

20%

Prozentsatz der Einkommen, der vom reichsten 1% der Amerikaner bezogen wird
Seite 3

1,5%

Unsere Wachstumsprognose für die Euro-Zone 2016, infolge des Brexit-Entscheids nach unten revidiert von 1,8%
Seite 4

7,4%

Das Jahreswachstum der chinesischen Investitionen im Mai, nachdem es vier Monate in Folge über 10% lag
Seite 5

+7,9%

Anstieg des MSCI UK Large Cap Index im Juni
Seite 6

102

Wechselkurs des Yen zum US-Dollar per Ende Juni, ein Plus von 8% gegenüber dem Vormonat
Seite 7

8,8%

Deutschlands Leistungsbilanzüberschuss gemessen am BIP
Seite 9

+12,7%

Performance 30-jähriger deutscher Bundesanleihen im Juni
Seite 10

-0,52%

Laufzeitprämie, die Mitte Juni 10-jährige US Treasuries boten
Seite 12

Brexit-Entscheid führt zu Szenariowechsel.
Quantitative Strategie steht beim Streben nach
Anlageerträgen im Vordergrund.

Juli 2016

Perspektiven

Brexit zeigt Gefahren politischer Polarisierung auf



César Pérez Ruiz,
Chief Investment Officer,
Pictet Wealth Management

Der Brexit-Entscheid erschütterte die Märkte Ende Juni und führte ein geteiltes Land vor Augen. Der wichtigste Übertragungsmechanismus zum übrigen Europa ist politisch. Euroskeptiker in anderen EU-Ländern sahen sich durch das Brexit-Votum ermuntert. Populisten in Frankreich, Italien und den Niederlanden fordern nun ihre eigenen Referenden über die EU-Mitgliedschaft. Und während die EU27 wahrscheinlich mit Grossbritannien hart verfahren wird, um andere Länder abzuschrecken, besteht eindeutig das Risiko, dass auf den Brexit eine weitere Fragmentierung der EU folgen wird.

In solchen Situationen ist es wichtig, zu verstehen, wie es zu dieser Krise kam. Es gibt natürlich viele Gründe (politische, historische, institutionelle). Aber zusammen mit dem Widerstand gegen unkontrollierte Migration ist ein gemeinsames Thema, das dem Aufstieg des Populismus in der westlichen Welt zugrunde liegt, die Ungleichheit, und die Vorstellung, dass die Reichen reicher werden, während die Einkommen der Armen stagnieren. Es gibt Belege dafür, dass dies der Fall ist. Die Wirtschaftswissenschaftler Thomas Piketty und Emmanuel Saez haben berechnet, dass die reichsten 1% der US-Bevölkerung Ende der 1970er Jahre 10% aller Einkommen bezogen, im Jahr 2013 dagegen 20%. Zugleich deuten die Daten im besten Fall auf eine Stagnation der US-Medianeinkommen seit Ende des letzten Jahrhunderts hin.

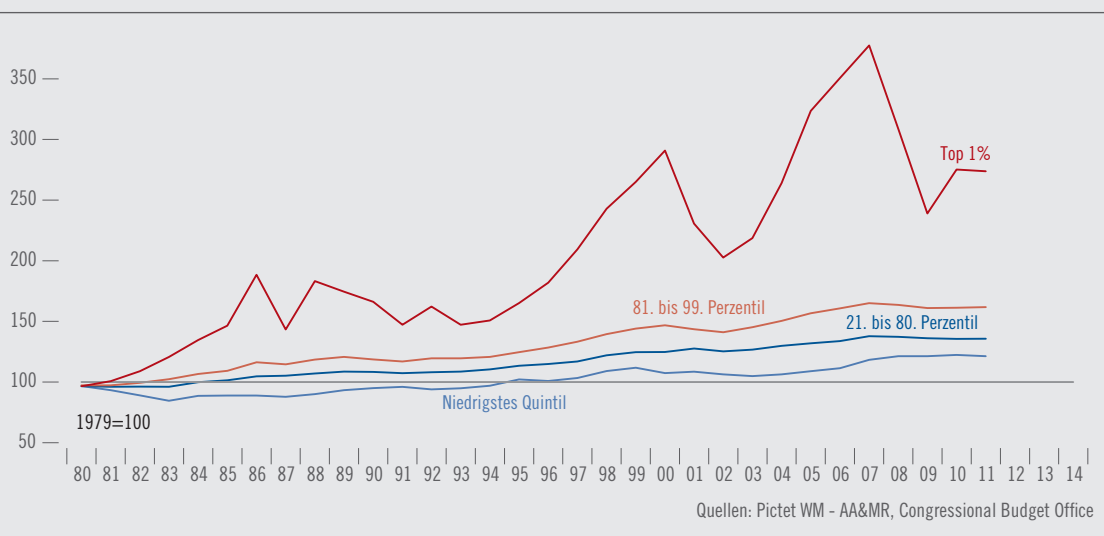
Ist die Lage in Europa wesentlich besser? Vom französischen statistischen Amt INSEE veröffentlichte Zahlen zeigen beispielsweise, dass das Medianeinkommen in Frankreich von 2008 bis 2013 um 1,1% fiel, während das Einkommen der 10% Haushalte mit den niedrigsten Verdiensten um 3,5% sank. Daher überrascht es nicht, dass die Gebiete in England (allerdings nicht in Schottland) mit dem geringsten Medianeinkommen massiv für den Brexit, jene mit den höchsten Medianeinkommen dagegen stimmten.

Noch vor den wichtigen Wahlen in Frankreich und Deutschland nächstes Jahr stehen nun Populismustests in Österreich und Italien an. Premier Matteo Renzi will zurücktreten, wenn das von ihm angesetzte Referendum im Oktober über eine Wahlreform und die Abschaffung des gewählten Oberhauses des Parlaments nicht angenommen wird. Am 1. Juli annullierte Österreichs Verfassungsgericht die Ergebnisse der Präsidentenwahlen vom Mai. Dies bedeutet, dass die Wahl (wahrscheinlich Anfang Herbst) wiederholt werden muss. Sorgen bereitet auch die Präsidentenwahl in den USA im November. Der Demagoge Donald Trump stützt sich auf ähnliche Ressentiments gegen das Establishment wie die Brexit-Trommler.

Aber der Brexit-Entscheid könnte sich auch als Populismus-Höhepunkt herausstellen, nun da düstere Wolken den britischen Konjunkturhimmel verhängen. Die Botschaft der Neuwahlen in Spanien vom 26. Juni lautete nämlich, dass der Populismus nicht mehr unbedingt auf dem Vormarsch ist. Die regierende Partido Popular gewann gegenüber der Dezember-Wahl Sitze hinzu, während die populistische Podemos-Partei stagnierte.

Wie dem auch sei, das aktuelle Umfeld mit stark reduzierter politischer Visibilität erschwert Anlagendeckungen. Wir wissen nicht, wie es in Grossbritannien weitergeht. Die Briten scheinen es nicht eilig zu haben, den vielzitierten Artikel 50 des Europäischen Vertrags anzuwenden, der formell den Austritt aus der EU einleiten würde. Die Visibilität würde sich bessern, wenn klar wäre, dass der Brexit nun doch nicht kommt, oder im gegenteiligen Fall eine rasche Terminplanung für den EU-Austritt und ein erster Plan für die künftigen Beziehungen

REALES DURCHSCHNITTSEINKOMMEN NACH STEUERN IN DEN USA: ENTWICKLUNG NACH EINKOMMENSGRUPPEN 1975-2011



Grossbritanniens mit der EU vorläge. Aber dafür ist Führung nötig. Unter anderem hängt alles davon ab, wer der nächste britische Premier sein wird und wie erfolgreich er/sie die Tories zusammenhalten und Neuwahlen vermeiden kann. Wir werden die politischen Entwicklungen genauestens überwachen, um abzuschätzen, ob sie unser Makro-Szenario signifikant beeinflussen können, und gegebenenfalls entsprechend zu handeln. Die Volatilitätsspitze nach dem Brexit haben wir schon genutzt, um bei den Put-Optionen, die wir im Mai in die Portfolios nahmen, gewisse Gewinne mitzunehmen.

Dies ist eher eine britische und europäische Krise als eine weltweite: Auf Grossbritannien entfallen nur 4% des Welt-BIP. Der Brexit schmälert die EU-Wachstumsaussichten, wirft sie aber nicht aus der Bahn — wir senkten unsere BIP-Wachstumsprognosen für die Euro-Zone 2016 von 1,8% auf 1,5%. Das US-Wachstum, das vom Brexit wesentlich weniger betroffen und demografisch stärker abgestützt ist, wird besser standhalten. Die Probleme in Verbindung mit Ungleichheit sind indes auch dort keinesfalls gelöst. Im aktuellen Konjunkturzyklus war die Produktivitätssteigerung in den USA wie in Europa meist sehr gering. Dies erklärt die geringe Lohnsteigerung in den letzten Jahren und trug zu dem Eindruck vieler bei, dass sie vom Aufschwung vergessen wurden. In dieser Situation fällt es leicht, den einfachen Lösungen der Populisten zu glauben.

