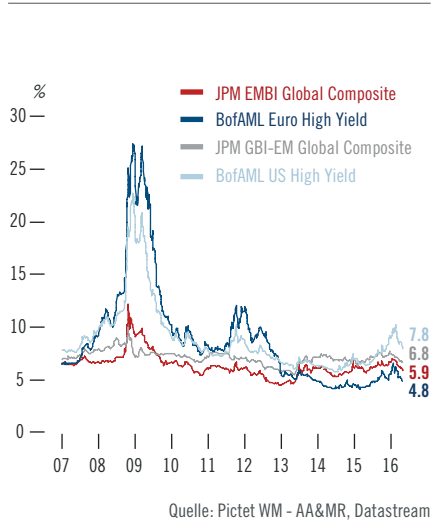
1. Unternehmensanleihen in US-Dollar versus Euro

Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) sind sicherer als entsprechende Hochzinspapiere (HY), weil IG-Emittenten kaum ausfallen. Bank of America Merrill Lynch (BofAML) US- und Euro-IG-Indizes verzeichneten in der jüngsten Finanzmarktstressphase



Lauréline Chatelain
Asset Allocation & Macroeconomic
Research

GRAFIK 1: RENDITEN VON STAATSANLEIHEN AUS SCHWELLENLÄNDERN UND HOCHZINSANLEIHEN (JANUAR 2007 – APRIL 2016)



vom 1. Dezember 2015 bis zum 11. Februar 2016 leicht positive Gesamterträge, während BofAML US- und Euro-HY-Indizes -7,8% bzw. -5,6% auswiesen. Bei ähnlich niedrigem Risiko bieten also IG-Unternehmensanleihen höhere Renditen als Kernstaatsanleihen. Aber das HY-Segment erholte sich ab 11. Februar 2016 stärker als IG und verzeichnete Gesamterträge von 13,2% und 7,4% bei US- bzw. Euro-HY. Höhere Ölpreise und eine zahme Fed erklären diese Wende und riefen Risikobereitschaft zugunsten von Unternehmensanleihen und Aktien hervor.

Mehrere Faktoren – v.a. Geldpolitik und Verschuldungsgrad der Unternehmen – helfen dabei, den Unterschied zwischen Euro- und US-Indizes und die potenziell bessere Positionierung von Euro-HY und IG zu erklären.

Geldpolitik. Ein positiver Katalysator für europäische Unternehmensanleihen ist die lockere Geldpolitik der EZB. Im März 2016

kündigte sie ein neues Programm gezielter langfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG II) an, das Banken für Kreditvergabe belohnen soll. Sie beschloss auch, direkt IG-Anleihen von Nicht-Banken in der Euro-Zone zu kaufen. Das EZB-Programm für Anleihenkäufe dürfte also günstig für Euro-HY sein. Die Zentralbank kauft Unternehmensanleihen, wenn ihnen auch nur eine Ratingagentur ein IG-Rating erteilt, selbst wenn das Durchschnittsrating unter IG-Niveau liegt. Der BofAML Euro HY Index profitierte von der jüngsten Erholung im Bankensektor (22% der ausstehenden Anleihen im Index entfallen auf Banken), die wiederum teilweise wegen der jüngsten EZB-Massnahmen erfolgte.

