

-9%

Abnahme der Einnahmen der  
grössten Investmentbanken aus  
Handelsgeschäften im Jahr 2016  
Seite 2

2,5%

Unsere Erwartung für das US-BIP-  
Wachstum im dritten Quartal gegenüber  
Vorquartal annualisiert  
Seite 4

+20,2%

Zunahme der Infrastrukturinvestitionen  
in China im August gegenüber dem  
Vorjahr  
Seite 5

+1,7%

Anstieg (in USD) des MSCI Asia  
(ex Japan) Index im September  
Seite 7

240%

Verschuldung Japans in Prozent des BIP  
Seite 9

1,7%

Unsere Prognose der Renditen  
für 10-jährige US-Staatsanleihen  
zum Jahresende  
Seite 10

579 Tonnen

Nachfrage nach goldbesicherten ETFs im  
ersten Halbjahr 2016  
Seite 11

USD 275 Mrd.

Programm für Infrastrukturausgaben  
über fünf Jahre, das Hillary Clinton  
vorschlägt  
Seite 12

Im Vorfeld der US-Wahlen sind Märkte weiter  
Spielball von Verzerrungen durch Regulierung  
und Zentralbanken

*Oktober 2016*

# Perspektiven

# Regulatorische Änderungen führen zu Marktverwerfungen



Cesar Perez Ruiz,  
Chief Investment Officer

Änderungen der Regulierung machen Banken sicherer, aber sie lösen auch Verwerfungen aus – insgesamt werden dadurch die Finanzmärkte wohl weniger sicher. Seit der Finanzkrise von 2008–2009 werden Banken wesentlich strenger reguliert – insbesondere die Volcker-Regel verbietet Banken gewisse Arten des Eigenhandels und neue Anforderungen wie jene von Basel III verlangen von den Banken, mehr Kapital zu halten. Daher haben die Banken ihre Handelstätigkeit reduziert. Die Einnahmen aus dem Handel mit Festverzinslichen, Währungen und Rohstoffen nahmen 2015 bei den 12 grössten Investmentbanken der Welt um 9% ab und sanken auf USD 70 Mrd. Fünf Jahre davor waren es noch USD 109 Mrd.<sup>1</sup>

Eine wichtige bevorstehende Änderung, die sich heute schon auf die Märkte auswirkt, ist die Reform der Regulierung für US-Geldmarktfonds durch die US-Börsenaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC). Dieser USD 2,7 Bio. schwere Markt ist eine wichtige Quelle für die Dollar-Finanzierung. Die Reform soll am 14. Oktober in Kraft treten und den Sektor gegen Schocks wie nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers schützen. Damit nähern sich die USA mit ihren Regeln für Geldmarktfonds jenen Europas an.

Erstens müssen so genannte „Prime Funds“ (die in eine Reihe von Anlagen investieren) nun Nettoinventarwerte (NIW) auf Basis des aktuellen Werts ihrer Anlagen veröffentlichen. Mit anderen Worten werden die Preise je nach Marktbedingungen schwanken, können jetzt also fallen oder steigen.

Zweitens können Fonds nun so genannte Gates (Rücknahmegrenzen) vorsehen: Genau gesagt können Rücknahmegebühren erhoben werden, wenn die Fondsanlagen unter gewisse Schwellen rutschen. Die Fonds können auch 10 Tage lang Rücknahmen aussetzen, wenn Schwellen überschritten werden.