Für die Probleme in Verbindung mit der Ungleichheit werden immer wieder auch einige weitreichende Lösungen vorgeschlagen. So erhielt der Vorschlag eines allgemeinen Grundeinkommens in der Schweiz in einem Referendum im Juni 24% der Stimmen. In den kommenden Jahren sind ähnliche Initiativen in Nordeuropa zu erwarten.

Aber es könnte auch Spielraum für traditionelle Möglichkeiten geben, das Problem geringen Wachstums und der Stagnation anzugehen, das den Aufstieg des Populismus begünstigt hat. Nach Jahren der Austerität in den westlichen Ländern liesse sich bestimmt mehr tun, um die Erziehung zu modernisieren, Unternehmertum und Innovation zu fördern und Investitionen (im öffentlichen wie privaten Sektor) zu erhöhen. Wenn Europa eine Wende beim Trend zu Populismus erreichen will, dann muss etwas gegen das Ausbleiben der Einkommenssteigerung der Geringverdiener getan werden.

Brexit bringt Unsicherheit, aber vorerst kein Systemrisiko

Der Brexit-Entscheid vom 23. Juni löste an den Finanzmärkten Turbulenzen aus. Aber die Zentralbanken sind bereit, die Spannungen zu glätten, und China und den USA geht es mit wenig Exposure in Grossbritannien vergleichsweise gut.

Christophe Donay, Bernard Lambert, Nadia Gharbi und Frederik Ducrozet

🚩 Infolge des Brexits senkten wir zwar unsere Wachstumsprognosen für Grossbritannien und Europa, aber es ist nicht „Lehman Reloaded“.

Der Juni stand natürlich im Zeichen des Brexit-Referendums. Die Märkte gingen bei Bekanntwerden der Exit-Entscheidung der Briten auf Talfahrt. Die politischen Folgen nehmen derzeit noch Form an. Daher senkten wir unsere Wachstumsprognose 2016 für Grossbritannien von 1,8% auf 1,3%. Wir erwarten nun für die britische Inflation 0,9% statt 0,7%, weil die Pfund-Schwäche die importierte Inflation befeuert. Aber unseres Erachtens werden die Brexit-Folgen im vollen Umfang erst 2017 sichtbar, wenn wir für die britische Wirtschaft nur noch ein Wachstum von 0,9% erwarten, also deutlich weniger als die bisher geschätzten 2,2%. Wir rechnen im weiteren Verlauf mit einem Stopp der Auslandsinvestitionen in Grossbritannien und niedrigeren Konsumausgaben. Auch die EU wird die Brexit-Folgen spüren. Statt eines Wachstums von 1,7% rechnen wir für 2017 in der EU nun mit 1,3%.

Der Brexit ist indes keineswegs ein systemisches Risiko wie jenes, das 2008 fast das Weltfinanzsystem zum Einsturz brachte. Auf Grossbritannien entfallen nur 2% der Weltwirtschaft. Weltweit dürfte sich der Brexit-Entscheid daher kaum auswirken. Es dürfte allenfalls das bereits relativ schleppende Weltwachstum zusätzlich bremsen (wir erwarten nun ein Welt-BIP-Wachstum 2016 von etwa 3% statt 3,2%). Die US-Wirtschaft wird wohl kaum unter dem Brexit leiden und dieses und nächstes Jahr um 1,8% bzw. 2% wachsen.

Allerdings dürfte der Brexit anhaltenden Aufwärtsdruck für die US-Finanzbedingungen bedeuten und die Fed bei der Zinsstraffung noch vorsichtiger werden lassen. Und der Brexit beflügelte den Yen und machte so weitere Interventionen der Bank of Japan zu seiner Stabilisierung wahrscheinlicher. Wir erwarten, dass in den kommenden

Wochen die weltweit wichtigsten Zentralbanken eingreifen werden, um die Nerven zu beruhigen (noch ein Grund, warum Brexit nicht mit einem „Lehman-Moment“ zu vergleichen ist), und zwar mit noch mehr Liquiditätsspritzen, weiterer Lockerung oder Währungskäufen.

US-Wirtschaft relativ unbeeindruckt vom Brexit-Schock

Nach dem Brexit-Votum wurde wieder ein US-Abschwung befürchtet. Die Fed Funds Futures spielten verrückt. Am 29. Juni preiste der Markt mit 10-15% Wahrscheinlichkeit gar eine Fed-Zinssenkung im September ein. Wir sind jedoch nicht allzu besorgt. Auf Grossbritannien entfallen weniger als 4% der US-Exporte, auf die EU etwa 18%, oder 2,3% des US-BIP. Selbst ein Einbruch in der EU hätte kaum direkte Auswirkungen auf das US-Wirtschaftswachstum. Über straffere geldpolitische und finanzielle Bedingungen als Übertragungskanal könnten die Negativfolgen für die US-Konjunktur jedoch ganz erheblich sein. Zum Glück

„Trotz der Ungewissheiten bleiben wir vorerst bei unseren US-Konjunkturprognosen.“

strafften sich die US-Finanzbedingungen bisher kaum. Von der Bekanntgabe der Ergebnisse des Votums bis zum 29. Juni legte der reale handelsgewichtete US-Dollar etwa 2,0% zu. Aber damit blieb er unter dem Durchschnittsniveau vom 1. Quartal. Und insgesamt fiel die Straffung der geldpolitischen und Finanzbedingungen in den USA nur bescheiden aus.

Angesichts des schlechteren Konjunkturausblicks für Europa und einer durchaus möglichen Reaktion der europäischen Zentralbanken könnte der Aufwärtsdruck auf die US-Finanzbedingungen zum Dauerphänomen werden. Vor diesem Hintergrund wird die Fed wahrscheinlich noch vorsichtiger vorgehen, als bisher angenommen. Für dieses Jahr rechnen wir wie bisher mit einer 25-Bp-Erhöhung, aber wohl erst im Dezember statt September. Und für 2017 erwarten wir statt drei nur noch zwei 25-Bp-Erhöingungen. Die derzeitigen Ungewissheiten bedeuten Abwärtsrisiken für US-Wachstum und -Inflation. Aber wir bleiben vorerst bei unseren US-Konjunkturprognosen. Das US-BIP-Wachstum dürfte 2016 und 2017 1,8% bzw. 2,0% erreichen. Die Inflationsprognosen lauten unverändert: Die Jahreskerinflation (PCE) dürfte 2016 1,9% und 2017 2,2% erreichen.

BREXIT: ANPASSUNG DES PICTET-BASISSZENARIOS FÜR WACHSTUM UND INFLATION

	Vereinigtes Königreich		Euro-Zone	
	Vor Brexit	Nach Brexit	Vor Brexit	Nach Brexit
	REALES BIP-WACHSTUM			
2016	1.8%	1.3%	1.8%	1.5%
2017	2.2%	0.9%	1.7%	1.3%
	INFLATION			
2016	0.7%	0.9%	0.3%	0.1%
2017	1.7%	1.9%	1.3%	1.1%

Quelle: Pictet WM - AA&MR

Politiker und EZB werden über Los der Euro-Zone entscheiden

Nach dem Brexit-Entscheid haben wir unsere Konjunkturprognosen für die Euro-Zone auf 1,5% BIP-Wachstum für 2016 und 1,3% für 2017 gesenkt. Unser hauseigenes Makro-Modell mit Fokus auf Direktwirkung über Handels- und Finanzverbindungen deutet auf eine ähnliche Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit wie die EZB hin (ca. 0,50% in den nächsten drei Jahren). Unseres Erachtens dominieren Abwärtsrisiken, inkl. das Risiko politischer Ansteckung anderer Mitgliedsländer, je nach Form der künftigen Abmachung zwischen Grossbritannien und EU sowie Einzelländerfaktoren. In Spanien scheint nach den Wahlen vom 26. Juni eine Mitte-Rechts-Regierung wahrscheinlicher, aber auch ein dritter Urnengang ist nicht auszuschliessen. In Italien drohte Premier Renzi mit Rücktritt, falls seine Verfassungsreformen im Oktober von den Wählern abgelehnt werden. Die jüngsten Umfragen deuten auf einen knappen Ausgang hin, während Italiens Bankensektor gelinde gesagt anfällig bleibt.

Das günstigste Szenario für europäische Finanzmärkte wäre ein neuer Schub zur Integration und einige gezielte Fiskalmassnahmen. Aber der politische Wille für grosse Initiativen dürfte vor den Wahlen in Frankreich, Deutschland und den Niederlanden nächstes Jahr gering sein. Bei erhöhtem Stress an den Finanzmärkten könnte sich dies ändern.