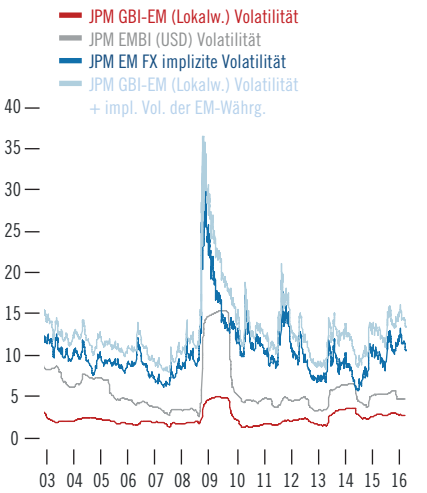
Schuldenszyklus und Energie-Exposure. US-Firmen haben die historisch niedrigen Renditen für Anleiheemissionen genutzt, was v.a. bei Firmen im Schieferölboom zu überhöhter Verschuldung führte. Daher rechnet die Ratingagentur Moody's mit einem Anstieg der effektiven US-HY-Ausfallquote von derzeit 4,1% auf fast 6% per Jahresende. US HY korrelieren weiter stark mit den Ölpreisen, denn der Energiesektor macht etwa 12% des BofAML US HY Index aus. Der Ölpreisanstieg erklärt dessen Outperformance gegenüber Euro-HY seit Februar. Aber selbst bei Ölpreisen von über USD 40/Barrel könnte die höhere Zahl von Ausfällen die Anleger beunruhigen und zur Einforderung höherer Risikoprämien veranlassen. Dagegen bewegt sich die Ausfallquote für Euro HY nur bei 2,7% und wird 2016 wohl kaum zunehmen. Anders als in den USA gibt es bei Euro-HY mehr Hoch- als

Herabstufungen. Der Euro HY Index hat auch kaum Exposure im Energiesektor (6% aller ausstehenden Euro-HY-Anleihen) und korreliert daher weniger mit den Ölpreisen.

2. Staatsanleihen der Schwellenländer Staatsanleihen aus Schwellenländern werden wie Unternehmensanleihen stark von Rohstoffpreisen, US-Dollar und dem Ergehen von Chinas Wirtschaft beeinflusst. Seit Mitte Februar steigen die Ölpreise wieder, der US-Dollar gibt nach und China fördert das Kreditgeschäft. Diese Faktoren begünstigen Staatsanleihen aus den Schwellenländern. Allerdings sind die Treiber für Anlageentscheidungen für Hart- und Lokalwährungen nicht die Gleichen.

Länder-Exposure. Bei der Zusammensetzung unterscheiden sich Indizes für Schwellenländeranleihen danach, ob sie auf US-Dollar oder Lokalwährungen lauten. Der Index von JP Morgan für Lokalwährungsanleihen (EM-GBI Global Composite Index) enthält viele Titel aus Lateinamerika, wobei insgesamt 36% auf Mexiko und Brasilien entfallen und nur 15 Länder vertreten sind. Dagegen sind im Hartwährungsindex von JP Morgan (JPM EMBIG Global Composite) 65 Länder zu finden. Diese Länderdiversifizierung senkt das spezifische Risiko und z.B. das Exposure bei Brasiliens Politikskandal. Kurz gesagt erfordert das Anlegen in Lokalwährungsanleihen ein eingehendes Verständnis der Lage im jeweiligen Emissionsland. Dagegen sind bei Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern die Fed-Geldpolitik und die US-Inflation wichtiger. Die Renditen von

GRAFIK 2: VOLATILITÄT VON INDIZES FÜR STAATSANLEIHEN AUS SCHWELLENLÄNDERN IN LOKAL- UND HARTWÄHRUNGEN (JANUAR 2003 – APRIL 2016)



Quelle: Pictet WM - AA&MR, Datastream

USD-Schwellenländeranleihen bestehen aus der US-Treasury-Rendite plus einem Kredit-Spread, der die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls des Emissionslandes abbildet.

Risiko-Exposure. Wegen des Wechselkursrisikos ist das Anlegen in Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern riskanter als in entsprechende Hartwährungsanleihen. Daher kommt die Währungsvolatilität zu der zugrundeliegenden Volatilität der

Anleihe hinzu, wenn deren Attraktivität bestimmt werden soll (siehe Grafik 2). So verlor der brasilianische Real letztes Jahr zum US-Dollar fast 50%: Dadurch wurde der Ertrag von brasilianischen Lokalwährungsanleihen für US-Anleger praktisch halbiert. Schwellenländerwährungen haben sich in den letzten Wochen zwar erholt, aber sie könnten sich zum US-Dollar wieder abschwächen, wenn die Fed die Zinsen erneut erhöht. Unseres Erachtens dürfte die Reaktion diesmal aber weniger dramatisch ausfallen als 2015. Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern dürften weniger unter einer neuerlichen USD-Stärke leiden.