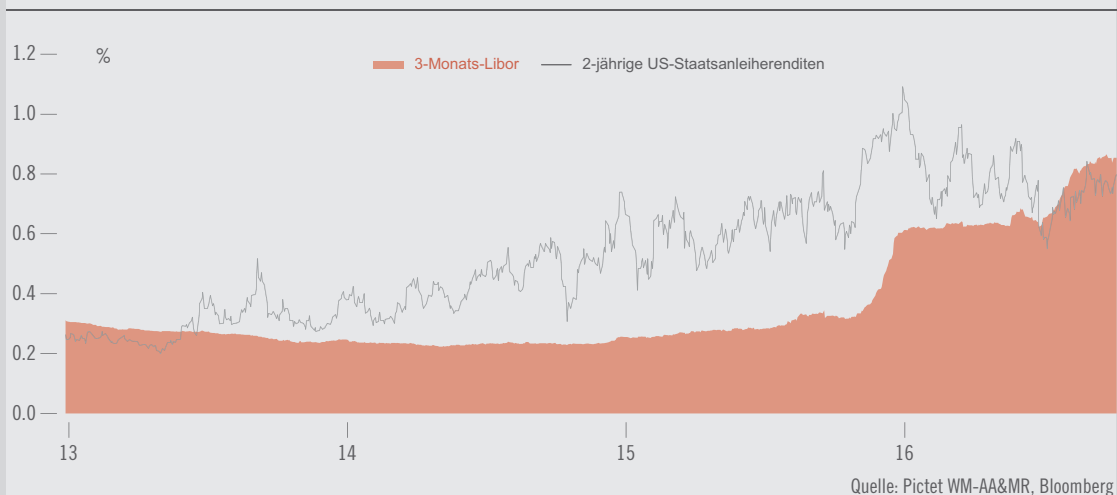
Die Anleger wechseln daher von Prime Funds zu Staatsanleihenfonds (die nur Staatsanleihen halten), um die höheren Risiken für Anlagen in Prime Funds wegen der neuen Regulierung zu vermeiden. Wenn der 3-Monats-Libor 85 Basispunkte abwirft, müssen sie für einen entsprechenden Ertrag bei Staatsanleihen zu 2,5 Jahren Laufzeit wechseln, und vom 6-Monats-Libor zu 5-jährigen Treasuries.

Mehr als USD 700 Mrd. wurden bereits von Prime- zu Staatsanleihenfonds verschoben. Im März überstiegen erstmals Anlagen in Staatsanleihenfonds jene in Prime Funds. Diese Gelder dürften kaum zurückwechseln, solange sich die Renditeaufschläge nicht wesentlich ändern, sodass die von den Prime Funds gebotene Mehrrendite ausreicht, um die durch die neuen Regeln geschaffenen Nachteile auszugleichen.

Diese Änderung bewirkt eine Verwerfung zwischen Libor und kurzfristigen Treasury-Renditen – die Libor-Sätze steigen über die 2-jährigen Treasury-Renditen,

<sup>1</sup> <http://www.reuters.com/article/us-banks-investment-trading-idUSKCN0VV007>

### 3-MONATS-LIBOR UND 2-JÄHRIGE US-STAATSANLEIHERENDITEN



was ungewöhnlich ist. Zunächst wurde dies von den Märkten als Anzeichen einer Zunahme der allgemeinen Risikoaversion gedeutet, aber es scheint vielmehr eine technische Frage zu sein.

Ein Ergebnis sind angespanntere Finanzmarktkonditionen. Das Fed wird diese genau im Auge behalten. Die Zinsen für kurzfristige Anleihen von Banken, Unternehmen und Lokalverwaltungen sind gestiegen. Dies ist ein Argument für die Fed, die Zinsen nicht aggressiv zu erhöhen, denn die Finanzbedingungen straffen sich bereits, und dies entspricht unserer Einschätzung, dass die Fed-Zinsen nur schrittweise steigen werden (wir erwarten weiterhin 25 Bp im Dezember und danach noch zwei solche Schritte 2017).

Ein weiteres Ergebnis dürfte eine verbesserte Rentabilität der Banken sein, denn Banken können die Versteilung der Renditekurve nutzen – eine relativ flache Renditekurve war in der Tat eine erhebliche Belastung für Bankaktien. Dieser Faktor unterstützt auch unsere Präferenz für US-Bankaktien gegenüber europäischen – genauso wie die allgemein grösseren Schwierigkeiten europäischer Banken, darunter das Niedrigzinsumfeld und schwächere Bilanzen.


Interessanter für uns ist aber, dass die Veränderungen auch eine Anlagechance bieten könnten. Unsere US-Staatsanleihepositionen hatten wir bereits verringert, und wir prüfen nun auch Möglichkeiten, um diese Änderung der Regulierung von Geldmarktfonds über Anlagen mit Libor-Bezug zu nutzen. Der Kauf von Libor-Instrumenten würde es uns erlauben, das Durationsrisiko teilweise umzuschichten.

In einer Welt mit höherer Korrelation unter Anlagekategorien und auch strengerer Regulierung wird es sogar noch wichtiger, Ineffizienzen zu nutzen, die unseres Erachtens an den Märkten bestehen. Wir müssen in unserem Ansatz diszipliniert bleiben, versuchen aber auch diese Verwerfungen zu nutzen.

# Auseinanderlaufende Notenbankpolitik muss beobachtet werden

Die Widerstandsfähigkeit der Euro-Zone drei Monate nach der Brexit-Abstimmung und eine sich bessernde Dynamik in China sind erfreulich, aber die Divergenz bei der Geldpolitik der Notenbanken wird allmählich zum Problem.