Schliesslich dürfte die EZB auf Anzeichen reagieren, dass die Finanzbedingungen sich straffen und die Wirtschaftstätigkeit nachlässt. Wir erwarten zunächst eine Erklärung von ihr, bevor sie das QE über März 2017 hinaus verlängert und eine Erhöhung der Emittentenlimits und eventuell eine Ausweitung des Universums für Anleihekäufe oder eine begrenzte Abweichung vom Kapitalschlüssel bekanntgibt. Bei anhaltendem Druck auf den Bankensektor könnten auch die GLRG-Bedingungen gelockert werden.

Chinas politische Entscheidungsträger nehmen Fuss vom Gas

Trotz vieler Ungewissheiten dürften die direkten Auswirkungen des Brexit auf Chinas Realwirtschaft begrenzt bleiben, da auf Grossbritannien nur 2,5% der Gesamtexporte und etwas mehr als 1% der Importe entfallen. Abgesehen vom Handel ist auch eine mögliche finanzielle Ansteckungsgefahr über Währung und Kapitalströme zu beachten. Bisher wirkte sich der Brexit auf die Schwellenmärkte Asiens inkl. China recht bescheiden aus. Die jüngste Abwertung des Yuan gegenüber einem Korb von Währungen der Handelspartner löste keine finanziellen Turbulenzen wie im letzten Jahr aus.

In den letzten Monaten gab es deutlich weniger Kapitalabflüsse aus China. Die strengeren Kapitalkontrollen zeigen also ihre Wirkung, und die Anleger passen sich allmählich an das neue Wechselkurssystem an.

Nach einer starken Verlangsamung 2015 erhöhten Chinas Behörden die Stimulierung. Nun gibt es Anzeichen, dass sie den Fuss wieder vom Gas nehmen. Der Anstieg der Bankkredite hat sich klar verlangsamt. In den ersten zwei Quartalsmonaten sanken neue Bankkredite auf ein Jahreswachstum von 4,2% gegenüber 25,5% im 1. Quartal. Die Gesamtunternehmensfinanzierung, eine umfassendere Masszahl für Kreditschöpfung, veränderte sich noch einschneidender. Mit rückläufigem Kreditwachstum sinkt auch die Wirtschaftstätigkeit. Das Jahreswachstum der Investitionen ging im Mai auf 7,4% zurück, nachdem es vier Monate in Folge über 10% betrug. Auch die Immobilieninvestitionen liessen nach.

Wir erwarten, dass die Geldpolitik bis Jahresende zurückhaltend bleiben wird, sodass der Haushaltspolitik eine wichtigere Rolle bei der Unterstützung des Wachstums zukommt. Der Regierungshaushalt sieht dieses Jahr ein Haushaltsdefizit von 3% des BIP vor, gegenüber 2,4% im Jahr 2015. Wenn wir die zusätzlichen Lokalverwaltungsemissionen, die Darlehen von Politikbanken und vermehrte Landverkäufe einbeziehen, könnte sich das tatsächliche Haushaltsdefizit auf etwa 10% des BIP belaufen.

Insgesamt rechnen wir damit, dass sich Chinas Wirtschaft im restlichen Jahresverlauf weiter mit Unterstützung der Politik gut schlagen wird. Daher bleiben wir bei unserer Prognose von 6,5% realem BIP-Wachstum für 2016.

Brexit-Unsicherheit fordert Flexibilität

Das Brexit-Referendum verunsichert die Märkte für riskante Anlagen. In diesem Umfeld erfüllen die Kernanleihen weiter ihre traditionelle Schutzfunktion, während der US-Dollar und der Yen unter Aufwärtsdruck geraten sind

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet und Alexandre Tavazzi

FINANZMÄRKTE

Performance in % der Finanzindizes in Lokalwährung. Daten bis zum 30.6.2016

	Index	Seit 31.12.2015	Juni 2016
Aktien USA*	USD S&P 500	3.8%	0.3%
Aktien Europa*	EUR Stoxx Europe 600	-7.4%	-4.8%
Aktien Schwellenländer*	USD MSCI Emerging Markets	6.6%	4.1%
US-Staatsanleihen*	USD ML Treasury Master	5.7%	2.3%
US-Investment-Grade-Anleihen*	USD ML Corp Master	7.6%	2.2%
US-Hochzinsanleihen*	USD ML US High Yield Master II	9.3%	1.1%
Hedgofonds	USD Credit Suisse Tremont Index Global**	-1.5%	0.4%
Rohstoffe	USD Reuters Commodities Index	9.3%	3.4%
Gold	USD Gold Troy Ounce	24.4%	8.8%

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

* Dividenden/Coupons reinvestiert** Ende Mai 2016

Der Brexit-Entscheid wirft viele Fragen für Strategen auf. Da viel von der Entwicklung der politischen Situation in Europa abhängt, kommt der Portfolio-diversifikation neue Bedeutung zu.

Für den Moment auf sicher gehen

Nach dem britischen Entscheid vom 23. Juni für einen Brexit bricht für Marktstrategen ein längerer Zeitraum reduzierter Visibilität an. Die unmittelbaren Auswirkungen des Siegs der Brexit-Anhänger liessen nicht lange auf sich warten. Risikoanlagen aller Art wurden sofort verkauft - insbesondere europäische Aktien und Hochzinsanleihen sowie Anleihen von Peripherieländern der Euro-Zone -, bevor sie sich dann nach Hinweisen auf Zentralbankmassnahmen wieder erholten. Anlagen wie langfristige US Treasuries und deutsche Bundesanleihen, der Yen, physisches Gold und der Schweizer Franken verzeichneten allesamt kurzfristige Gewinne infolge der Brexit-bedingten Volatilität.

Ausserhalb der Europäischen Union haben die Anleihen und Währungen der nicht europäischen Schwellenländer relativ ruhig auf das Ergebnis des Brexit-Referendums

reagiert. Wir gehen nur von geringen Folgen für das weltweite Wachstum aus. Und in Europa selbst gibt es Anzeichen, dass die riskanten Anlagen sich nach dem ersten Schock erstmal für eine gewisse Zeit stabilisieren werden, während die Marktteilnehmer genauer analysieren, welche Form der Brexit annimmt. Die Frage, was danach passiert, bleibt jedoch offen und kann nur von den Politikern beantwortet werden.

Natürlich würde sich die Visibilität verbessern, falls deutlich werden sollte, dass es aufgrund von geschickten politischen Schachzügen doch nicht zu einem Austritt Grossbritanniens aus der EU kommen sollte. Riskante Anlagen dürften auf eine solche Entwicklung positiv reagieren. Falls es jedoch tatsächlich zum Brexit kommt - so wie alle glauben -, dann werden sich die Märkte auf die Form dieses Austritts konzentrieren. Riskante Anlagen würden besonders hart getroffen, falls es zu einem „harten“ Austritt käme, bei dem Grossbritannien kein bevorzugter Zugang zum EU-Markt gewährt wird. Bei einem „sanften“ Austritt mit einigen Exporterleichterungen in Richtung EU unter Zubilligung beträchtlicher

Konzessionen durch Grossbritannien dürften die riskanten Anlagen weniger negativ reagieren.

Derzeit wissen wir allerdings ganz einfach nicht, welches dieser Szenarien eintreten wird. Und selbst ein Happy End, bei dem Grossbritannien Mitglied der EU bleibt, würde nicht zwingend zu einer nachhaltigen Riskon-Entwicklung führen, da die Märkte ihre Aufmerksamkeit schnell auf andere negative Faktoren richten würden, die bereits vor dem Referendum präsent waren (fehlende Gewinne und schwache Wirtschaftswachstumsdynamik usw.). Kurz gesagt müssen die Marktteilnehmer unseres Erachtens erst mal abwarten, bis sich die Situation beruhigt. Wir können noch nicht sagen, wie lange das dauern wird. Unter diesen Bedingungen kommt der Portfoliodiversifikation eine ganz neue Bedeutung zu, einschliesslich der ständigen Suche nach Anlagentypen, die sowohl liquide als auch so unkorreliert wie möglich mit den grössten Risikoquellen sind, damit die Portfolios weiteren politischen Schocks widerstehen können.

Aktien: Keine Zeit zum Nachdenken

Das Brexit-Referendum hat zu Ungewissheit für die Märkte für riskante Anlagen geführt. Vor dem Entscheid hatten die Marktbewertungen Niveaus nah an ihren vorherigen Höchstständen (fast 18x in den USA und 16x in Europa) erreicht und waren somit anfällig für schlechte Nachrichten. Die Finanzmärkte entschieden schnell zwischen Gewinnern und Verlierern des Brexit. Zu Ersteren zählen grosse britische Unternehmen, die von der äusserst günstigen Währungssituation (das Pfund verlor 9% ggü. dem USD) und ihrem internationalen Exposure

profitieren dürften. Der MSCI UK Large Cap Index stieg im Juni um 7,9% in Pfund, während der Small Caps Index (der von der heimischen Wirtschaft abhängig ist) um 6,8% sank.

