

+61%

Kumulierter Gewinn der 10-jährigen deutschen Bundesanleihe seit März 2009 (in Euro)
Seite 2

2,5%

Unsere Prognose des US-Wachstums für das zweite Quartal 2016
Seite 4

+3,6%

Performance des S&P 500 Index in den ersten fünf Monaten 2016
Seite 6

-34%

Unterschied der Nettoergebnisse japanischer Unternehmen zu den Erwartungen
Seite 7

+7,9%

BIP-Wachstum in Indien im ersten Quartal
Seite 9

4,74%

Rendite europäischer Hochzinsanleihen per Ende Mai
Seite 10

-6,0%

Rückgang der Goldpreise im Mai
Seite 11

30%

Abschlag zum Buchwert, zu dem europäische Banken Ende Mai gehandelt wurden
Seite 13

Konjunkturausblick in den USA und Europa hellt sich auf, aber manche befürchten „japanische Aussichten“ für europäische Banken

Juni 2016

Perspektiven

Wicksell oder Fisher: Wer wird ein Jahrhundert später Recht behalten?



Christophe Donay,
Leiter Asset-Allokation und
makroökonomische Analyse
Chefstrategie

Seit 2008 intervenieren die Zentralbanken massiv an den Finanzmärkten. Wohin führt dieser Interventionismus? Zwei Wirtschaftswissenschaftler des vergangenen Jahrhunderts geben Antwort... und verstören damit.

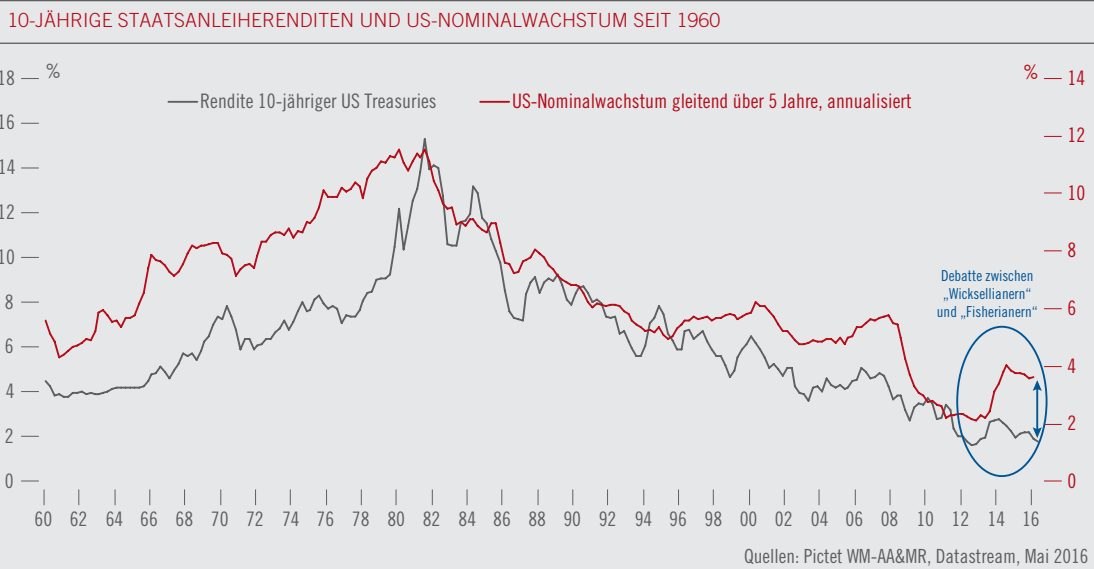
Nach den Programmen der quantitativen Lockerung durch die Fed von 2008 bis 2013 und dem 2013 von der Bank of Japan eingeleiteten Programm ist die Ausweitung der Anlagenkäufe durch die Europäische Zentralbank (EZB) von Staatsanleihen auf Unternehmensanleihen das jüngste Beispiel für Zentralbankinterventionen. Diese massiven Interventionen haben die Mechanismen der Finanzmärkte gestört. Der Anlagenpreis ergibt sich zwar aus Angebot und Nachfrage, aber der Kurs und die Bewertung bestimmter Anlagen, namentlich der Anleihen, spiegeln nicht mehr

einen auf wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren beruhenden Wert wider, denn die Zentralbanken verfolgen als Anleihenkäufer nicht die gleichen Ziele wie die Anleger. Mit der quantitativen Lockerung und somit auch dem Kauf von Staats- bzw. Unternehmensanleihen wollen die Zentralbanken zugleich einen Anstieg der Kapitalmarktzinsen vermeiden und zu geringstmöglichen Kosten sowohl den Staat als auch Privatakteure finanzieren. Keinesfalls beruht ihr Kaufprogramm auf der fundamentalen Bewertung der Anleihen. Daher weichen die Marktsätze von ihrem Gleichgewichtswert ab.

Schon 1898 kam der schwedische Ökonom Knut Wicksell zu dem Schluss, dass die an den Finanzmärkten verzeichneten Geldmarktsätze von den auf Fundamentaldaten beruhenden, „natürlichen“ Zinsen (mit einem stabilen Preisniveau vereinbare Zinsen) abweichen können. Wenn die Marktzinsen unter den natürlichen Zinsen liegen, so stellte er fest, wird die Wirtschaftsexpansion angeregt. So gesehen könnte man bei den in den letzten Jahren von den Zentralbanken entwickelten Massnahmen von Wicksellschen Massnahmen sprechen. Bei einem Nominalwachstum von etwa 3,5% (2% Realwachstum plus 1,5% Inflation) müsste sich der natürliche Zins für 10-jährige US Treasuries bei etwa 3,5% bewegen, und nicht bei den derzeitigen 1,8%.

Anfang des 20. Jahrhunderts stellte sich der Amerikaner Irving Fisher gegen Wicksell. Er verwarf das Konzept des „natürlichen“ Zinses und argumentierte stattdessen, dass das Zinsniveau über kurz oder lang stets das Verhältnis der herrschenden Konjunkturkräfte widerspiegelt. Nach dem Börsenkrach von 1929 – als er einen Grossteil seines Vermögens verlor – suchte Fisher die Wirtschaftskrisen theoretisch zu ergründen. Er erklärte, dass Konjunkturphänomene direkt mit Kreditexzessen verbunden seien und dass das Platzen der durch Kreditexzesse verursachten Blase unweigerlich zur Schuldendeflation führe. Eine der Folgen der Schuldendeflation sei ein Nominalzinsverfall und ein Anstieg der Realzinsen (also mit Anpassung zur Berücksichtigung der Deflation). So gesehen handeln die Zentralbanken derzeit, um einem Szenario à la Fisher zu begegnen, indem sie versuchen, den Wirtschaftsakteuren beim Schuldenabbau zu helfen und zugleich die Anlagenpreise zu stützen.

Heute finden sich diese beiden Ansätze in der Positionierung der Anleger wieder. Die „Wicksellianer“ erwarten unter den aktuellen Verhältnissen mit Märkten, die durch von den Zentralbanken mit ihrer geldpolitischen Lockerung bereitgestelltes Geld geflutet sind, dass die Renditen von langfristigen Staatsanleihen kräftig steigen müssten, um



wieder ihr „natürliches“ Niveau zu erreichen. Ein unerwarteter Inflationsanstieg könnte eine solche Bewegung auslösen. Für Verfechter dieses Szenarios ist ein Crash wie jener von 1994 unausweichlich.¹ Für die „Fisherianer“ spiegelt sich in dem niedrigen Zinsniveau der Staatsanleihen der schlechte Zustand der Wirtschaft wider. Die Zentralbanken werden daher alles tun, damit die Zinsen niedrig bleiben, um einen Rückfall in die Rezession zu vermeiden. „Wicksellianer“ veräußern daher ihre Staatsanleihen, während „Fisherianer“ sie aufstocken. Seit mehreren Jahren sind Letztere im Vorteil, denn die 10-jährigen Treasuries und Bundesanleihen verzeichnen seit März 2009 eine Gesamtperformance von 38% bzw. 61% in Lokalwährungen.

Die Zentralbanken haben es jedenfalls in der Hand, dem Anleihemarkt eine neue Richtung zu geben. Einige unter ihnen wie die EZB und die Bank of Japan versuchen weiterhin aktiv Wachstumshindernisse auszuräumen, indem sie die Finanzierungskosten senken und die Entschuldung begünstigen.


Vorerst könnte die Kombination einer Leitzinserhöhung der Fed um 25 Basispunkte mit einer US-Wachstumsbeschleunigung einen Anstieg der US-Kapitalmarktzinsen bewirken. 10-jährige Treasuries stellen daher ein asymmetrisches Risiko für die Anleger dar. Bei einer Konkretisierung dieses Risikos könnte man endlich den „Wicksellianern“ Recht geben, nachdem zwei Jahre lang eine Abweichung der Entwicklung des Nominalwachstums von jener der 10-jährigen Zinsen verhindert hat, dass die Zinsen ihr „natürliches“ Niveau erreichen (siehe Abbildung). Wenn sich jedoch eine Rezession einstellt, während die Zinsen zu ihrem „natürlichen“ Niveau zurückkehren, und die Fed sich weniger bemüht, dies zu verhindern, dann könnten die „Fisherianer“ Recht behalten. Allerdings scheint uns eine Rezession dieses Jahr wenig wahrscheinlich, wenn man die meist soliden Makrodaten in Verbindung mit der US-Inlandskonjunktur betrachtet.