Fazit

Kernstaatsanleihen dürften ihre Schutzfunktion bei neuerlichen Marktspannungen behalten, da wir nicht mit einem ähnlich starken Rückgang wie beim *Taper Tantrum* rechnen. Diese so genannten sicheren Häfen werden aber in den kommenden 10 Jahren wohl keine attraktiven Jahreserträge bieten, sodass die Anleger nach Alternativen mit höheren Renditen und besseren Gesamterträgen suchen, wie z.B. Unternehmensanleihen und

Staatsanleihen aus Schwellenländern. Bei Hochzinsanleihen sind Spreads über dem risikofreien Satz hoch genug, um die Anleger bei einem Anstieg der Ausfallquote auf etwa 5% in Europa und 6% in den USA zu schützen (obwohl letztere Zahl der Ausfallprognose von Moody's für Ende 2016 entspricht). Bei Staatsanleihen aus Schwellenländern bedeutet das Fehlen des direkten Wechselkursrisikos, dass Hartwährungsanleihen mit weniger Risiko behaftet sind als Lokalwährungsanleihen.

Verfasser | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Laureline Chatelain, Frederik Ducrozet **Redaktionsteam** | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan **Redaktionsschluss:** 3. Mai 2016 **Übersetzung** | Holger Albrecht, Barbara Angerer, Anita Waser **Layout** | Production Multimédia Pictet **Papier** | Gedruckt auf FSC-zertifiziertem Papier

Haftungsausschluss | Dieses Dokument ist nicht für die Verteilung an oder die Verwendung durch Personen oder Einheiten bestimmt, die die Staatsangehörigkeit oder den Wohn- oder Geschäftssitz an einem Ort, in einem Staat, Land oder Gerichtskreis haben, in dem eine solche Verteilung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Verwendung gegen Gesetze oder andere Bestimmungen verstößt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Daten und Angaben dienen lediglich der Information, die Pictet-Gruppe haftet nicht für sie, und sie stellen weder ein Kauf- noch ein Verkaufsangebot (oder eine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Verkauf von Titeln oder anderen Finanzinstrumenten) dar.

Im Übrigen spiegeln die hier wiedergegebenen Informationen, Meinungen und Schätzungen eine Beurteilung zum ursprünglichen Veröffentlichungsdatum wider und können ohne besondere Benachrichtigung geändert werden. Die in diesem Bericht erwähnten Wertangaben und Erträge von Wertpapieren und Finanzinstrumenten beruhen auf Börsenkursen aus üblichen Quellen für Finanzinformationen und können sinken oder steigen. Der Marktwert kann durch Veränderungen bei wirtschaftlichen, finanziellen und politischen Faktoren, Restlaufzeit, Marktbedingungen und

Volatilität sowie der Bonität des jeweiligen Emittenten oder Referenzemittenten beeinflusst werden.

Zudem können die Wechselkurse einen positiven oder einen negativen Einfluss auf den Wert, den Preis oder die Rendite eines in diesem Dokument erwähnten Titels oder Anlagevehikels haben.