Die Volkswirtschaften der Peripherieländer der Euro-Zone und deren Finanzsektoren wurden von den Märkten dagegen negativ beurteilt. Aufgrund der griechischen, italienischen und spanischen Banken fiel der wichtigste Banksektorindex diesen Monat um 17%. Vor dem Hintergrund fehlender politischer Klarheit verbergen die Performancewerte breiter Indexe eine stark polarisierte Realität.

In den kommenden Wochen werden Analysten ihre Einschätzungen an das neue Umfeld (niedrigeres europäisches Wachstum, niedrigeres GBP und geringere Kapitalmarktzinsen) anpassen. Ohne Grossbritannien fällt der Stoxx Europe 600 KGV von 16x auf 15,6x und das EPS-Wachstum klettert von 2,5% auf 5,6%. Wegen der derzeitigen Unsicherheiten dürften die Anleger diese Zahlen jedoch nicht zum Nennwert bewerten und die politischen Entscheidungen und vor allem jene der Zentralbanken weiter beobachten. In Zeiten wie diesen muss man flexibel bleiben.

US Treasuries schützen Portfolios

Die Staatsanleihen aus Kernländern sind trotz niedriger Zinssätze weiterhin ein wichtiger Schutz der Portfolios in Finanzmarkt-turbulenzen. Im Juni verzeichneten 10-jährige US Treasuries einen Ertrag von +3,3% und damit mehr als die deutschen Bundesanleihen mit +2,6%. 10-jährige japanische Anleihen verbuchten einen Ertrag von 1,3% (alle Performanzenwerte in lokalen Währungen). In Zeiten mit erhöhtem Risiko gilt: Je länger die Duration

umso besser. Im Monatsverlauf warfen 30-jährige US-Staatsanleihen 7,1% ab und 30-jährige deutsche Bundesanleihen 11,9%. Gold verhielt sich mit +8,8% im Juni ähnlich. Schützende Anlagen verbuchten im ersten Halbjahr 2016 insgesamt hervorragende Ergebnisse: Gold +24,4%, 30-jährige Staatsanleihen aus den USA +16,3% und aus Deutschland +29,6%.

Japan leidet unter starkem Yen

Die enge Korrelation zwischen dem Yen/USD-Wechselkurs und dem TOPIX hielt im Juni an. Infolgedessen verzeichnete der TOPIX eine massive Unterperformance im Monatsverlauf mit einem Rückgang von 9,6% auf Basis der Gesamtrendite im Vergleich zu -4,8% für den Stoxx Europe 600 und einem leichten Anstieg von 0,3% für den S&P500 (alle Renditen in Lokalwährung). Der TOPIX-Rückgang ist vor allem auf Währungseffekte zurückzuführen, da er in USD „nur“ 2,3% sank. Der Yen-Kurs erreichte im Juni 102 pro USD, d.h. ein Anstieg von weiteren 8% im Monatsverlauf, wobei die Hälfte davon auf den Brexit-Entscheid folgte, als die Anleger in sichere Häfen flohen, wozu der Yen zählt. Das derzeitige Niveau des Yen bereitet Sorgen, da die meisten Analysten und Unternehmen 105 als Basisannahme für die Gewinnprognosen 2016 verwendet haben. Im Juni korrigierten die Analysten ihre Prognosen für den TOPIX-Index um 2,2% nach unten. Dieser ungünstige Trend könnte ohne eine Wende an den Devisenmärkten weitergehen und die Gewinnprognose von 15% für dieses Jahr gefährden.

Fed bleibt vorsichtig

Infolge der schwachen US-Arbeitsmarktdaten für Mai war die Sitzung des Offenmarktausschusses

(FOMC) vom 14. bis 15. Juni ein Non-Event. Nach dem Brexit dürfte die Fed länger warten, bevor sie die Zinsen anhebt. Die von uns erwartete Erholung der US-Daten macht eine Zinserhöhung im Dezember jedoch relativ wahrscheinlich, auch wenn dies Ende Juni definitiv noch nicht vom Markt eingepreist war. In der Zwischenzeit ist der chinesische Yuan gegenüber einem handelsgewichteten Währungskorb gesunken (um geschätzte 5,9% seit Jahresbeginn), ungeachtet der USD-Performance. Dies steht im Kontrast zu der Behauptung der PBoC, sie wolle den Yuan gegenüber dem Währungskorb mehr oder weniger stabil halten, und deutet auf die Richtung hin, die die chinesischen Behörden sich für die Entwicklung des Yuan wünschen. Insofern gibt es mehrere Faktoren, die die Dollarstärke unterstützen.

Düstere Aussichten für die Ölnachfrage

Letzten Monat betonten wir die zunehmend volatile Natur des Ölangebots aufgrund der strukturbedingt höheren Ausfallniveaus. Nun, Ende Juni/Anfang Juli führen die Unsicherheiten infolge des Brexit-Entscheids zu einem Risiko für die weltweite Ölnachfrage. Zusammen mit unserem Szenario eines stärkeren US-Dollars in den kommenden Monaten und der zahlreichen Long-Öl-Positionen der Marktteilnehmer ist die Wahrscheinlichkeit einer vorübergehenden Ölpreiskorrektur deutlich gestiegen.

Durchgängige Verbesserung der Leistungsbilanzen

Insbesondere aufgrund sinkender Ölpreise haben sich die Leistungsbilanzen zahlreicher Rohstoff importierender Länder verbessert. Dies ist vor allem für Schwellenländer wichtig, in denen eine solide Leistungsbilanz als Grundlage für die Aufstockung der Devisenreserven und die Verbesserung der Widerstandsfähigkeit gegen die Volatilität an den Kapitalmärkten gilt – beispielsweise als Folge von Zinserhöhungen in den USA. Dagegen wird Deutschlands beträchtlicher Leistungsbilanzüberschuss für eine Verminderung der Nachfrage in ganz Europa und für zusätzlichen Deflationsdruck verantwortlich gemacht.

+9,9%

Laut dem US-Handelsministerium stieg das Leistungsbilanzdefizit der USA im 1. Quartal 2016 aufgrund rückläufiger Warenexporte und nachlassender ausländischer Investitionen um 9,9% und erreichte mit USD 124,7 Mrd. seinen höchsten Stand seit über sieben Jahren. Im 1. Quartal entsprach das Defizit 2,7% des BIP und lag somit deutlich unter dem im 4. Quartal 2005 erzielten Rekordhoch von 6,3%.

7%

Das britische Leistungsbilanzdefizit lag im letzten Quartal 2015 auf einem Rekordstand von GBP 32,7 Mrd., was 7,2% des BIP entspricht. Im Vorquartal betrug es laut dem nationalen Statistikamt noch GBP 20,1 Mrd. Die Zahlen der ersten drei Monate 2016 weisen auf eine spürbare Verbesserung der Handelsbilanz hin (das Defizit sank auf 6,9% des BIP), aber die britische Leistungsbilanz befand sich in den letzten fünfzehn Jahren dauerhaft im Minus

USD 412 Mio.

Im April registrierte Brasilien seinen ersten Leistungsbilanzüberschuss seit sieben Jahren in Höhe von USD 412 Mio. Im Vormonat verzeichnete das Land ein Negativsaldo von USD 857 Mio., im April 2015 noch von USD 6 Mrd. Diese Verbesserung widerspiegelt einen abrupten Rückgang der Nachfrage nach Importgütern in einem von der Rezession hart getroffenen Brasilien sowie den Anstieg der Exporte infolge des Wertverlustes des brasilianischen Real.

–USD 2,96 Mrd

Das Leistungsbilanzdefizit der Türkei schrumpfte im April im neunten Monat in Folge und lag mit USD 2,96 Mrd. deutlich unter seinem Vorjahresstand (USD 3,86 Mrd.). Diese Verbesserung ist vollständig auf den Rückgang der Preise für Energieeinfuhren zurückzuführen; unter Ausschluss von Gold und Energie hat sich der Saldo im Laufe des vergangenen Jahres nicht gebessert. Das Leistungsbilanzdefizit der Türkei sank von 9,6% des BIP im Jahr 2011 Ende 2015 auf 4,5%.

EUR 25,6 Mrd.

Die Handelsbilanz Deutschlands stieg im April infolge eines Exportzuwachses von 3,8% ggü. Vorjahr auf EUR 25,6 Mrd. (von EUR 21,8 Mrd.), während die Importe praktisch unverändert blieben. Laut Zahlen der Europäischen Kommission machte der deutsche Leistungsbilanzüberschuss 2015 ganze 8,8% des BIP aus.

USD 48,1 Mrd.