¹ Der Kurs der Anleihen entwickelt sich entgegengesetzt zu den langfristigen Zinsen: Ein Anstieg der Kapitalmarktzinsen bewirkt ein Sinken der Anleihenkurse und umgekehrt. Heute würde ein Anstieg der 10-Jahres-Renditen von 1,8% auf 3,8% den Wert von US-Staatsanleihen um etwa 17% senken.

Aussichten bleiben in USA und Europa relativ freundlich

Trotz kurzfristiger Risiken bleiben wir bei unserer relativ positiven Einschätzung der Aussichten für die Volkswirtschaften der USA und der Euro-Zone. In China tun die Behörden genug, um zu gewährleisten, dass die Wirtschaft über die Runden kommt.

Christophe Donay, Bernard Lambert, Nadia Gharbi und Frederik Ducrozet

 *Im Mai liessen die Anspannungen in der Weltwirtschaft etwas nach. Vor allem Europa gewann an Dynamik und die USA erholen sich nach einem schwachen ersten Quartal wieder.*

Die Weltwirtschaft erhielt im Vorfeld eines wohl ereignisreichen Monats Juni etwas Rückenwind.

Der Gesamt-Einkaufsmanagerindex (PMI) der Euro-Zone schwächte sich im Mai etwas ab, aber er signalisiert, dass sich die Wirtschaft klar im expansiven Bereich entwickelt. Deutschlands Wirtschaft erweist sich als solide und selbst die Aussichten für Frankreich könnten sich erholen, sodass wir an unserer Prognose eines 1,8%-Wachstums der Euro-Zone in diesem Jahr festhalten. In den USA erreichte das reale BIP-Wachstum nur 0,8%, aber die Verbraucherausgaben – die zwei Drittel der US-Wirtschaft ausmachen – bleiben robust und spiegeln einen regen Arbeitsmarkt wider. Im zweiten Quartal erwarten wir in den USA ein annualisiertes Wachstum von 2,5%. Auf der anderen Seite des Pazifiks haben sich die Sorgen über China ebenfalls fürs Erste gelegt. Im ersten Quartal erreichte das Wachstum 6,7%, was auf der Linie unserer Jahresprognose von 6,5% für China liegt. Inzwischen half der Anstieg der Ölpreise auf fast USD 50/Barrel Brasilien und Russland, sodass die 5,4%-Kontraktion der brasilianischen Wirtschaft im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr zwar schlecht aussieht, aber etwas besser ausfiel als erwartet. Wie Russland verharrt Brasilien jedoch klar in der Rezession und hat wesentliche Strukturprobleme.

Die gegenwärtige Ruhe könnte nicht lange dauern. Die wachsende Aggressivität der Fed (die Märkte hatten für Juni/Juli immer stärker eine Zinserhöhung eingepreist) führte zu einer US-Dollarfestigung und könnte zudem neuerlichen Druck auf die ohnehin schon anfälligen Schwellenländer bedeuten. Die europäische Konjunktur verbessert sich, aber die Inflationsniveaus bleiben hartnäckig niedrig und der Bankensektor leidet weiter unter negativen Einlagenzinsen. Japan ist eine weitere Quelle für mögliche Volatilität. Quantitative Lockerung und selbst Negativzinsen haben es bisher nicht vermocht, die Inflation zu heben. Die Bank of Japan steht mit einer Sitzung Mitte Juni unter enormem Druck, etwas zu tun, um die Yen-Stärke und die sinkenden Wachstumswahlen zu bremsen, während an die Regierung Forderungen gestellt werden, sogar noch mehr haushaltspolitische Anreize einzuführen, nachdem sie am 1. Juni einen Aufschub der für nächsten April geplanten Mehrwertsteuererhöhung bekannt gegeben hatte.

USA: wieder stärkeres Wachstum im 2. Quartal

Das annualisierte US-Wachstum des 1. Quartals war trotz der Aufwärtsrevision von 0,5% auf 0,8% enttäuschend. Glücklicherweise deuten die neusten verfügbaren Daten auf eine merkliche Verbesserung im 2. Quartal hin. Ausrüstungsinvestitionen

bleiben schleppend und ein weiterer Negativbeitrag vom Lageraufbau scheint wahrscheinlich. Aber die Daten vom Wohnimmobilienmarkt sind erfreulich, die ersten Handelszahlen vom April waren vielversprechend und – was am allerwichtigsten ist – das Wachstum der Verbraucherausgaben scheint nach der Enttäuschung vom ersten Quartal kräftig anzuziehen. Wir rechnen weiter mit einer signifikanten Erholung des amerikanischen BIP-Wachstums auf etwa 2,5% im zweiten Quartal, nicht zuletzt wegen des starken Anstiegs der Verbraucherausgaben, der im 2. Quartal durchaus mehr als 3,0% erreichen könnte.

Das im Mai veröffentlichte Protokoll von der April-Sitzung des Offenmarktausschusses FOMC und jüngste Äusserungen der Fed-Mitglieder veranlassten die Futures-Märkte immer stärker, eine Fed-Zinserhöhung im Juni oder Juli einzupreisen. Das Wachstum verbessert sich sicher im 2. Quartal, die US-Wirtschaft nähert sich der Vollbeschäftigung und die finanziellen Bedingungen haben sich seit der Spitze im Januar erheblich gelockert. Die Inflationserwartungen bleiben laut

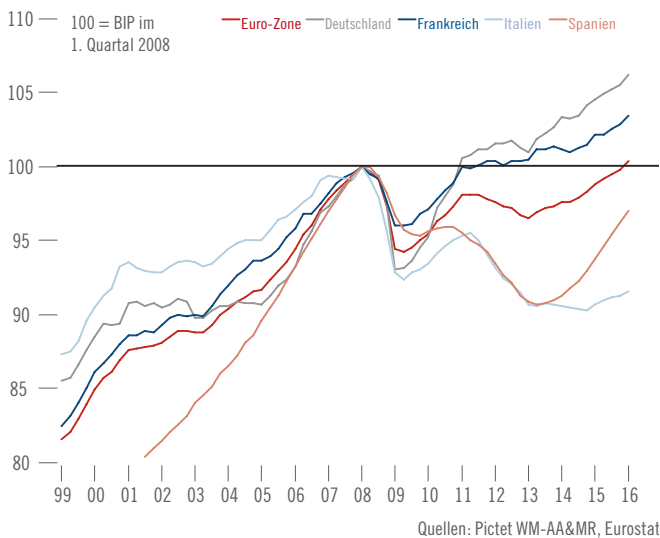
Wir rechnen weiter mit einer signifikanten Erholung des amerikanischen BIP-Wachstums auf etwa 2,5% im zweiten Quartal

Umfragen und Markt ziemlich niedrig und der Dollar steigt wieder, was zur neuerlichen Straffung der finanziellen Bedingungen führt. Ausserdem bestehen wichtige Abwärtsrisiken weiter, insbesondere jene in Verbindung mit globalen Wirtschafts- und möglichen Finanzentwicklungen, Chinas Devisen- und Wirtschaftspolitik, Brexit-Referendum in Grossbritannien und Wahlen in den USA im November. Während die Möglichkeit einer Zinsanhebung im Juni und v.a. im Juli gestiegen ist, halten wir es nach wie vor für etwas wahrscheinlicher, dass sie erst im September erfolgt. Jedenfalls dürfte die Fed sehr vorsichtig vorgehen und sich für dieses Jahr auf eine Zinserhöhung beschränken.

Aussichten der Euro-Zone bleiben trotz einiger Problemchen erfreulich

Nach den starken Zahlen vom 1. Quartal signalisieren die Unternehmensumfragen aus der Euro-Zone eine etwas nachlassende Dynamik. Das BIP-Wachstum könnte daher dort von über 2% im 2. Quartal auf etwa 1,5% annualisiert sinken. Immerhin bleiben weiche wie harte Indikatoren in Einklang mit einer soliden Inlandsnachfrage, was hilft, Schwäche wegen externer Faktoren auszugleichen. An der Haushaltsfront haben die Empfehlungen der Europäischen Kommission betreffend

ENTWICKLUNG DER VOLKSWIRTSCHAFTEN DER EURO-ZONE SEIT DER FINANZKRISE



den europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt bestätigt, dass sie bereit ist, mehr Flexibilität bei Ausgaberegeln zu ermöglichen (wenn auch für stärkeres Reformengagement). Im Mai wurde Italien eine beispiellose Flexibilität zur Abweichung von der Austerität gewährt, während Portugal und Spanien keine Strafe für das Verfehlen ihrer Haushaltsziele erhielten. Die Eurogruppenvereinbarung über Griechenland vom 25. Mai war klar positiv, obwohl entscheidende Details bei der Schuldenumstrukturierung im Wesentlichen auf die Zeit nach Ende des Rettungsprogramms 2018 verschoben wurden. Kurzfristige Risiken bleiben jedoch, nicht zuletzt das britische Referendum über die weitere Mitgliedschaft in der Europäischen Union am 23. Juni und die Neuwahlen in Spanien drei Tage danach. Der jüngste Rückgang des Geschäftsklimas war vor allem in der Euro-Zone deutlich und muss daher genau überwacht werden. Doch müssen sich alle genannten Abwärtsrisiken erst noch konkretisieren, um unsere über dem Konsens liegenden Prognosen in Frage zu stellen, einschliesslich jener über das BIP-Wachstum in der Euro-Zone von 1,8% im Jahr 2016.