In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung, und die Empfänger dieses Dokuments haften in vollem Umfang für ihre eventuellen Anlagen. Es gibt weder eine stillschweigende noch eine ausdrückliche Garantie für die künftige Entwicklung der Performance. Der Inhalt dieses Dokuments ist vertraulich und kann nur von der Person gelesen und/oder benutzt werden, an die es sich wendet. Pictet übernimmt keine Haftung für die Verwendung, Übermittlung oder Nutzung der in diesem Dokument enthaltenen Daten. Somit erfolgt jegliche Wiedergabe, Vervielfältigung, Verbreitung, Veränderung und/oder Veröffentlichung des Inhalts unter der alleinigen Verantwortung des Empfängers dieses Dokuments und unter Ausschluss jeglicher Haftung der Pictet-Gruppe. Der Empfänger des Dokuments verpflichtet sich, die geltenden Gesetze und anwendbaren Bestimmungen der Jurisdiktionen einzuhalten, in denen er die im vorliegenden Dokument angegebene Daten nutzen könnte.

Dieses Dokument wurde von der Pictet-Gruppe herausgegeben. Diese Publikation und deren Inhalt können mit Quellenangabe zitiert werden. Alle Rechte bleiben vorbehalten. Copyright 2016.

Wachstumsprognose 2016 für Euro-Zone auf gleichem Niveau wie für die USA

Enttäuschende BIP-Zahlen aus den USA für das 1. Quartal bedeuten, dass wir unsere US-Wachstumsprognose für 2016 auf 1,8% senken – das gleiche Niveau wie für die Euro-Zone, wo die Daten klar besser waren.

Daten in Grafiken und Tabellen auf dieser Seite per 29. April 2016.

WICHTIGSTE WIRTSCHAFTSINDIKATOREN

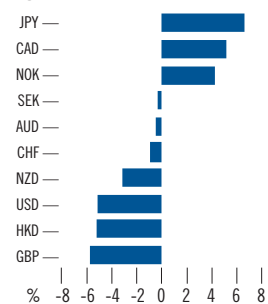
BIP-Wachstum	Schätzungen Pictet – (Konsens*)			
	2014	2015	2016G	2017G
USA	2.4%	2.4%	1.8% (2.0%)	2.0% (2.4%)
Euro-Zone	0.9%	1.5%	1.8% (1.5%)	1.7% (1.6%)
Schweiz	1.9%	0.9%	1.1% (1.1%)	1.6% (1.5%)
Grossbritannien	2.9%	2.3%	2.0% (2.0%)	2.3% (2.2%)
Japan	-0.1%	0.5%	0.6% (0.6%)	0.5% (0.5%)
China	7.3%	6.9%	6.5% (6.4%)	6.2% (6.2%)
Brasilien	0.1%	-3.9%	-3.7% (-3.8%)	0.9% (0.6%)
Russland	0.5%	-3.3%	-1.6% (-1.3%)	1.2% (1.1%)

Inflation (VPI) Jahresdurchschnitt (ausser für Brasilien: Jahresende)	2014	2015	2016G	2017G
USA	1.6%	0.1%	1.6% (1.3%)	2.4% (2.2%)
Euro-Zone	0.4%	0.0%	0.2% (0.3%)	1.5% (1.4%)
Schweiz	0.0%	-1.1%	-0.6% (-0.6%)	0.2% (0.2%)
Grossbritannien	1.5%	0.0%	0.9% (0.7%)	1.8% (1.7%)
Japan	2.7%	0.8%	0.2% (0.0%)	1.8% (1.6%)
China	2.0%	1.4%	2.2% (1.5%)	1.8% (1.7%)
Brasilien	6.3%	9.0%	6.9% (7.1%)	5.5% (5.6%)
Russland	7.8%	15.5%	7.0% (7.5%)	5.7% (5.7%)

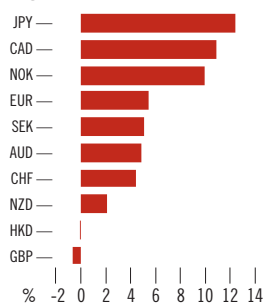
*Quelle: Consensus Economics Inc

WECHSELKURSSCHWANKUNGEN (SEIT 31.12.2015)