Der Leistungsbilanzüberschuss Chinas sank im 1. Quartal 2016 von vorläufig USD 85,3 Mrd. (4. Quartal 2015) auf USD 48,1 Mrd. Im 4. Quartal 2008 hatte Chinas Saldo ein Rekordhoch von USD 1,331 Mrd. erreicht. Sein Anteil am BIP ist seither jedoch rückläufig (2015 lag dieser bei 2,7% deutlich unter 2008 mit 9,3%), da sich die politischen Entscheidungsträger auf den Aufbau der Binnenwirtschaft konzentrieren.

7,7%

Die im Juni veröffentlichten Zahlen zeigen, dass der Leistungsbilanzüberschuss Koreas aus Handel mit dem sich verlangsamen China und den USA im Vergleich zum Vorjahr um nahezu 20% gesunken ist. Allerdings weist die Leistungsbilanz Koreas seit Beginn des Jahrzehnts insgesamt einen Überschuss auf, der 2015 dank des Einbruchs der weltweiten Energiepreise auf USD 105,9 Mrd. (7,7% des BIP) gestiegen ist.

2,9%

Japan erzielte im April im 22. Monat in Folge einen Leistungsbilanzüberschuss, der mit JPY 1,88 Bio. bzw. USD 17,9 Mrd. um 42% höher war als im Vorjahr. Japans Überschuss erreichte 2015 mit 2,9% des BIP den höchsten Anteil seit 2010, wobei der Verfall der Rohstoffpreise half.

0,1%

Das Leistungsbilanzdefizit Indiens sank im 1. Quartal 2016 von USD 7,1 Mrd. im letzten Quartal 2015 auf USD 0,3 Mrd. (0,1% des BIP). Diese Verbesserung könnte aber infolge des Ölpreisanstiegs von 40% in diesem Jahr geschmälert werden. Indien meldete im 1. Quartal 2007 zum letzten Mal einen Überschuss.

Märkte kämpfen mit Folgen des Brexit-Entscheidung

Die Aktienmärkte erfuhren zwar zum Monatsende eine Belebung, aber das Brexit-Referendum sorgte für einen erheblichen Volatilitätsanstieg – vor und nach der Abstimmung. „Sichere Häfen“ unter den Anlagen wie Kernstaatsanleihen, physisches Gold und Währungen wie Yen, Schweizer Franken und US-Dollar erfuhren im Juni allesamt einen Schub.

Aktien

Das „B“-Wort

Märkte passen sich an neue Realität an.

Der Ausgang des Brexit-Referendums überraschte die Märkte. Die Marktausschläge in den Folgetagen waren aussergewöhnlich stark, was sich in den Monaterträgen für Juni widerspiegelte. In Lokalwährungen verzeichnete etwa der Stoxx Europe 600 einen Gesamtertrag von -4,8%, der S&P500 immerhin +0,26%. Die Performance der Märkte Italiens (-9,5%), Spaniens (-9,1%) und Griechenlands (-15%) machen deutlich, dass die wichtigste Herausforderung eine weitere Integration der EU ist. Anleger verkauften Bankaktien, die angesichts der äusserst niedrigen Anleiherenditen und neuerlicher Spannungen in Europa als anfällig gelten. Der Stoxx Europe 600 Banks Index korrigierte um 17,6% in Euro.

Dank eines 9%-Rückgangs des GBP legte der FTSE100 Index im Juni um 4,7% zu (in GBP). Eine schwache Währung ist ein klarer Vorteil für die Indexkomponenten: 87% ihrer Umsätze werden ausserhalb Grossbritanniens gemacht. Der MSCI Emerging Markets Index warf im Monatsverlauf 4% ab, was den 4%-Anstieg der Rohstoffpreise widerspiegelte. In Europa stieg die Volatilität bis auf 39,9%, um den Monat bei 26% zu schliessen. In den USA kletterte der VIX Index bis auf 25% und schloss bei 15%.

Die Makroprognosen werden sich ebenso an die neue Realität anpassen wie die Gewinnerwartungen. Mit 15,5x bzw. 17,9x Anfang Juli bleiben die KGVs in Europa und den USA unweit ihrer bisherigen Höchstwerte. Die Bewertungen bleiben ungewiss, bis die Schätzungen die neue Realität berücksichtigen. Die Phase der Ungewissheit hat gerade erst begonnen.

Staatsanleihen

Flucht in sichere US Treasuries

Sichere Staatsanleihen schneiden mitten in der Ungewissheit besser ab als Peripheriepapiere.

Der Brexit-Entscheid löste an den Finanzmärkten eine Flucht in sichere Anlagen aus. In diesem Umfeld erzielten sichere Staatsanleihen wie US Treasuries und deutsche Bundesanleihen im Juni insgesamt eine positive Performance – +12,7% für 30-jährige deutsche Papiere. Die Rendite 10-jähriger US Treasuries fiel in den Tagen nach dem Brexit-Votum um 38 Bp auf 1,47%, 10-jährige Bundesanleiherenditen sanken unter null (-0,13%).

Die Befürchtung, der Brexit könnte eine Implosion der EU auslösen, weitete den Spread von 10-Jahresrenditen italienischer und portugiesischer Staatsanleihen zu deutschen im Juni um 20 Bp. Spanische Staatsanleihen litten kaum, was dem relativ marktfreundlichen Wahlergebnis vom 26. Juni zu verdanken war. Politische Ungewissheit dürfte weiter die Performance von Anleihen der Peripherie belasten, deren Spreads sich im Sommer weiten könnten. Damit die jüngste Unterperformance der Anleihen aus der Peripherie gegenüber Deutschland aufhört, ist Folgendes zu verbessern: Lösung der Not leidenden Kredite italienischer Banken, Annahme des Referendums der italienischen Regierung über Verfassungsreformen im Oktober und die Bildung einer stabilen Mitte-Rechts-Regierung in Spanien. Bis dahin dürften die Renditen sicherer Anleihen wie der US Treasuries und deutscher Bundesanleihen niedrig bleiben und den Anlegern wirksamen Schutz bieten, denn die Volatilität ist noch nicht zu Ende.

Unternehmensanleihen

Brexit macht Europas Unternehmensanleihen zu schaffen

*Brexit bewirkte Underperformance von Unternehmensanleihen in Euro gegenüber solchen in USD.**

Ende Juni verursachte der Brexit Turbulenzen an den Finanzmärkten und eine Underperformance von High Yield (HY), dem riskantesten Unternehmensanleihensegment. Im Monat insgesamt schnitt Euro-HY beim Gesamtertrag schlechter ab als US HY (-0,3% vs. +1,1%), da Europa dem Bankensektor (22% Euro-HY vs. 5% USD-Peers) und britischen Firmen (11% vs. 3%) stärker ausgesetzt ist, was den Anlegern Ende Juni Sorgen bereitete. Noch bedenklicher ist, dass auf italienische Finanzwerte 45% der Schulden im finanziellen HY-Bereich in Euro entfallen. Italienische Banken schneiden schlechter ab als vergleichbare europäische Banken, weil ihr Anteil fauler Kredite mit 12% sehr hoch ist. Insgesamt litten Europas Banken unter der Verflachung der deutschen Renditekurve (weil die Kapitalmarktzinsen fielen) und der Vorwegnahme einer Brexit-bedingten Konjunkturverlangsamung. Das Investment-Grade-Segment (IG) der Unternehmensanleihen profitierte von rückläufigen Staatsanleiherenditen. Die USD-IG-Rendite fiel um 27 Bp auf 2,9%. USD IG schnitt auch beim Gesamtertrag besser als Euro-IG ab (2,2% vs. 1,0%). Unter dem Einfluss europäischer Politik könnten die Finanzmärkte diesen Sommer volatil bleiben und USD- besser als Euro-Unternehmensanleihen abschneiden. Euro HY droht weiter eine Unterperformance, solange sich die Finanzaussichten für europäische Banken nicht aufhellen.

* Daten beruhen auf Bank of America Merrill Lynch (BofAML) Indizes.

Hedgefonds

Fels in der Brexit-Brandung

Während die Briten für den EU-Austritt stimmten, blieben Hedgefondsmanager widerstandsfähig und gewährten Schutz nach unten.