Die Kerninflation ist inzwischen im April in der Euro-Zone wieder unter 1% gesunken und das nominale Lohnwachstum sank im 1. Quartal. Die Lohnverhandlungen ergaben gegenüber dem Vorjahr rekordtiefe 1,4%, trotz Anzeichen von Stärke in der deutschen Wirtschaft. Wir rechnen zwar vorerst nicht mit einem Kurswechsel der EZB, ihre Anlagenkäufe werden indes wahrscheinlich über März 2017 hinaus verlängert, was wohl eine weitere Anpassung der Regeln für die quantitative Lockerung erfordern wird, vermutlich zunächst mit einer Erweiterung des Emittentenkreises im September.

Chinas Wirtschaft stabilisiert sich

Die Daten für China waren in den letzten Wochen etwas schwach, wenn man bedenkt, wie viele Kredite dieses Jahr in die Wirtschaft gepumpt wurden. Und der sich im März andeutende Aufschwung war nicht nachhaltig. Der offizielle Einkaufsmanagerindex (PMI) für das verarbeitende Gewerbe blieb im Mai unverändert bei 50,1 und gerade noch im expansiven Bereich, während der PMI für das nichtverarbeitende Gewerbe (Dienstleistungen und Bau) von 53,8 im März und 53,5 im April weiter auf nunmehr 53,1 sank. Das Jahreswachstum der Industrieproduktion ging von 6,8% im März auf 6% im April zurück, die Investitionen in Anlagevermögen sanken von 10,7% für Januar–März auf 10,5% für Januar–April und das Wachstum des Einzelhandelsumsatzes fiel von 10,5% im März auf 10,1% im April. Insgesamt scheint die Verlangsamung im verarbeitenden Gewerbe zwar beendet, aber der Dienstleistungssektor hat Mühe, seine bisherige Dynamik beizubehalten. Dies deutet darauf hin, dass die Politik zwar bisher ausreichte, um eine harte Landung abzuwenden, aber dass sie ausgehend von den aktuellen Niveaus kaum einen Wachstumsschub bewirken wird.

Darüber hinaus sind sich die Behörden anscheinend nicht einig über die Wirtschaftspolitik. In einer Rede von Präsident Xi Jinping und noch heftiger in einem Artikel, der eine nicht genannte „zuverlässige Quelle“ zitiert, welche zu Xis Verbündeten zählen dürfte, wird Kritik an der Abhängigkeit von immer mehr Schulden zur Unterstützung des Wirtschaftswachstums geübt. Dieses Eingeständnis, dass zu starkes Kreditwachstum Probleme birgt, ist signifikant. Der Trend ist jedoch weiterhin, den Kredithebel zu bedienen, wenn es das Wachstum verlangt, und frühere Forderungen einer Wende in der Wirtschaftspolitik hin zur stärkeren Betonung von Strukturereformen tragen bisher kaum Früchte.

Im April nahm das Kreditvolumen ab. Die Gesamtunternehmensfinanzierung sank von RMB 2,3 Bio. im März auf RMB 751 Mrd. Aber es könnte sich eher um eine Rückschlagbewegung handeln, da das Kreditvolumen im 1. Quartal kräftig gestiegen war, als um eine grundlegende Wende. Wir gehen davon aus, dass sich die Behörden weiter auf die gegenwärtige Stop-and-Go-Massnahmen stützen werden — und geld- und haushaltspolitische Anreize nach Bedarf einsetzen, um ein hohes Wachstum zu gewährleisten. Wir behalten unsere Prognose für das reale BIP-Wachstum in China für dieses Jahr bei 6,5% bei. Dies entspricht der Untergrenze des Zielbereichs der Behörden von 6,5%–7%.

Wieder Risikobereitschaft, aber auch grosse Hürden in Sicht

Während sich die Risikobereitschaft im Einklang mit der Performance verbessert hat, erschweren die im Raum stehende US-Zinserhöhung, die Dollarfestigung und die bevorstehenden politischen Ereignisse die Navigation an den Märkten.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet und Alexandre Tavazzi

FINANZMÄRKTE

Performance in % der Finanzindizes in Lokalwährung. Daten bis zum 31.5.2016

		Index	Seit 31.12.2015	Mai 2016
Aktien USA*	USD	S&P 500	3.6%	1.8%
Aktien Europa*	EUR	Stoxx Europe 600	-2.7%	2.7%
Aktien Schwellenländer*	USD	MSCI Emerging Markets	2.4%	-3.7%
US-Staatsanleihen*	USD	ML Treasury Master	3.3%	0.0%
US-Investment-Grade-Anleihen*	USD	ML Corp Master	5.3%	-0.1%
US-Hochzinsanleihen*	USD	ML US High Yield Master II	8.1%	0.7%
Hedgefonds	USD	Credit Suisse Tremont Index Global**	-1.9%	0.3%
Rohstoffe	USD	Reuters Commodities Index	5.7%	0.8%
Gold	USD	Gold Troy Ounce	14.3%	-6.0%

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

* Dividenden/Coupons reinvestiert ** Ende April 2016

Bei den Aktien sehen wir trotz hoher Bewertung noch begrenztes Potenzial. Das Zinsrisiko und die volle politische Agenda haben uns aber zu einer Absicherung unserer Aktienpositionen und einer Begrenzung der Anleihelaufzeiten veranlasst.

Markterholung vor dem Hintergrund hoher Bewertungen

Die Preiserhöhung von Erdöl und Rohstoffen im Allgemeinen trug zur Verbesserung der Gewinnschätzungen im Energiesektor bei. In anderen zyklischen Sektoren profitierten die Unternehmen von einer offensichtlichen Aufhellung der Aussichten. Das Preisumfeld scheint sich weltweit zu verbessern und erlaubt eine Bodenbildung bei Gewinnerwartungen. Die Ergebnisse für das erste Quartal 2016 waren in Europa und in etwas vermindertem Masse auch in den USA insofern bemerkenswert, als sie in mehrfacher Hinsicht positiv überraschten. In den vergangenen Wochen erzielten die Banken eine Outperformance. Anzeichen für eine Versteilung der Zinskurve würden die Gewinnsaussichten der Banken und Versicherungen verbessern und die Stimmung weiter heben.

Doch stiegen die Aktienkurse nach dem Februar-Tief viel schneller an als die Gewinne, sodass sich die Bewertungen wieder den vor einem Jahr verzeichneten Rekordhöhen nähern. Unser Hauptszenario geht davon aus, dass infolge verbesserter Gewinne noch begrenztes Hausse-Potenzial an den Aktienmärkten besteht, was uns zu einer fortgesetzten taktischen Übergewichtung von Aktien ermutigt. Wir bleiben aber relativ vorsichtig, weil die Bewertungen hoch sind und die weltweiten Wachstumshindernisse eine KGV-Expansion begrenzen. Vor diesem Hintergrund haben wir mit einer Absicherung unserer Aktienpositionen angefangen. Kurzfristig bestehen vor allem zwei Risiken: Erstens könnten die Märkte die bevorstehende Zinserhöhung der Fed falsch einpreisen. Zweitens könnten politische Ereignisse wie das Referendum über einen EU-Austritt Grossbritanniens und Wahlen in Spanien im Juni, ein konstitutionelles Referendum in Italien im Oktober und Präsidentschaftswahlen in den USA im November Auswirkungen auf die Märkte haben.

Während die Renditen 10-jähriger US Treasuries von 1,8% aus

europäischer Sicht interessant scheinen, steht auch zu befürchten, dass die Realverzinsung langlaufender US Treasuries in den negativen Bereich abgeglitten sind und das Risiko/Ertrags-Verhältnis somit asymmetrisch ist. Dies bedeutet nicht, dass wir mit einem starken Renditeanstieg rechnen, sondern dass wir die Laufzeiten gekürzt haben. Gleichzeitig werden Anleger weiterhin für Risiko-Exposure in bestimmten Marktsegmenten, vor allem im Hochzinssegment, belohnt. Der infolge quantitativer Lockerung und in Aussicht gestellter weiterer Anleihenkäufe der EZB bedingte Zinsrückgang führte zur Jagd auf Rendite, die sich beispielsweise in Europa immer noch positiv auf Hochzinsanleihen auswirkt.

An der Währungsfront drohen die Spannungen im Vorfeld der Fed-Zinserhöhung zu einer weiteren Dollarfestigung zu führen. Wir glauben jedoch, dass der Spielraum der Fed begrenzt ist, weil ein weiterer potenzieller Anstieg des handelsgewichteten Dollars infolge verbesserter Wirtschaftsbedingungen in den USA die Dollarschuldner in den Schwellenländern destabilisieren könnte.