*Christophe Donay, Bernard Lambert, Frederik Ducrozet, Dong Chen und Nadia Gharbi*

 Die Notenbanken gelten entweder als Retter vor Deflation und flauem Wachstum (oder schlimmer) oder zunehmend als Verursacher von Anlagepreisblasen durch aggressive Massnahmen. Sie bleiben also im Zentrum der Aufmerksamkeit, reagieren allerdings immer unterschiedlicher auf ihre Herausforderungen.

Im September fanden geldpolitische Sitzungen bei der US Federal Reserve, der Europäischen Zentralbank, der Bank of England und der Bank of Japan statt. Diesmal beließ die Fed ihre Politik unverändert. Allerdings rechnen wir damit, dass sie die Zinsen im Dezember um einen Viertelpunkt anhebt. Angesichts der vergleichsweise geringen Wachstums- und Inflationserwartungen revidierte die Fed bemerkenswerterweise ihre mittleren Zinsprognosen aber nach unten. Der britischen Wirtschaft erging es nach dem Brexit-Referendum besser als erwartet. 2017 droht jedoch eine starke Verlangsamung infolge enormer Investitionskürzungen. Daher beließ die BoE ihren Zinssatz zwar unverändert, deutete aber eine erneute Senkung zum Jahresende an. Die Euro-Zone scheint den Brexit-Sturm gut überstanden zu haben. Aber wie die BoE dürfte auch die EZB bald tätig werden, um die Inflationserwartungen anzuheben und einer möglichen Verknappung von Staatsanleihen für ihre Anlagenkäufe vorzubeugen.

Aber die EZB wird ihre Politik wohl kaum so radikal ändern wie die BoJ im September. Anstatt die Zinsen weiter zu senken oder ihr Anlagenkaufprogramm um eine bestimmte Summe auszuweiten, kündigte die BoJ an, sie wolle 10-jährige japanische Staatsanleiherenditen auf null setzen, bis die Inflation klar über 2% liegt. Unseres Erachtens ist diese Massnahme das Eingeständnis, dass das bestehende System der quantitativen Lockerung der BoJ an erste Grenzen gestossen ist. Indem sie sich auf eine Art Anlagenpreisziel zubewegte, begann die BoJ mit einer Geldpolitik neuen Stils, eine die dem Ansatz der Bank möglicherweise zusätzliche Flexibilität verleiht, indem sie über den vorherigen inflationsorientierten Rahmen hinweg sieht und ihren Fokus stärker auf Wachstumsbeschleunigung legt. Wird das gelingen? Viel hängt von der Unterstützung durch eine aggressivere Fiskalpolitik ab. Aber nach so vielen Änderungen ihrer Geldpolitik steht ihre Glaubwürdigkeit auf dem Spiel wie nie zuvor. Falls der Markt das Nullrenditeziel der BoJ für unglaubwürdig hält, wird es wohl getestet.

Allgemeiner ausgedrückt sind die BoJ-Massnahmen typisch für eine Geldpolitik, die desynchronisierter, weniger homogen und weniger kooperativ geworden sind.

### USA: Fed straff für 2016, locker für 2017

Nach den schwachen BIP-Zahlen vom 2. Quartal (+1,2% zum Vorquartal annualisiert) dürfte das US-Wachstum im 3. Quartal bei einem besseren Tempo des Lageraufbaus und angesichts

schnell steigender Zahlen von aktiven Ölbohrtürmen und lockerer Finanzbedingungen anziehen. Der Stellenaufbau war zwar im Juli/August ziemlich robust, aber die ISM-Indizes für das produzierende und das nichtproduzierende Gewerbe fielen im August klar, und der Einzelhandelsumsatz war überraschend schwach. Nichtsdestoweniger erwarten wir weiterhin eine BIP-Wachstumserholung im 3. und 4. Quartal auf 2,5% bzw. 2,0%. Unsere BIP-Wachstumsprognosen bleiben unverändert bei 1,5% für 2016 und 2,0% für 2017.