Vor dem Brexit-Referendum wechselten die meisten Hedgefondsmanager in Risk-off-Modus, da in den Vorwochen die Umfragen mal „Remain“ und dann wieder „Leave“ vorne sahen. Kurz vor dem Ereignis sah an den Märkten und in den Wettbüros alles nach „Remain“ aus, und Brexit galt als mögliches Restrisiko. Angesichts des knappen Ausgangs hielten sich die Manager zurück und gingen kein signifikantes Risiko ein. Laut den ersten Performance-Indikatoren scheinen die meisten Hedgefondsmanager im Vergleich zu ihren langfristigen Erwartungen kaum allzu grosse Verluste erlitten zu haben, als bekannt wurde, dass „Leave“ gewonnen hatte. Global-Makro-, CTA- und Relative-Value-Manager konnten die höhere Marktvolatilität dank taktischer Positionierung erfolgreich bewältigen. Bemerkenswerterweise verzeichneten trendfolgende CTA-Manager mit Long-Positionen bei Festverzinslichen und US-Dollar am Tag der Bekanntgabe der Referendumsresultate (24. Juni) erhebliche Gewinne. Global-Makro-Manager nutzten die Wechselkurschwäche und erzielten leichte Gewinne. Ebenfalls erfolgreich waren Relative-Value-Manager mit Long Volatilität / Long Konvexität. Fundamental ausgerichtete Aktien- und Kreditmanager wiederum litten unter den Turbulenzen, aber die verbuchten Verluste waren kleiner als der Markt.

Edelmetalle

Unterstützt von Ungewissheiten

Die Brexit-bedingten Ungewissheiten unterstützten die Nachfrage nach sicheren Edelmetallen.

Die Edelmetall-Performance im Juni war stark vom britischen Referendum über die EU beeinflusst. Die Vorhersage des knappen Ergebnisses beflügelte die Nachfrage nach sicheren Häfen wie Gold und Silber noch vor Bekanntgabe des Ergebnisses. Der Entscheid der Briten für einen EU-Austritt bedeutet, dass noch längere Zeit Ungewissheiten bestehen dürften, was die Gold- und Silbernachfrage weiter unterstützt.

Der Brexit ist jedoch vor allem ein europäisches Ereignis und dürfte sich kaum auf die Welt- und US-Wirtschaft auswirken. Er dürfte zwar zu einer entgegenkommenderen Geldpolitik führen, in erster Linie in Europa, aber wir gehen weiter davon aus, dass die Fed die Zinsen bei sich verbessernden US-Daten dieses Jahr noch erhöhen wird. Per Ende Juni befanden sich die Netto-Long-Goldpositionen (gemessen an den Ausständen) auf dem höchsten Niveau seit Beginn dieser Serie 1999. Die Haussestimmung bei Gold scheint uns zu extrem, was nahelegt, dass vorerst wenig Aufwärtspotenzial besteht.

Aber auf längere Sicht wird der Brexit wohl anhaltende politische Folgen haben, die die Nachfrage nach Gold als sicherem Hafen unterstützen dürften.

Devisen

Devisenmärkte verdauen Brexit

Juni war infolge des britischen Referendums sehr stressig für die Anleger.

Viele der langfristigen Brexit-Folgen für die Devisenmärkte werden von den politischen Bedingungen des EU-Austritts abhängen, die noch einige Zeit unbekannt bleiben dürften. Die entsprechende Zunahme der Ungewissheiten verheisst nichts Gutes für den Risikoappetit. „Sichere“ Währungen, die meist zu Ländern mit positiver Leistungsbilanz gehören, dürften gut abschneiden. Der japanische Yen und der Schweizer Franken dürften daher weiteren Aufwärtsdruck erfahren, sodass ihre Zentralbanken gezwungen sind zu handeln. Die Schweizerische Nationalbank hat bereits angekündigt, dass sie an den Devisenmärkten intervenieren werde, um die CHF-Festigung abzumildern. Die BoJ dürfte im Juli weitere Lockerungsmassnahmen ankündigen.

Der Euro ist in einer interessanten Lage, da er durch eine ständig wachsende positive Leistungsbilanz unterstützt wird. Der Brexit wird wahrscheinlich die Wachstumsaussichten für die Euro-Zone schmälern und das Risiko eines Auseinanderbrechens erhöhen. Ein Referendum in Italien im Oktober und die Präsidentenwahlen in Frankreich im April/Mai 2017 können die Performance des Euro auch belasten.

Die US-Leistungsbilanz ist zwar negativ, aber der US-Dollar ist die Reservewährung der Welt und gilt daher als sicher. Angesichts der sich bessernden US-Daten bleibt der US-Dollar attraktiv.

Dahin weht der Wind – Vorwegnahme von Veränderungen bei Ertragsquellen

Quantitative Analyse kann helfen, mögliche lang- wie kurzfristige Ertragsquellen vorwegzunehmen. Dieser Artikel befasst sich mit verschiedenen Ertragsquellen und weist auf die immer wichtigere Rolle der künstlichen Intelligenz in der Vermögensverwaltung hin.

Edgar van Tuyll van Serooskerken, Leiter Quantitative Strategie, Pictet Wealth Management

Den Anlegern machen derzeit niedrige Renditen zu schaffen. Die Erträge sind gefallen und das Wachstum verlangsamt sich, während niedrige Inflation und niedrige (oder gar negative) Zinsen einige dazu veranlassen, ihr Geld im Sparstrumpf zu behalten. Was also kann uns die quantitative Analyse über vergangene, aktuelle und künftige Ertragsquellen sagen?

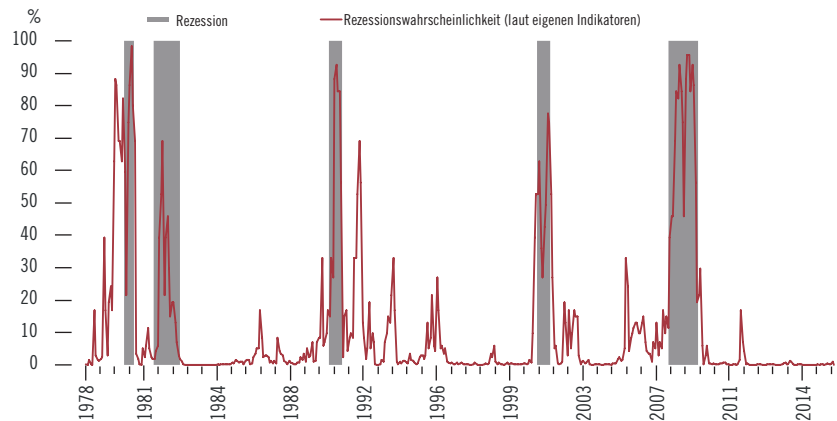
Knappheit oder das Wasser-Diamanten-Paradoxon

Das klassische Wertparadoxon, auch das Wasser-Diamanten-Paradoxon genannt, besagt, dass Wasser zwar (anders als Diamanten) lebenswichtig ist, aber Diamanten wegen des knappen Angebots höhere Preise erzielen. Das Angebot bestimmt die Preise für Sachwerte, von Edelmetallen über Rohstoffe bis hin zu Land. Viele Rohstoffe verzeichneten im Schlussquartal 2015 eine Angebotsspitze, ihre Preise dagegen einen Tiefststand. Während die Erholung der Rohstoffpreise durch den nächsten Abschwung unterbrochen werden dürfte, lässt die



Edgar Van Tuyll Van Serooskerken
Pictet WM - Head of Quantitative Strategy

GRAFIK 1: % WAHRSCHEINLICHKEIT GLOBALER REZESSIONEN, LAUT EIGENEN INDIKATOREN



Quellen: NBER, Bloomberg, Datastream, Pictet WM-Quantitative Strategy

Angebotsdynamik derzeit auf eine langfristige Rohstoff-Hausse schliessen. Zugleich legt eine Bewertung der Immobilienpreise anhand des Verhältnisses der Preise zum Einkommen nahe, dass Immobilien derzeit in vielen Peripherieregionen Europas unter- und in mehreren rohstoffproduzierenden Ländern überbewertet sind.

Zeitreise lohnt sich nicht mehr

Durch die Umrechnung künftiger Cash-flows in heutige Anlagen oder die Hochrechnung aktueller in künftige Renditen ermöglichen Zinsen eine Art Zeitreise. Die Laufzeitprämie misst (bei Verwendung des Adrian-Crump-&-Muench-Berechnungsverfahrens der New Yorker Fed) die Zusatzrendite, die Anleger verlangen, wenn sie 10-jährige Papiere statt mehrerer kurzfristiger Papiere in Folge kaufen. Diese Prämie war in den letzten 50 Jahren meist positiv, Mitte Juni erreichte sie für

10-jährige US Treasuries jedoch – 0,52%. Seit Jahresbeginn ist die Laufzeitprämie zu einem Abschlag

geworden. Die Zeitreise lohnt sich also nicht mehr. Heute wird die Immobilisierung von Geldern in 10-jährigen Anleihen anstatt des 10-jährigen Rollens kurzfristiger Notes nicht mehr vergütet. Damit sich der Kauf langfristiger Anleihen wieder lohnt, muss die Inflation anziehen – was meist am derzeit erreichten Punkt des Konjunkturzyklus geschieht.