Hürden für Aktien aus Industrieländern

Die Aktienmärkte erholten sich im Mai weiter. Über Erwarten gute Gewinne im 1. Quartal 2016 und höhere Gewinnerwartungen 2016 im Energie- und in anderen zyklischen Sektoren trugen zum anhaltenden Anstieg der wichtigsten Indizes bei. Auf Dollarbasis und inkl. Dividenden erzielte der S&P 500 einen Ertrag von 3,6% in den ersten fünf Monaten des Jahres 2016, während der Stoxx Europe 600 mit -2,7% im gleichen Zeitabschnitt im Negativbereich verharrte. Japan

erlitt wegen enttäuschender Gewinnrevisionen bei gleichen Messgrundlagen eine Einbusse von 1,8%.

In den Industrieländern verbessert sich das Gewinnwachstum langsam, weshalb der Finanzstress derzeit etwas nachgelassen hat. In den USA sind die Spreads auf Hochzinsanleihen des Energiesektors bereits deutlich gesunken, während sich die Preise der Credit Default Swaps von europäischen Banken weiterhin stabil entwickelten. Als Folge dieser Verbesserung hat sich die Marktvolatilität vermindert. Die Indizes Vix und V2X fielen im Mai von 15,7% auf 14,2% bzw. von 24% auf 21%. Dank höherer Energiepreise kann mit einer Fortsetzung der positiven Gewinnrevisionen gerechnet werden, doch werden die Märkte in den kommenden Wochen und Monaten verschiedene Hürden überwinden müssen, um weiter klettern zu können. Dazu zählen die Brexit-Abstimmung am 23. Juni, die Wahlen in Spanien am 26. Juni, eine mögliche Zinserhöhung der Fed im Sommer und US-Präsidentenwahlen im November. Um diese Ereignisse herum kann trotz verbesserten Gewinnwachstums mit erhöhter Volatilität gerechnet werden. Wir bleiben daher bei unserem taktischen Ansatz bei Aktien und versuchen, kurzfristige Marktbewegungen bestmöglich zu nutzen.

Grössere Ertragsunterschiede der Anlagen im Mai

Die zwei Anlageklassen mit der besten Performance seit Jahresbeginn, Erdöl und Gold, tendierten im Mai unterschiedlich. Öl legte 5,4% zu, und Gold fiel um 6,0% zurück. Die Schere vergrösserte sich auch bei Aktien: Industrieländeraktien legten kräftig zu und Schwellenländeraktien enttäuschten (S&P 500: +1,8%; MSCI Emerging Markets Index: -3,7% (in

USD) und MSCI Asia (Ex Japan) Index: -1,3%). Die Schwellenländermärkte litten im Mai unter dem weniger zurückhaltenden Ton der Fed. Die unterschiedliche Geldpolitik von Fed und EZB bewirkte auch Unterschiede bei den Renditen 10-jähriger Staatsanleihen, die für US-Treasuries in Lokalwährung leicht negativ und für deutsche Bundesanleihen (+1,3%) positiv ausfielen. Am stärksten wurden die meisten Anlagekategorien jedoch in letzter Zeit vom anziehenden US-Dollar beeinflusst.

Atempause in Japan nach Yen-Schwäche

Der TOPIX schnitt mit 2,9% im Mai besser ab als andere Aktienindizes von Industrieländern: S&P 500 mit 1,8% und Stoxx Europe 600 mit 2,7% (alle Erträge in Lokalwährung). Diese Outperformance war aber hauptsächlich währungsbedingt – weil der Yen im Mai schliesslich um 3,2% nachgab, nachdem er sich seit dem zweiten Halbjahr 2015 gefestigt hatte – und zeigte die anhaltend starke Korrelation zwischen dem japanischen Aktienmarkt und dem Yen. Die Ergebnisse für das 1. Quartal waren sehr schlecht. Die Umsätze der japanischen Unternehmen lagen 3,8% unter den Erwartungen. Der starke Yen belastete vor allem die Industrieunternehmen. Da die Wirkung der Geldpolitik der BoJ nachlässt, scheint eine finanzpolitische Stimulierung die beste Lösung zur Ankurbelung der Wirtschaft zu sein, was den am 1. Juni angekündigten Aufschub der MwSt.-Erhöhung erklärt. Die mögliche Ankündigung weiterer haushaltspolitischer Stimulierungsmassnahmen in den kommenden Wochen dürfte den japanischen Aktien Unterstützung geben.

Die Fed erwacht (zweite Episode)

Aufgrund der vorsichtigen Haltung der Fed seit Jahresbeginn mussten die Märkte den erwarteten geldpolitischen Straffungskurs vollständig überdenken. Anfang Mai rechneten die Märkte mit einer Wahrscheinlichkeit von nur 7%, dass die Fed die Zinsen im Juni anheben wird. Infolge der Verbesserung der internationalen Lage und der besseren US-Daten überraschte die Fed die Märkte im Mai jedoch mit der Bereitschaft, die Zinsen anzuheben, möglicherweise schon im Juni. Die erfreulicheren US-Daten und die aktivere Fed haben dem Dollar zu einer deutlichen Festigung verholfen. Auch die für das zweite und dritte Quartal erwartete Belebung der US-Wirtschaftstätigkeit spricht für einen stärkeren Dollar. Da wir jedoch nur mit einer Zinserhöhung im Jahr 2016 rechnen, dürfte die Dollar-Festigung weniger beeindruckend ausfallen als in vergangenen Jahren.

Ölausfälle treiben die Preise an

Die im Mai anhaltende Stärke der Ölpreise war rekordhohen Ölausfällen zu verdanken. Obwohl sie in der Regel vorübergehender Natur sind – wie im Falle der verheerenden Waldbrände in Alberta – lässt sich vielleicht ein struktureller Aspekt herauskristallisieren. Ausfälle werden oft durch Konflikte verursacht, wie z.B. im Nahen Osten, wo sie sich neu auf höheren Niveaus stabilisiert haben. Zudem ist es möglich, dass Kostensenkungen bei grossen Ölkonzernen und ölproduzierenden Ländern zu einem höheren technik- oder sicherheitsbedingten Ölausfallrisiko beigetragen haben. Wir rechnen mit anhaltenden Schwankungen bei der Ölversorgung und somit auch bei den Ölpreisen.

Gegensätzliche Signale vonseiten der Konsumenten

Laut OECD-Schätzungen wird das Weltwirtschaftswachstum in diesem Jahr bei „bescheidenen“ 3% stagnieren. Auf den Konsumenten lastet nun die Bürde, die Wirtschaft vieler grosser Länder zu stützen. Der Erfolg dürfte uneinheitlich sein.

+3%

Im April stiegen die US-Konsumausgaben gegenüber dem Vormonat um über 1% an. Das stimmt mit unserer Einschätzung überein, wonach sich die Konsumausgaben im 2. Quartal annualisiert auf über 3% belaufen werden. Da es sich hierbei um die Hauptstütze der US-Wirtschaft handelt, **könnte dieser Zuwachs das reale BIP-Wachstum in den USA im zweiten Quartal unseren Schätzungen zufolge auf 2,5% klettern lassen.**

-44%

Brasilien befindet sich in einer Rezession: Das BIP ist nunmehr seit fünf Quartalen rückläufig. **Der jüngste BIP-Bericht ergab für das erste Quartal einen Rückgang der Nachfrage der Privathaushalte um 0,8% gegenüber dem Vorquartal.** Ein weiteres klares Zeichen für die schwächelnde Binnennachfrage sind die Verkaufszahlen für brasilianische Autos, die im Vorjahresvergleich 29% einbüssten, und jene für importierte Autos mit einem Minus von 44% im ersten Quartal.

-0,9%

Vonseiten der deutschen Konsumenten kommen gegensätzliche Signale. Der Zuwachs des deutschen BIP im ersten Quartal fiel mit 0,7% höher aus als erwartet. Er stützte sich auf die Inlandsnachfrage, welche die schwachen Exporte mehr als aufwog, während der Einzelhandel zwischen Jahresbeginn und Ende April einen robusten Anstieg von 2,3% verzeichnete. **Die Konsumdynamik könnte jedoch an Tempo verlieren: Im April sank der Einzelhandelsumsatz um 0,9% und im März um 1,4% gegenüber dem Vormonat.**

GBP 7 Mrd.

Die BIP-Quartalswachstumsrate Grossbritanniens sank in den ersten drei Monaten des Jahres auf 0,4%. Einziger Lichtblick bleiben die inländischen Konsumausgaben. **Die Kaufkraft der britischen Konsumenten scheint trotz der wirtschaftlichen Ungewissheiten aufgrund des Brexit-Referendums ungebrochen. Laut dem britischen Statistikamt wurden im April GBP 7 Mrd. pro Woche ausgegeben – das sind 4,3% mehr als im Vergleichsmonat 2015.**



+1,5%

Die Zahlen des französischen Statistikamts INSEE belegen, dass die französischen Privathaushalte so viel Geld ausgeben wie schon seit 2004 nicht mehr. **Das INSEE korrigierte seine Schätzungen bzgl. des Konsumausgabenwachstums für 2015 stark nach oben (auf 1,5%) und ging für das erste Quartal 2016 von einem Zuwachs von 1,7% aus.** Das Konsumentenvertrauen in der zweitgrößten Volkswirtschaft der Euro-Zone kletterte im Mai dagegen auf 98 – sein höchstes Niveau seit Oktober 2007.