Der Offenmarktausschuss der Fed (FOMC) blieb im September beim Status quo, schien jedoch uneins und zögerlich. Er schlug aber zumindest für Kurzfristzinsen einen aggressiveren Ton an. Die Fed-Strategen fügten in ihren Kommentar wieder einen Satz ein, wonach die Risiken in etwa ausgewogen seien, und sagten, die Argumente für eine Erhöhung der Fed hätten sich verstärkt. Immerhin stimmten drei FOMC-Mitglieder für eine sofortige Anhebung. Dies war das erste Mal in fünf Jahren, dass drei Abweichler den gleichen Grund angegeben haben. Ausserdem erwarten weiterhin 14 von 17 FOMC-Mitgliedern (82%) einen oder mehr Zinsschritte vor Jahresende. Die Fed bleibt eindeutig bei ihrer Straffungs-

---

**„Nach so vielen Änderungen ihrer Geldpolitik steht die Glaubwürdigkeit der BoJ auf dem Spiel wie nie zuvor.“**

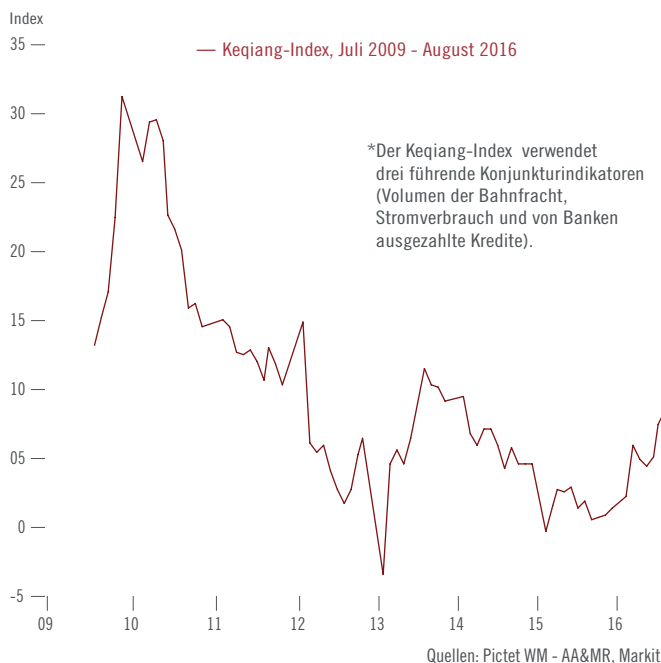
---

orientierung und unseres Erachtens ist es sehr unwahrscheinlich, dass im Dezember nicht erhöht wird. Am wahrscheinlichsten ist daher, dass der FOMC die Zinsen im Dezember um einen Viertelpunkt anheben wird. Auf mittlere Sicht klingt die Fed jedoch eher zurückhaltend. Wieder einmal wurde der voraussichtliche Entwicklungspfad der Fed Funds Rate abwärts revidiert, auch für die längerfristige Terminal Rate. Die Fed rechnet nun 2017 nur noch mit zwei Erhöhungen (im Juni waren es noch drei), was mit unserem unveränderten Szenario für 2017 übereinstimmt.

### Euro-Zone: Fokus wieder auf Politik

Die jüngsten Frühindikatoren der Euro-Zone spiegeln drei Monate nach dem Brexit-Referendum weiter die Widerstandsfähigkeit der Region wider. Es gibt kaum Anzeichen für eine baldige Wende der Inlandsnachfrage, die Hauptwachstumsmotor bleibt, obwohl jüngste Daten wie Kreditströme darauf hinweisen, dass das Expansionstempo etwas verflachen dürfte. Dies liesse sich durch besseren Aussenhandel vielleicht über eine stärkere Nachfrage aus den USA und China ausgleichen, wie einige Frühindikatoren erwarten lassen. Daher bleiben wir für die Euro-Zone unverändert bei einer BIP-Wachstumsprognose von 1,5% für 2016 und 1,3% für 2017, bei weitgehend ausgeglichenem Aufwärts- und Abwärtsrisiko.

## LAUT KEQIANG-INDEX\* ERHOLT SICH CHINAS WIRTSCHAFTSTÄTIGKEIT



In den kommenden Monaten wird der Fokus wieder auf der Politik liegen. Das Verfassungsreferendum in Italien (am 4. Dezember) dürfte dieses Jahr das letzte grosse politische Ereignis in Europa sein. Die Abstimmung erhält hohe Aufmerksamkeit, v.a. weil Premier Matteo Renzi sagt, er werde zurücktreten, wenn das Referendum abgelehnt wird. Bisher deuten die Umfrageergebnisse auf einen knappen Ausgang hin. Aber selbst wenn das Nein siegt, scheinen vorgezogene Wahlen unwahrscheinlich.