Die komplexe Beziehung zwischen Volatilität und Erträgen

Die meiste Zeit werfen volatilere Anlageklassen wie Aktien bessere Erträge ab als weniger volatile wie Kernstaatsanleihen. Aber in Rezessionen (die mit Aktien-Baisse einhergehen) erzielen Kernstaatsanleihen höhere Erträge. Einige Voraussetzungen für einen Abschwung sind schon vorhanden, aber nicht in ausreichendem Masse, um eine sofortige Rezession zu verursachen. In der Vergangenheit musste die Wu-Xia Shadow Federal Funds Rate der Atlanta Fed – ein Modell, das Jahrzehnte historischer Daten und die jüngsten quantitativen Lockerungsmassnahmen einbezieht,

um eine ganzheitlichere Masszahl für die Wirkung der Fed-Massnahmen zu erhalten — jeweils auf etwa 2,2% anziehen (was 1,5% über der 2-Jahresrate liegt), bevor es zu einer Rezession kam. Heute bewegt sie sich bei 0,25%-0,50%. Die geringe Wahrscheinlichkeit einer Rezession, die diese Analyse nahelegt, dürfte vorerst Aktien begünstigen.

Anlageklassen mit höherer Volatilität belohnen die Anleger gewöhnlich mit höheren Erträgen. Aber innerhalb der Anlageklassen selbst wird hohe Volatilität nicht belohnt. Das Gegenteil ist der Fall: In der Anlageklasse Aktien bedeutet niedrige Volatilität systematisch höhere Erträge. Im Abschwung schneiden defensive (und damit weniger volatile) Aktien meist besser ab als zyklische. Aber auch über mehrere vollständige Konjunkturzyklen ist die Performance defensiver Aktien besser als die des Gesamtmarktes. Zwar sind die Performance-Faktoren für alle Aktien ähnlich, aber weil defensive Aktien bei Baissen weniger sinken, bleibt mehr Kapital, auf das sich die Erträge summieren.

Rückkehr zum Mittelwert – was steigt, muss auch wieder fallen

Ausgehend von der Beobachtung, dass sich Abweichungen von Fundamentaldaten über sieben bis zehn Jahre tendenziell korrigieren, erarbeitete Benjamin Graham 1934 in seinem Buch *Security Analysis (Geheimnisse der Wertpapieranalyse)* eine grundsätzliche Methode, unterbewertete Unternehmen zu finden. Laut Sidney Homer und Richard Syllas herausragendem Buch *A History of Interest Rates* haben die Zinsen ihren tiefsten Stand seit

TABELLE 1: WECHSEL DER MARKTFAVORITEN UND REZSSIONEN, 1973-2016

1973-1975	Rezession
1975-1980	Technologie
1980-1982	Doppelrezession
1982-1990	Japan
1990-1991	Rezession
1991-2000	Technologie
2001	Rezession
2002-2007	Schwellenländer
2007-2009	Rezession
2009-2016	Technologie

Quellen: NBER, Bloomberg, Datastream, Pictet WM
Quantitative Strategy

5000 Jahren erreicht. Somit sind Staatsanleihen inzwischen nach 35 Jahren kräftiger Performance stark überbewertet, während Aktien und Anleihen aus Schwellenländern unterbewertet sind. Interessanterweise lässt sich die Rückkehr zum Mittelwert auch über sehr kurze Zeiträume beobachten (siehe unten „*The trend is your friend...*“).

Volumen oder Qualität – spielt keine Rolle mehr

Langfristig neigen Qualitätsaktien unabhängig von ihrer Grösse zu besserer Performance. Aber Qualität (hohe und stabile Rentabilität und niedrige Verschuldung) ist heute eher bei grösseren Technologieunternehmen zu finden, die einen Status als alleinige Anbieter aller erdenklichen Produkte und Lösungen anzustreben scheinen. Von kleineren flexibleren Unternehmen nimmt man oft an, dass sie besseres Ertragspotenzial aufweisen als grössere – aber seit 2000 haben sie schon ausserordentlich zugelegt und sind nun im Vergleich zu ihren Fundamentaldaten teuer.

Geografie oder Innovation?

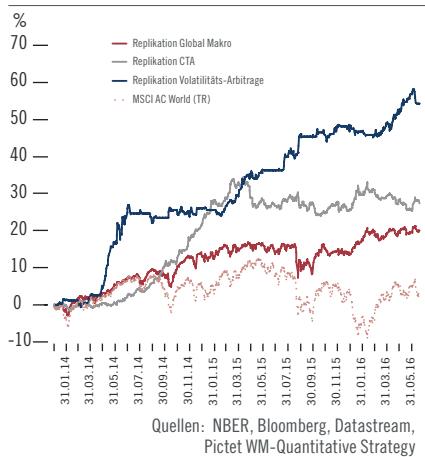
In den letzten zweihundert Jahren waren Erwartungen kräftigen Wachstums immer entweder mit den Schwellenländern (bzw. allgemeiner ausgedrückt mit geografischen Themen) oder mit Technologie (bzw. mit breiten innovationsbezogenen Themen) verbunden. Die Schwellenmärkte standen in dem Bullenmarkt von 2003–2007 an vorderster Front, seit Ende der letzten Rezession 2009 ist es die Technologie. Die Analyse vergangener Muster deutet an, dass in einem neuen Konjunkturzyklus wieder die Schwellenländer dran sind. Aber Technologie könnte weiter bis in den nächsten Zyklus hinein gut abschneiden, angesichts der neuen industriellen Revolution, die 2012 begann, mit dem Internet der Dinge, künstlicher Intelligenz und Genome Editing.

„The trend is your friend, but it will bend“

Zum Leid der „aktiven“ Manager behauptet die akademische Forschung, dass Trendfolge (oder Momentumstrategie) im Grunde die stärkste Ertragsquelle ist.¹ Hierfür wurden viele Erklärungen vorgeschlagen — eine davon ist das Karriererisiko, dem sich aktive Vermögensverwalter aussetzen, wenn sie wichtigen Anlagetrends nicht folgen.

¹ *Dissecting Anomalies*, Eugene F. Fama und Kenneth R. French, *Journal of Finance*, Bd. 63, Nr. 4, August 2008
Two Centuries of Trend Following, Y. Lempérière, C. Deremble, P. Seager, M. Potters, J. P. Bouchaud, *Capital Fund Management*, April 2014
A Century of Evidence on Trend-Following Investing, B. Hurst, Y. Ooi, L. Pedersen, AQR White Paper, September 2014
Two Centuries of Price Return Momentum, C. Geczy, M. Samonov, *Financial Analysts Journal*, in Vorbereitung

GRAFIK 2: PERFORMANCE AUSGEWÄHLTER ALTERNATIVER STRATEGIEN (IN US-DOLLAR) SEIT 2013



Ein weiterer Ansatz für die Anlagetätigkeit ist es, zu versuchen, den richtigen Zeitpunkt durch die Vorhersage von Marktwenden zu bestimmen (Market Timing). „Market Timer“ verwenden Ereignisse wie kurzfristige Marktwenden, um ein- oder auszusteigen. Ähnlich verfahren Asset-Allokatoren, die Frühindikatoren nutzen, welche vor den offiziellen Zahlen umschlagen (und so Trends vorwegnehmen, anstatt ihnen zu folgen). Diese Frühindikatoren sind Teil des Geheimrezepts einiger Global-Makro-Hedgefonds. Weil sich die Ölpreise gleitend über 12 Monate noch verdoppeln müssen, wie es oft kurz vor Rezessionen geschieht, erscheint beispielsweise einigen Fondsmanagern der Ausblick für Aktien derzeit günstiger als der für Anleihen.

In volatilen Phasen kann sowohl Trendfolge als auch Market Timing die risikoadjustierten Erträge von Mischportfolios berechnet anhand der Sharpe Ratio (Überschusserträge durch Cash, volatilitätsbereinigt) erhöhen. Dies bedeutet, dass Mischmandate trendfolgende Managed Futures (CTA), Global-Makro- und alternative Strategien umfassen sollten.

Anleger können Volatilität verkaufen – zum Beispiel über derzeit äusserst beliebte marktneutrale Aktienstrategien. Letztere gehen Long-Positionen bei Aktien ein, von denen Kursanstiege erwartet werden, und Short-Positionen bei solchen mit voraussichtlichem relativem Kursrückgang. Carry-Strategien nehmen Mittel zu niedrigen Zinsen auf und legen sie zu hohen Zinsen an, während eine andere alternative Strategie die von Private-Equity-Anlagen bezahlten Illiquiditätsprämien nutzt. Alternative Strategien wie diese können an Bullenmärkten die Erträge steigern, bei Bärenmärkten aber die Volatilität erhöhen. Solche Strategien liefen bisher gut, solange die Aktien weiter stiegen. (Wichtig: Unsere Indikatoren deuten derzeit darauf hin, dass Aktien vorerst weiter gut abschneiden dürften).