65,3

China ist weiterhin bestrebt, die Exportabhängigkeit zugunsten eines konsumbasierten Wirtschaftsmodells hinter sich zu lassen. **Nach viermonatiger Verbesserung geriet der FTCR China Consumer Index, ein Index zum chinesischen Konsumverhalten, jedoch im Mai ins Hintertreffen.** Der Umfrage zufolge sind die Einkommen von Privathaushalten und Konsumausgaben gegenüber April rückläufig. Mit 65,3 befindet sich der Wert zwar noch deutlich oberhalb der bei 50 liegenden Schwelle zwischen Expansion und Kontraktion, liegt jedoch weit unter dem Wert von 2013 von rund 80.

-0,8%

Die Konsumausgaben in Japan bleiben schwach. Trotz der Bemühungen der japanischen Behörden, die Wirtschaft anzukurbeln, und trotz des starken Yen, der für niedrigere Importpreise sorgte, **sanken die Einzelhandelsumsätze im April um 0,8% im Vergleich zum Vorjahresmonat.** Am 1. Juni kündigte der japanische Premierminister die Aufschiebung der für April nächsten Jahres geplanten Konsumsteuererhöhung an, um der bereits fragilen Wirtschaft nicht noch stärker zuzusetzen.

+7,2%

Die indischen Wirtschaftszahlen sind zwar mit Vorsicht zu genießen, doch deutet ein BIP-Wachstum von 7,9% im Laufe der ersten drei Monate des Jahres darauf hin, dass Indien derzeit zu den gesündesten Schwellenmärkten zählt. **Die regen Konsumausgaben trugen zur Beschleunigung des Wachstums bei. Vom 1. Januar bis zum 31. März stieg der Umsatz aus Autoverkäufen beispielsweise um 7,2%.** Der jüngste Erdölpreisanstieg wirkt sich zwar unterm Strich negativ auf Indien aus, jedoch dürfte die bevorstehende Lohnerhöhung für öffentliche Angestellte die Konsumausgaben weiterhin stützen.

Die Märkte gewöhnen sich an den restriktiveren Kurs der Fed

Im Mai zählten Industrieländeraktien und europäische Unternehmensanleihen zu den Gewinnern, während Schwellenländeranleihen weiter stagnierten und der starke US-Dollar die Edelmetallpreise drückte. Jedoch erfordern potenzielle Währungsentwicklungen weitere Beobachtung, da die Fed eine geldpolitische Straffung anvisiert.

Aktien

Gewinne im Aufwärtstrend

Japan bildet Schlusslicht

Im Mai zeigte der MSCI World Index ein Plus von 0,7% (in US-Dollar), unterstützt durch den S&P 500 und den Stoxx Euro 600, welche in Lokalwährung um 1,8% bzw. 2,7% zulegten. Die eher aggressive klingende Stellungnahme des Offenmarktausschusses (FOMC) zur Monatsmitte führte auf den Märkten zu deutlich gesteigerten Erwartungen einer Straffung der US-Geldpolitik im Sommer und einem stärkeren US-Dollar. Folglich fiel der MSCI Emerging Markets Index im Monatsverlauf um 3,7% in US-Dollar. Gemessen in US-Dollar war der S&P 500 im positiven Bereich (+3,6%), Japan (-1,8%) und Europa (-2,7%) waren negativ.

Die positive Performance der Industrieländer spiegelt die für das erste Quartal 2016 veröffentlichten Unternehmensgewinne wider. Sie fielen in Europa und den USA um 11,2% bzw. 1,4% höher aus als erwartet, während sie in Japan um 37,5% hinter den Erwartungen zurückblieben.

Somit dürfte das erste Quartal nach drei Jahren durchgehender Abwärtstendenzen bei den Gewinnschätzungen ein wichtiger Boden für die Wachstumsprognosen von S&P 500 und Stoxx Euro 600 sein. Der Energiesektor und die zyklischen Sektoren trugen grösstenteils zu diesem Aufwärtstrend bei, dort folgten die Gewinnrevisionen dem Aufschwung der Ölpreise mit einer gewissen Verzögerung. Leider waren die Korrekturen nicht deutlich genug, um die ohnehin hohen Bewertungen absinken zu lassen. Ende Mai lag das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis in den USA bei 17,6x, in Europa bei 15,3x und in Japan bei 13,1x. Angesichts der hohen Bewertungen dürfte sich die weitere Marktperformance in Grenzen halten.

Staatsanleihen

Die Fed ist zurück

Die Aggressivität der Fed führte im Mai zu höheren Renditen für US Treasuries und Schwellenländeranleihen

Im Protokoll der April-Sitzung des Offenmarktausschusses (FOMC) und in mehreren Statements erklärte die amerikanische Notenbank (Fed), dass sie bereit ist, „in den kommenden Monaten“ die Zinsen zu erhöhen. Diese restriktive Haltung überraschte die Märkte und führte zu einer Neueinschätzung der Fed-Geldpolitik. Die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung anlässlich der FOMC-Sitzungen im Juni oder Juli liegt laut Marktschätzungen bei etwa 70%. Die Rendite zweijähriger US-Staatsanleihen deutet mit ihrem Anstieg um 10 Bp auf eine Straffung der Finanzpolitik hin. Zehnjährige US-Staatsanleihen stiegen mit 1,85% weniger stark an. In Europa fielen die Staatsanleiherenditen weiter, zehnjährige Bundesanleihen sanken von 0,30% im April Ende Mai wieder auf 0,14%. Auch in den Peripherieländern der Euro-Zone sanken die Renditen, als die Risikobereitschaft dank weniger Ungewissheit bezüglich des Brexit-Referendums und einer Einigung in Griechenland über die Auszahlung der zweiten Kredittranche zunahm. Die Beschleunigung der quantitativen Lockerung durch die Europäische Zentralbank (EZB) bei weniger Emissionstätigkeit trug ebenfalls zur Senkung der Renditen bei. Wie die Geldpolitik der EZB und der Fed werden auch die Staatsanleiherenditen weiter divergieren, wobei jene der US Treasuries stärker steigen werden als die europäischen.

Die restriktive Haltung der Fed traf auch die Staatsanleiherenditen der Schwellenländer in Lokalwährung, während der US-Dollar erneut eine Aufwertung verzeichnete. Die Renditen der Schwellenländer dürften jedoch in Vorwegnahme einer Zinserhöhung der Fed im Sommer weiterhin steigen.

Unternehmensanleihen

Rallys nach turbulentem Monatsbeginn

Höhere Ölpreise, ein Umfeld der Risikobereitschaft in Europa und sinkende Emissionen lösten eine Monatsendrally der Anleihen aus

Der Mai war turbulent für Unternehmensanleihen, die Renditen stiegen zu Monatsbeginn aufgrund niedrigerer Ölpreise, höherer Emissionen und anhaltendem Stress in Europas Finanzsektor. Doch verkehrten sich all diese negativen Katalysatoren zum Monatsende ins Gegenteil. Zunächst legten die Ölpreise im Mai um 6% zu und lagen zum Monatsende beinahe bei 50 USD pro Barrel. Der Anstieg der Ölpreise führte zu niedrigeren Renditen in dem US-amerikanischen High-Yield-Segment (HY) des Energiesektors, bei dem die am niedrigsten eingestufteten Unternehmensanleihen eine starke Outperformance zeigten. Daher schloss der US-HY mit 0,7% und die Renditen sanken auf 7,65%. Der Euro-HY erreichte ein leicht positives Monatsergebnis, da den Sorgen über die Banken eine risikofreudige Risk-on-Rally der Peripherieländeranleihen entgegenstand; dies liess die Renditen auf 4,74% sinken.

Euro-Investment-Grade (IG) schnitten trotz starker Emissionstätigkeit besser als ihr US-Pendant ab, da Unternehmen im Vorfeld des für Juni erwarteten Ankaufprogramms von Firmenanleihen von den niedrigen Renditen (1,06% Ende Mai) profitieren wollten. Die aggressiven Äusserungen der Fed führten zu einem Anstieg der IG-Renditen in den USA (3,16%) und einer leicht negativen Performance (-0,1%). Unterschiede zwischen Europa und den USA bei Geldpolitik und HY-Ausfallquoten dürften europäische Anleihen begünstigen und die Volatilität niedrig halten.

Hedgefonds

Gehen oder bleiben?

Vor dem Brexit-Votum gehen Hedgefondsmanager auf Nummer sicher

Geht es um die quälende Ungewissheit rund um das anstehende Brexit-Referendum, dann sollte man lieber den Buchmachern als Meinungsumfragen glauben. Umfragen ergeben zwar Fifty-Fifty, aber die Buchmacher sehen den Verbleib Grossbritanniens in der EU mit einer Wahrscheinlichkeit von 60–70%. Die Hedgefondsmanager scheinen sich ebenfalls einig zu sein, dass Grossbritannien für den Verbleib in der Union stimmen wird.