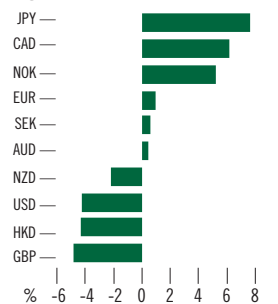
Gegenüber EUR



Gegenüber USD

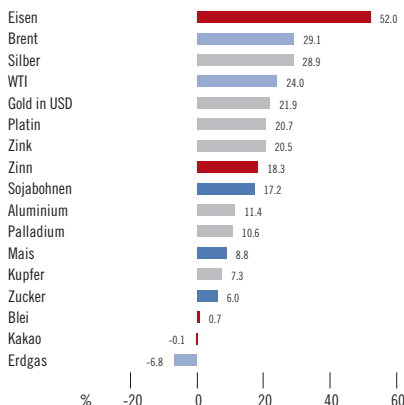


Gegenüber CHF

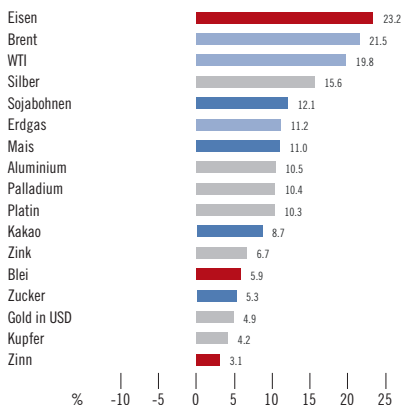


ROHSTOFFE

Performance seit 31.12.2015



Performance vom Vormonat

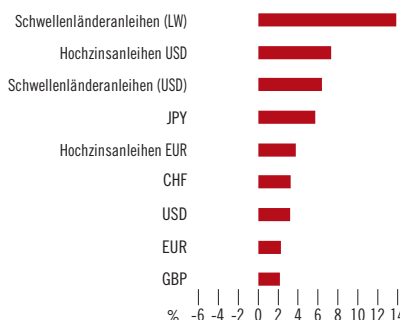


ZINSEN

	3 Monate	10 Jahre
USA	0.50%	1.8%
Euro-Zone	0.00%	0.3%
Schweiz	-0.75%	-0.3%
Grossbritannien	0.5%	1.6%
Japan	-0.1%	-0.1%
China	2.10% (1 Jahr)	2.4% (5 Jahre)
Brasilien	14.25%	12.5%

ANLEIHEMÄRKTE

Performance seit 31.12.2015



AKTIENMÄRKTE

Performance seit 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	1.5%	-3.8%	-2.9%	2.1%
S&P 500*	1.7%	-3.5%	-2.6%	2.4%
MSCI Europe*	0.2%	-5.0%	-4.1%	0.8%
Tokyo SE (Topix)*	-1.6%	-6.7%	-5.8%	-1.0%
MSCI Pacific ex. Japan*	0.9%	-4.3%	-3.4%	1.5%
SPI*	-1.6%	-6.7%	-5.8%	-1.0%
Nasdaq	-4.6%	-9.6%	-8.7%	-4.1%
MSCI Em. Markets*	6.4%	0.9%	1.8%	7.0%
Russell 2000	-0.4%	-5.6%	-4.7%	0.2%

* Dividenden reinvestiert

SEKTOREN

Performance seit 31.12.2015	USA	Europa	Welt
Industriewerte	5.8%	-0.6%	4.8%
IT	-3.7%	-9.6%	-3.7%
Grundstoffe	7.6%	5.9%	12.2%
Telekom	10.7%	-8.8%	5.7%
Gesundheit	-3.7%	-11.0%	-4.4%
Energie	11.4%	7.1%	13.0%
Versorger	11.8%	-2.0%	7.5%
Finanzwerte	-2.8%	-14.3%	-4.0%
Basiskonsumgüter	3.3%	-2.6%	3.3%
Zykl. Konsumgüter	1.0%	-9.4%	-1.4%