Schlussbetrachtung – Maschinen als Partner

Korrelationseffekte bewirken, dass eine Kombination von in diesem Artikel erwähnten Strategien höhere

risikoadjustierte Erträge abwerfen kann als jede für sich allein. Portfoliogewichtungen, die von ausschliesslich auf Marktkapitalisierungen beruhenden Gewichtungen abweichen, eröffnen eine ganze Reihe von Möglichkeiten, zum Beispiel durch einen Hebeleinsatz zum Aufbau einer optimalen Kombination von Anlagen mit unterschiedlichen Volatilitäten (Risikoparität).

Aber die Kombination verschiedener Ertragsquellen in einem Portfolio bedeutet die Entwicklung einer Mischform von IT-, Finanz- und Makro-Analysetechniken. Im Laufe der Jahre hat Pictet stark in diesen Bereich investiert und so eine Technologiearchitektur entwickelt, die ihr automatisch Backtests und die Ausführung jeder Kombination von Strategien erlaubt. Neben Backtesting bewirtschaften Computer bei Pictet schon einige Portfolios automatisch oder suchen unter der Anleitung von menschlichen Experten nach Mustern an Finanzmärkten (künstliche Intelligenz). Computer können (noch) nicht selbst denken. Aber es gibt bereits Hinweise, dass Computer zusammen mit menschlichen Experten neue Ertragsquellen ausmachen können, die sich ziemlich stark von jenen unterscheiden, welche derzeit die Nerven zahlreicher Anlagespezialisten strapazieren.

Verfasser | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Dong Chen, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Laureline Chatelain, Frederik Ducrozet, Dong Chen **Redaktionsteam** | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan **Redaktionsschluss:** 4. Juni 2016 **Übersetzung** | Holger Albrecht, Barbara Angerer, Juliette Blume, 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 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.

Wachstumsprognosen nach Brexit nach unten revidiert

Infolge des britischen Brexit-Entscheids haben wir unsere Wachstumsprognosen für einige Länder für 2016 und 2017 nach unten revidiert. Insbesondere für Grossbritannien liegen unsere Prognosen nun deutlich unter dem Konsens. Bemerkenswert ist die bisher kräftige Performance des Yen (zum Leidwesen von Japans Exportunternehmen) und der Schwellenländeranleihen in Lokalwährungen.

Daten in Grafiken und Tabellen auf dieser Seite per 30. Juni 2016

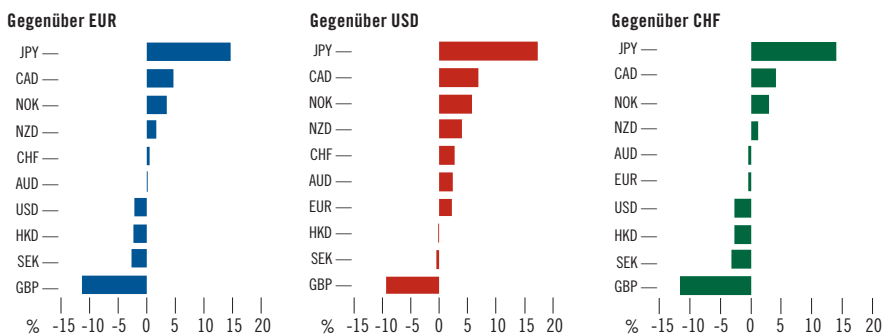
WICHTIGSTE WIRTSCHAFTSINDIKATOREN

BIP-Wachstum	Schätzungen Pictet – (Konsens*)			
	2014	2015	2016G	2017G
USA	2.4%	2.4%	1.8% (1.9%)	2.0% (2.3%)
Euro-Zone	0.9%	1.5%	1.5% (1.6%)	1.3% (1.6%)
Schweiz	1.9%	0.9%	0.9% (1.1%)	1.5% (1.5%)
Grossbritannien	2.9%	2.3%	1.3% (1.9%)	0.9% (2.1%)
Japan	-0.1%	0.6%	0.6% (0.5%)	0.5% (0.9%)
China	7.3%	6.9%	6.5% (6.4%)	6.2% (6.2%)
Brasilien	0.1%	-3.9%	-3.8% (-3.7%)	0.9% (0.7%)
Russland	0.5%	-3.3%	-1.6% (-1.3%)	1.2% (1.1%)

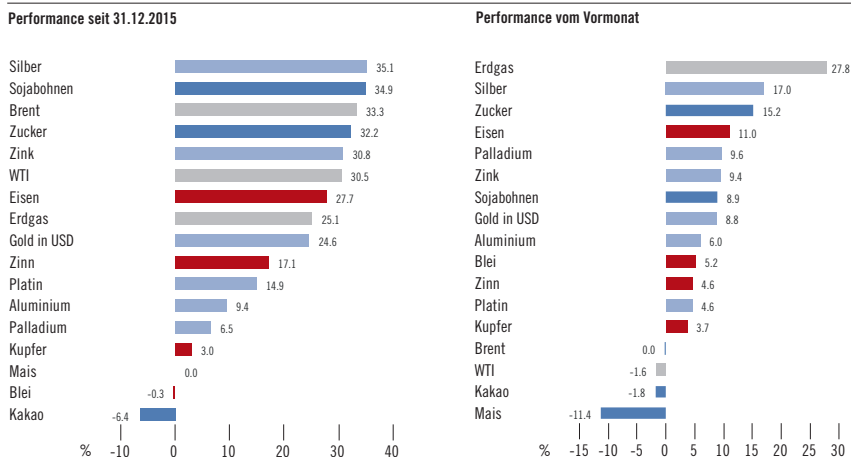
Inflation (VPI) Jahresdurchschnitt (ausser für Brasilien: Jahresende)	2014	2015	2016G	2017G
USA	1.6%	0.1%	1.4% (1.3%)	2.4% (2.3%)
Euro-Zone	0.4%	0.0%	0.1% (0.2%)	1.1% (1.3%)
Schweiz	0.0%	-1.1%	-0.5% (-0.6%)	0.3% (0.2%)
Grossbritannien	1.5%	0.0%	0.9% (0.6%)	1.9% (1.6%)
Japan	2.7%	0.8%	0.1% (-0.1%)	1.1% (0.9%)
China	2.0%	1.4%	2.2% (1.5%)	1.8% (1.7%)
Brasilien	6.3%	9.0%	8.6% (7.0%)	5.7% (5.5%)
Russland	7.8%	15.5%	8.0% (7.5%)	5.9% (5.7%)

*Quelle: Consensus Economics Inc

WECHSELKURSSCHWANKUNGEN (SEIT 31.12.2015)



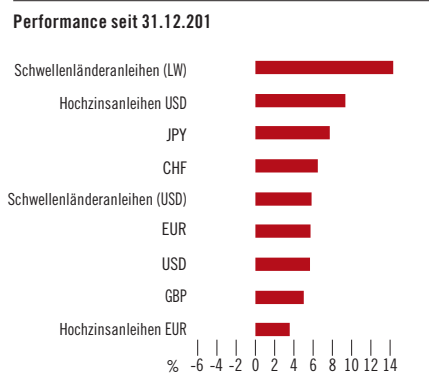
ROHSTOFFE



ZINSEN

	3 Monate	10 Jahre
USA	0.50%	1.5%
Euro-Zone	0.00%	-0.1%
Schweiz	-0.75%	-0.6%
Grossbritannien	0.5%	1.0%
Japan	0.0%	-0.2%
China	2.10% (1 Jahr)	4.8% (5 Jahre)
Brasilien	14.25%	12.1%

ANLEIHEMÄRKTE



AKTIENMÄRKTE

Performance seit 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	1.0%	-1.2%	-1.7%	11.4%
S&P 500*	3.8%	1.5%	1.1%	14.5%
MSCI Europe*	-4.6%	-6.7%	-7.2%	5.2%
Tokyo SE (Topix)*	-4.5%	-6.6%	-7.0%	5.3%
MSCI Pacific ex. Japan*	2.3%	0.1%	-0.4%	12.8%
SPI*	-2.2%	-4.3%	-4.8%	7.9%
Nasdaq	-3.3%	-5.4%	-5.9%	6.6%
MSCI Em. Markets*	6.6%	4.2%	3.7%	17.5%
Russell 2000	1.4%	-0.8%	-1.3%	11.8%

* Dividenden reinvestiert

SEKTOREN

Performance seit 31.12.2015

	USA	Europa	Welt
Industriewerte	6.4%	-4.3%	2.8%
IT	-1.3%	-10.5%	-2.2%
Grundstoffe	5.9%	1.0%	7.1%
Telekom	21.0%	-13.1%	8.1%
Gesundheit	-1.1%	-7.4%	-2.6%
Energie	13.2%	12.6%	14.4%
Versorger	21.1%	-2.2%	11.6%
Finanzwerte	-4.1%	-25.7%	-9.7%
Basiskonsumgüter	8.9%	2.5%	7.1%
Zykl. Konsumgüter	-0.6%	-16.9%	-5.7%