Doch der Brexit gilt weiter als potenzielles Extremereignis und seine Folgen würden zumindest kurzfristig spürbar sein. Sollten die Briten dafür stimmen, rechnen Hedgefondsmanager mit einem schwächelnden Pfund. Der Export würde davon profitieren, der Import Nachteile erleiden und der Inlandsverbrauch wegen Unsicherheit und Anpassung an BIP-Wachstumsaussichten sinken. Long/Short-Manager haben das Risiko akzeptiert und abgesehen von der Überwachung und Streuung ihrer Positionen keine drastischen Anpassungen in ihren Büchern vorgenommen. Hingegen nutzen einige Global-Makro-Manager Optionsstrategien, wie zum Beispiel doppelte binäre Optionen zur Absicherung des Brexit-Risikos. Die Strategien sind darauf ausgelegt, von einem dem Euro gegenüber abwertenden Pfund zu profitieren. Damit sich dies jedoch auszahlt, müsste auch der Euro gegenüber dem Dollar abwerten, in der Annahme, dass der britische Ausstieg das EU-Projekt schwächen würde. Solche Strukturen vermeiden bei höherer Volatilität die Kosten eines direkten Kaufs von Optionen und dienen als kostengünstige Alternative, um sich zu schützen.

Edelmetalle

Starker US-Dollar übt Druck aus

Im Mai litt die Performance der Edelmetalle, dies fiel mit der erneuten Aufwertung des US-Dollars zusammen

Der Mai war kein sehr guter Monat für alle Edelmetalle: Gold fiel um 6,0% (in US-Dollar), Silber um 10,4%, Platin um 9,0% und Palladium um 12,2%. Die neu gewonnene Stärke des US-Dollars war vermutlich einer der Hauptgründe für die Unterperformance der Edelmetalle.

Für diese Rohstoffe waren die verbesserten US-Wachstumsperspektiven im zweiten und dritten Quartal von Nachteil, welche den US-Dollar weiter stärken und letztendlich eine besonders negative Wirkung auf deren Performance haben dürften. Jedoch muss beachtet werden, dass eine stärkere US-Wirtschaft eine gesamtpositive Entwicklung für Metalle darstellt, die von der industriellen Nachfrage abhängen, wie zum Beispiel Palladium (welches von US-Autoumsätzen abhängt). Anders sieht es wiederum für Gold aus, bei dem es nahezu keine industrielle Nachfrage gibt. Ist die Fed gewillt, in den nächsten Monaten eine Leitzinserhöhung vorzunehmen und wird damit eine zu hohe Inflation verhindert, dann verschlechtern sich die kurzfristigen Aussichten für Gold. Darüber hinaus wurde die aggressivere Haltung der Fed von den Märkten entspannt aufgenommen, dies verringert die Attraktivität des Goldes, welches vor allem als Fluchtwert dient. Jedoch dürften eine starke Schmucknachfrage und ein sinkendes Angebot aus Minen das potenzielle Abwärtsrisiko des goldenen Metalls eindämmen.

Devisen

Juni ist ein potenziell volatiler Monat

Entscheidende monetäre und politische Ereignisse könnten den Devisenmärkten im Juni zusetzen

Der Volatilitätsindex der Deutschen Bank nähert sich Ende Mai seinem Jahrestief. Da ist es kaum vorstellbar, dass in den kommenden Wochen so viele Ereignisse die Devisenmärkte ins Schwanken bringen könnten.

Auf politischer Seite steht das Brexit-Referendum an (23.Juni). Bei Annahme drohen erhebliche Auswirkungen auf das britische Pfund. Laut Umfragen bleibt Grossbritannien in der EU, aber Umfrageergebnisse waren in der Vergangenheit unzuverlässig. Zudem könnten in Spanien die allgemeinen Wahlen am 26. Juni eine Regierung hervorbringen, die Wirtschaftsreformen eher rückgängig machen würde. So könnte der Euro volatil werden.

Die Fed könnte anlässlich der Sitzung des Offenmarktausschusses (FOMC) am 14.–15. Juni eine Leitzinserhöhung beschliessen. Eine so frühe Anhebung dürfte dem US-Dollar weiter Auftrieb verleihen, da sie am Markt Anfang Mai nicht eingepreist war. Überdies könnte eine US-Dollarstärke erneut Besorgnis über Chinas Politik hervorrufen. Tatsächlich wertete der chinesische Yuan zum US-Dollar wieder ab und befindet sich damit auf einem Stand wie zuletzt während der turbulenten Marktphasen im Januar.

Wir räumen ein, dass ein „Brexit“, eine reformfeindliche Regierung in Spanien und eine US-Leitzinserhöhung im Juni nicht zu unserem Hauptszenario gehören. Aber es beunruhigt uns, dass die Märkte sich von diesen Risiken anscheinend wenig beeindruckt lassen.

Japanische Aussichten für europäische Banken?

Eine Reihe von Faktoren, insbesondere immer niedrigere und sogar negative Zinsen, führen dazu, dass europäische Banken in Ungnade gefallen sind. Manche glauben, dass ihnen das Gleiche droht wie in Japan: jahrelang niedrige Zinssätze und Bewertungen. Aber ein Erfolg der EZB im Hinblick auf die Reflation der europäischen Wirtschaft könnte das abwenden.

Yann Goffinet, Finanzanalyst, Portfoliomanagement und Aktien-Research, Pictet Wealth Management

Frederik Ducrozet, Senior-Ökonom für Europa, Asset Allokation und Makro-Research, Pictet Wealth Management

🚩 Vom 1. Januar bis zum 26. Mai 2016 verzeichnete der Bankensektor die schlechteste Performance aller 19 Sektoren des Stoxx Europe 600 Index. Der Index selbst verlor in diesem Zeitraum 2% in Euro, aber seine Bankenkomponente ganze 12%. Die unterdurchschnittliche Wertentwicklung der Banken ist nicht neu.

In den letzten fünf Jahren blieben europäische Banken extrem weit hinter dem europäischen Markt zurück. Konkret verzeichneten sie -22%, während der Stoxx-Index +23% erzielte. Nur Rohstoffe schnitten noch schlechter ab.

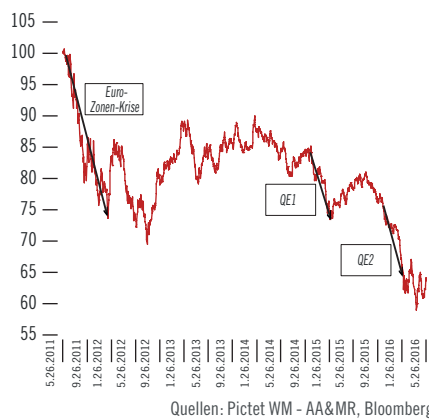
Diese unterdurchschnittliche Wertentwicklung der Banken der letzten fünf Jahre erfolgte im Wesentlichen in drei Phasen (siehe Abbildung 1). Die erste war 2011 während der Staatsschuldenkrise der Euro-Zone, die zweite Ende 2014/Anfang 2015 infolge des ersten quantitativen Lockerungsprogramms (QE) der Europäischen Zentralbank (EZB). Die dritte und vorläufig letzte Episode dauert seit Ende letzten Jahres und ist vor allem, aber nicht nur der Auswirkung des zweiten QE-Programms der EZB geschuldet.

Die jüngsten Stimulierungsprogramme der EZB waren durch den Rückgriff auf niedrigere und immer stärker negative Kurzfristzinsen und durch niedrigere risikofreie Langfristzinssätze gekennzeichnet.

Umgang mit niedrigen und negativen Zinsen

Es ist relativ einfach zu verstehen, warum eine flachere Zinskurve und Negativzinsen – die Folgen der EZB-Politik – schlecht für Banken sind. Da Banken meist am kurzen Ende der Zinskurve Geld aufnehmen (Sichteinlagen können jederzeit

ABB. 1: RELATIVE PERFORMANCE EUROPÄISCHER BANKEN VS. STOXX EUROPE 600 INDEX, MAI 2011–MAI 2016



abgehoben werden) und zu längeren Laufzeiten verleihen (etwa die Hälfte der Hypotheken in der Euro-Zone sind festverzinslich und laufen über mehrere Jahre), reduziert eine flachere Zinskurve bei ansonsten gleichen Bedingungen die Margen der Banken. Die Auswirkungen von Negativzinsen auf die Bankmargen ist ein neueres und heimtückischeres Phänomen. Bisher hat noch kein Bankensystem der Euro-Zone die Negativzinsen an seine Privatkunden weitergegeben. Dies senkt die auf Einlagen erzielten Bankmargen, soweit überhaupt noch welche erzielt werden. Wenn die Banken diesen Effekt nicht durch andere Teile ihrer Bilanz auszugleichen vermögen, etwa durch höhere Kreditzinsen, wird es zum Negativfaktor.

Ausserhalb der Euro-Zone konnten Banken in Schweden, Dänemark und der Schweiz die schlechteren Margen auf Einlagen durch höhere Hypothekemargen aufwiegen. Der Bankensektor in allen drei Ländern ist höchst konzentriert und ihre Initiativen erfolgten mit Unterstützung der Aufsichtsbehörden und Zentralbanken, um eine Überhitzung des

Wohnungsmarktes zu vermeiden, welche die Negativzinsen auslösen könnten. In den meisten Euro-Zonen-Ländern ist ein ähnlicher Ausgang unwahrscheinlich, denn hier sind die Hypothekenpreissetzung und Margen oft vertraglich an den Euribor gebunden. Niedrigere Euribor-Sätze bedeuten weniger Zinseinnahmen der Banken.

Die jüngste unterdurchschnittliche Wertentwicklung der Banken ist weitgehend auf die Auswirkungen der niedrigeren Zinsen auf die Bankmargen zurückzuführen, aber es gab auch andere Gründe für Sorgen über die Aussichten der Banken:

- Volatilität und abwärts tendierende Märkte drücken marktbezogene Einnahmen, insbesondere in der Vermögensverwaltung und im Investmentbanking.
- Die niedrigen Rohstoff- und insbesondere Ölpreise führen zu Kreditausfällen im Energiesektor, was Besorgnis erregt, dass der globale Kreditzyklus an einem Wendepunkt stehen könnte.
- Kinderkrankheiten des neuen der EZB unterstellten einheitlichen Bankenaufsichtsmechanismus (SSM), der die Banken der Euro-Zone regulieren soll, führten zu Unsicherheit und verteuerten die Kreditaufnahme durch Banken Anfang dieses Jahres.
- Massnahmen durch den Regulierungsarm der EZB könnten die bestehenden Probleme an einigen Bankenmärkten verschärft haben, wie bei notleidenden Krediten italienischer Banken.

Dementsprechend sinken die Gewinnerwartungen der Banken ganz erheblich: Die 12-Monatsprognosen fielen in den ersten fünf Monaten 2016 um 16%, während jene an den

europäischen Aktienmärkten um 4% nach unten revidiert wurden. Auch die Dividendenerwartungen im Bankensektor wurden gesenkt.

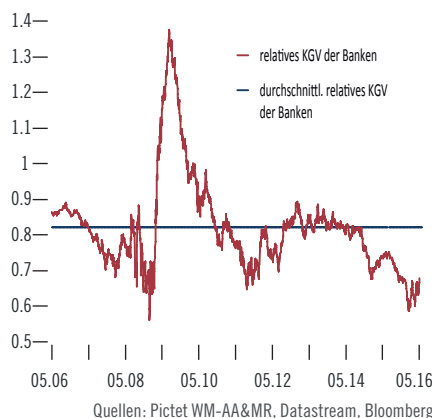
Im Handel mit europäischen Banken verursachten die schlechten Ergebnisse und Abwärtskorrekturen der Gewinne einen ungewöhnlichen Abschlag zum Markt. Abbildung 2 zeigt die Prognosen der letzten 10 Jahre für KGVs des europäischen Bankensektors im Vergleich zum breiten europäischen Aktienmarkt. Daraus geht hervor, dass der Sektor durchschnittlich mit einem Abschlag von 18% zum Markt gehandelt wurde, während es heute etwa 33% sind. Abgesehen vom Tiefpunkt der weltweiten Finanzkrise im Jahr 2008 wurden Banken noch nie auf so niedrigen Niveaus gegenüber dem Markt gehandelt, nicht einmal in schlimmsten Zeiten der Euro-Zonen-Krise von 2011–2012.

Europas Banken werden wie Japans Banken mit einem Abschlag zum Buchwert gehandelt

Wie die Kurs-Buchwert-Verhältnisse (KBV) zeigen, werden europäische Banken immer mehr mit einem Abschlag zum Buchwert gehandelt (siehe Abbildung 3). Einen Aufschlag zum Buchwert erfuhren Banken zuletzt vor der Finanzkrise und vorübergehend 2009 nach einer kurzfristigen Erholung. Der seither verzeichnete Abschlag zum Buchwert wächst und erreichte bei starker Volatilität etwa 30%, mit vermutlich geringen Aussichten auf Besserung im weiteren Jahresverlauf.

Der Abschlag zum Buchwert deutet darauf hin, dass europäische Banken mit ihren Erträgen ihre Eigenkapitalkosten nicht decken können. Ihre durchschnittliche Eigenkapitalrendite (ROE) beläuft

ABB. 2: KGV-PROGNOSEN EUROPÄISCHER BANKEN GGÜ. STOXX 600 EUROPE INDEX, MAI 2006–MAI 2016



sich derzeit auf etwa 5%. Selbst wenn sie sich wie erwartet auf 7–8% verbessert, liegt dies immer noch unter den Kapitalkosten (die wahrscheinlich näher bei 10% liegen, etwa 2% höher als die Kosten der höchsten Kreditrisikoinstrumente, die rund 8% abwerfen).

Dies könnte sich noch verschlechtern. US-Banken, die von Negativzinsen verschont geblieben waren, rechnen nun in den kommenden Monaten mit höheren Zinsen der Fed und werden derzeit bei einem Buchwert für eine ROE von 8% gehandelt. Japanische Banken werden indes nach Jahrzehnten der Abwertung nun bei etwa der Hälfte ihres Buchwerts gehandelt, d.h. mit 30% Abschlag gegenüber europäischen Banken.

Japanische Banken betreiben ihre Geschäfte seit vielen Jahren in einem Umfeld mit sehr niedrigen Zinsen. Während Kreditausfälle (wie in Europa) gering waren, waren auch die Eigenkapitalrenditen japanischer Banken über Jahre niedrig (durchschnittlich 3–6%), weil ihre Netto-Zinsmargen durch niedrige und nun negative Zinsen ausgezehrt

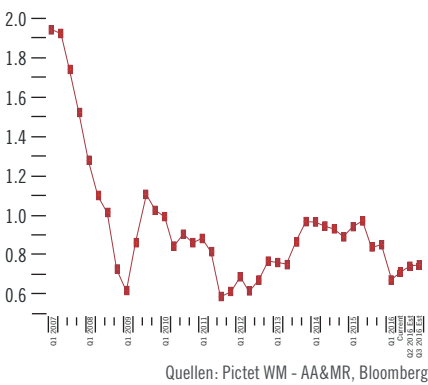
wurden. Durchschnittliche Darlehenszinsen sind in Japan bis auf 1,2% über dem Einlagesatz gesunken, dies bedeutet einen 35%-Rückgang in den letzten 15 Jahren. Da der europäische Bankensektor zum Teil die gleichen Merkmale aufweist wie der japanische, wird befürchtet, dass seine Entwicklung ähnlich verlaufen könnte. Der durchschnittliche Kreditzins in Europa ist noch etwa doppelt so hoch wie in Japan (ca. 2–3% in den Kernländern), tendiert aber auch abwärts.

Gibt es einen Ausweg für Europas Bankensektor, damit er nicht dem japanischen Modell folgt, mit in den kommenden Quartalen immer niedrigeren absoluten (KBV) und relativen (KGV) Bewertungen? Unseres Erachtens wird viel vom Erfolg der jüngsten EZB-Massnahmen und von einer nachhaltigen Erholung abhängen. „Europa ist nicht Japan“, rufen die Optimisten. Wir sind zwar geneigt, dem weitgehend zuzustimmen, für den Bankensektor zählt letztendlich aber, ob die Wirtschaft zu einem höheren nominalen Wachstum mit höherer Inflation und höheren Inflationserwartungen zurückfindet. Mittelfristig sehen wir diesbezüglich zwei mögliche Ergebnisse für die Euro-Zone.

Reflation wird Europas Banken helfen

In unserem Basisszenario wird die erfolgreiche EZB-Strategie zur Reflation der Wirtschaft letztendlich die europäischen Banken unterstützen. Während die Kerninflation bisher schwach ist (bis vor kurzem unter 1%), hofft die EZB, dass die Gesamtwirkung ihrer verschiedenen unkonventionellen Massnahmen die Inflation bis 2018

ABB. 3: KBV EUROPÄISCHER BANKEN, 1. QUARTAL 2007–3. QUARTAL 2016 (SCHÄTZUNG)



vor einem günstigeren globalen Hintergrund ihrem Ziel von 2% wieder näher bringt. Die Finanzmärkte preisen zwar derzeit keinen Erfolg der EZB-Massnahmen ein, aber das Vertrauen in die Zentralbank könnte mit der Zeit wachsen. Inzwischen könnten die Inflationserwartungen durch höhere Rohstoffpreise beflügelt werden.

Alternativ könnte sich die Lage jedoch auch noch weiter verschlechtern, bevor eine Erholung einsetzt. In diesem alternativen Szenario schafft es die Geldpolitik nicht, die Inflation anzuregen. Selbst wenn die EZB kaum ihre Versuche aufgeben dürfte, die Preise zu heben, wäre wohl etwas Neues auszuprobieren. Unseres Erachtens sähe die einzig glaubwürdige Option eine haushaltspolitische Antwort vor, für die verschiedene Formen in Frage kommen.

Immerhin erlaubt der aktualisierte Fiskalpakt der Euro-Zone in aussergewöhnlich schwierigen Konjunkturphasen mehr haushaltspolitische Flexibilität. Eine signifikante haushaltspolitische Reaktion müsste daher auf EU-Ebene nicht koordiniert werden. Stattdessen könnte sie in Form einer *De-facto*-Antwort durch die Nationalregierungen auf eine weitere Verschlechterung des Wirtschaftsumfelds erfolgen, was zusammen mit der Fortsetzung der Käufe von öffentlichen und privaten Schuldtiteln durch die EZB einer Art von „Helikoptergeld“ nahe kommen könnte. In diesem Alternativszenario könnte die EZB ihren bestehenden strategischen Rahmen weiter ausweiten, u. a. mit Anlagekäufen und GLRGs, aber der entscheidende Auslöser für einen Stimmungsumschwung am Markt würde sich auf die Haushaltspolitik stützen. Eine Kombination erheblicher haushaltspolitischer Lockerungsmassnahmen würde unseres Erachtens die Preise höher treiben.

Zeitpunkt und Zusammensetzung der strategischen Antwort mögen sich je nach Szenario unterscheiden, aber wir erwarten, dass die Inflation in Europa so oder so langsam steigt. Diese langsame und holprige Normalisierung der Inflationsraten dürfte letztendlich zu steileren (Nominal-)Zinskurven führen, was sich über verschiedene Preis- und Volumenkanäle insgesamt positiv auf die Margen europäischer Banken auswirken dürfte.

Fazit

Alles in allem scheint im aktuellen Umfeld mit zu niedriger Inflation und angesichts des Präzedenzfalls Japan bei den kurzfristigen Aussichten europäischer Banken Vorsicht geboten. Es besteht durchaus die Möglichkeit, dass die Zinsen einige Zeit niedrig und die Margen der Banken nachhaltig unter Druck bleiben werden, sodass ihre Gewinnschätzungen noch weiter sinken und die Sorgen der Anleger über die Rentabilität steigen könnten. Dies spricht für eine vorsichtige Positionierung im Bankensektor unter Vermeidung der meisten Banken mit Eigenkapitalrenditen im mittleren einstelligen Bereich. Attraktiver sind Qualitätsbanken oder Spezialisten in ihren jeweiligen Tätigkeitsfeldern, die eine überdurchschnittliche Rentabilität und solide Bilanzen ausweisen und attraktive wiederkehrende Dividenden ausschütten können. Lloyds Banking Group, BNP Paribas und Intesa Sanpaolo wären hier vielleicht zu nennen. Auf Sektorebene und nach einer langen Zeit der Underperformance der Banken, die nun auf historischen niedrigen KGVs gehandelt werden, meinen wir indes auch, dass Anleger zu einem Einstieg bereit sein sollten, sofern bzw. sobald die Inflationserwartungen anziehen.

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: 1. Juni 2016
Übersetzung | Holger Albrecht, Barbara Angerer, Anita Waser
Layout | Production Multimedia
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 angegebenen 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.

Comeback von Rohstoffen und Unternehmensanleihen

Zu den bemerkenswertesten Entwicklungen dieses Jahres zählen bisher der Yen-Anstieg und die Erholung der Preise von Öl und anderen Rohstoffen. Auch der Risikoappetit ist wieder da, und US-Hochzinsanleihen sowie der MSCI World Index weisen (in US-Dollar) eine positive Performance aus.

Daten in Grafiken und Tabellen auf dieser Seite per 31. Mai 2016

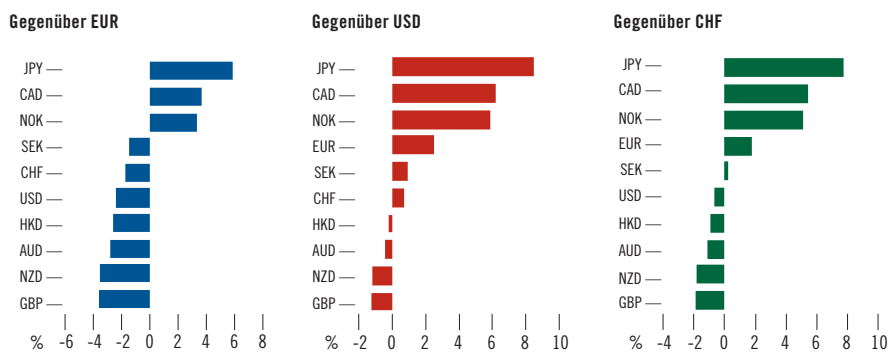
WICHTIGSTE WIRTSCHAFTSINDIKATOREN

BIP-Wachstum	Schätzungen Pictet – (Konsens*)			
	2014	2015	2016G	2017G
USA	2.4%	2.4%	1.8% (1.8%)	2.0% (2.3%)
Euro-Zone	0.9%	1.5%	1.8% (1.6%)	1.7% (1.6%)
Schweiz	1.9%	0.9%	1.1% (1.1%)	1.6% (1.5%)
Grossbritannien	2.9%	2.3%	1.9% (1.9%)	2.3% (2.2%)
Japan	-0.1%	0.6%	0.6% (0.5%)	0.5% (0.5%)
China	7.3%	6.9%	6.5% (6.4%)	6.2% (6.2%)
Brasilien	0.1%	-3.9%	-3.7% (-3.7%)	0.9% (0.7%)
Russland	0.5%	-3.3%	-1.6% (-1.3%)	1.2% (1.1%)

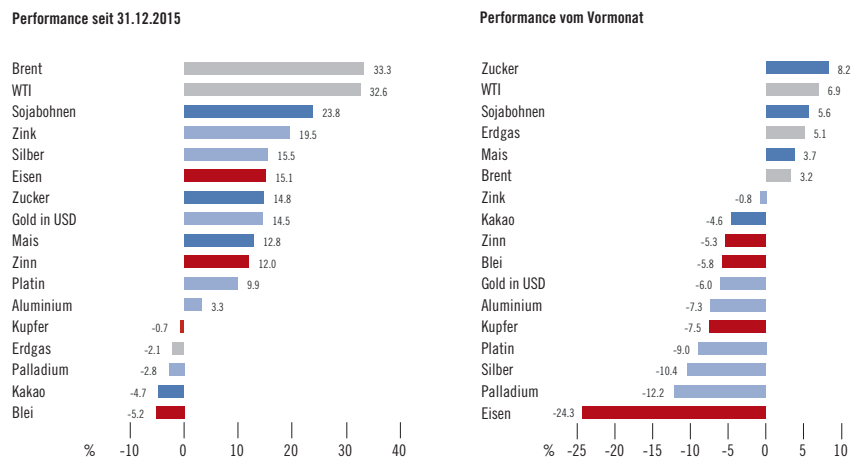
Inflation (VPI) Jahresdurchschnitt (ausser für Brasilien: Jahresende)	2014	2015	2016G	2017G
USA	1.6%	0.1%	1.5% (1.2%)	2.4% (2.3%)
Euro-Zone	0.4%	0.0%	0.3% (0.2%)	1.4% (1.3%)
Schweiz	0.0%	-1.1%	-0.6% (-0.6%)	0.2% (0.2%)
Grossbritannien	1.5%	0.0%	0.7% (0.7%)	1.8% (1.7%)
Japan	2.7%	0.8%	0.2% (0.0%)	1.7% (1.5%)
China	2.0%	1.4%	2.2% (1.5%)	1.8% (1.7%)
Brasilien	6.3%	9.0%	8.4% (7.0%)	5.5% (5.5%)
Russland	7.8%	15.5%	8.0% (7.5%)	5.9% (5.7%)

*Quelle: Consensus Economics Inc

WECHSELKURSSCHWANKUNGEN (SEIT 31.12.2015)



ROHSTOFFE

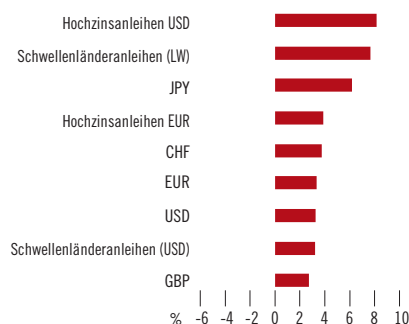


ZINSEN

	3 Monate	10 Jahre
USA	0.50%	1.8%
Euro-Zone	0.00%	0.2%
Schweiz	-0.75%	-0.3%
Grossbritannien	0.5%	1.4%
Japan	-0.1%	-0.1%
China	2.10% (1 Jahr)	2.4% (5 Jahre)
Brasilien	14.25%	13.1%

ANLEIHMÄRKTE

Performance seit 31.12.2015



AKTIENMÄRKTE

Performance seit 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	2.1%	-0.4%	1.4%	3.4%
S&P 500*	3.6%	1.1%	2.9%	4.9%
MSCI Europe*	-0.2%	-2.6%	-0.9%	1.0%
Tokyo SE (Topix)*	-2.3%	-4.6%	-2.9%	-1.0%
MSCI Pacific ex. Japan*	-0.4%	-2.8%	-1.1%	0.8%
SPI*	-1.6%	-4.0%	-2.3%	-0.4%
Nasdaq	-1.2%	-3.6%	-1.9%	0.1%
MSCI Em. Markets*	2.4%	-0.1%	1.7%	3.7%
Russell 2000	1.7%	-0.8%	1.0%	3.0%

* Dividenden reinvestiert

SEKTOREN

Performance seit 31.12.2015	USA	Europa	Welt
Industriewerte	5.1%	1.5%	3.9%
IT	1.3%	-5.3%	0.6%
Grundstoffe	7.3%	1.7%	7.3%
Telekom	10.8%	-6.3%	5.5%
Gesundheit	-1.8%	-8.6%	-3.3%
Energie	9.7%	3.8%	9.8%
Versorger	12.8%	-2.1%	6.8%
Finanzwerte	-0.6%	-12.9%	-3.9%
Basiskonsumgüter	4.0%	1.0%	3.8%
Zykl. Konsumgüter	0.8%	-8.3%	-2.0%