Währenddessen bleibt die Inflation in der Euro-Zone trotz eines kleinen positiven Basiseffekts dank der Energiepreise verhalten. Letztere könnten in den kommenden Monaten indes zulegen. Die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) bleibt schwach und den meisten zugrundeliegenden Preisindikatoren fehlt es an Aufwärtsdynamik. Daher glauben wir nach wie vor, dass die Europäische Zentralbank gezwungen sein wird, ihre Anlagekäufe über ihre bisherige Frist von März 2017 hinaus auszuweiten, und dass sie auf ihrer geldpolitischen Dezember-Sitzung zur Bekämpfung der Anleihenknappheit eine Reihe technischer Änderungen ankündigen wird.

### China: kurzfristige Aufwärts-Überraschungen möglich, aber mittelfristige Einschätzung unverändert

Nach einem schwachen Start in die zweite Jahreshälfte wiesen jüngste Makrodaten aus China eine steigende Konjunkturdynamik aus, allen voran eine Erholung der Anlageinvestitionen in den Sektoren für Immobilien und Infrastrukturen.

Das Jahreswachstum dieser Anlageformen erreichte im August mit 8,2% seinen höchsten Stand seit April 2016 (Vormonat: 3,9%). Das Jahreswachstum der Infrastruktur-investitionen stieg auf 20,2%, von 16,4% im Vormonat, und das Wachstum bei Immobilieninvestitionen kletterte von 1,4% auf 6,2%.

Die steigenden Anlageinvestitionen bewirkten eine klare Erholung bei verschiedenen Indikatoren wie Stromerzeugung und Bahnfracht, während in den letzten Monaten auch die Nachfrage nach Industrierohstoffen anzog. Nach Volumen importierte China im August gegenüber Vorjahr 23,5% mehr Öl (Durchschnitt Mai – Juli: 14,6%) und 18,3% mehr Eisenerz (Durchschnitt Mai – Juli: 11,3%). Mit der steigenden Nachfrage zogen die Preise verschiedener Industrierohstoffe in China in den letzten zwei Monaten kräftig an.

Unseres Erachtens ergab sich Chinas jüngste über Erwarten hohe Wirtschaftsleistung aus folgenden Gründen: 1) Wiederaufbau nach schweren Überschwemmungen in weiten Teilen Südchinas im Sommer; 2) starke fiskalische Unterstützung der Regierung für Infrastrukturprojekte; und 3) Immobilienboom, der nicht nur die grössten Städte (erste Kategorie) betraf. Auch eine allmähliche Erholung der Weltnachfrage könnte Chinas verarbeitendem Gewerbe durch stärkere Exporte geholfen haben. Weitere Belege deuten auf ein zunehmende Dynamik hin, und wir halten es für äusserst wahrscheinlich, dass Chinas Wirtschaft in den nächsten drei bis sechs Monaten positiv überraschen wird, mit einem BIP-Wachstum von mehr als 6,5% im zweiten Halbjahr 2016.

Unser mittelfristiger Ausblick für Chinas Wirtschaft bleibt weitgehend unverändert. Wir erwarten im nächsten Jahr ein langsames Wachstum, wenn die Anlageinvestitionen wieder zurückgehen. Unseres Erachtens wird der jüngste Immobilienpreisanstieg in ganz China nicht durch Marktfundamentaldaten unterstützt und hat unter chinesischen Entscheidungsträgern ernste Fragen aufgeworfen. Daher werden in mehreren grossen Städten wieder Beschränkungen beim Immobilienerwerb eingeführt, die erst vor einem Jahr abgeschafft wurden. Da sich der Immobilienmarkt verlangsamt und die Regierung an den Reformen zur Verringerung der Überkapazitäten in der Industrie festhält, rechnen wir damit, dass Chinas Wachstum 2017 auf 6,2% sinkt.

# Volatilitätsspitzen erfordern Wachsamkeit der Anleger

In den kommenden Wochen dürften die Unternehmensresultate für das dritte Quartal, Zentralbankentscheidungen und Ölpreistrends die Richtung für die meisten Anlagekategorien bestimmen.

*Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet und Alexandre Tavazzi*

**FINANZMÄRKTE**

Performance in % der Finanzindizes in Lokalwährung. Daten bis zum 30.9.2016

	Index	Seit 31.12.2015	September 2016
Aktien USA*	USD S&P 500	7.8%	0.0%
Aktien Europa*	EUR Stoxx Europe 600	-3.3%	-0.1%
Aktien Schwellenländer*	USD MSCI Emerging Markets	16.4%	1.3%
US-Staatsanleihen*	USD ML Treasury Master	5.3%	-0.2%
US-Investment-Grade-Anleihen*	USD ML Corp Master	9.1%	-0.3%
US-Hochzinsanleihen*	USD ML US High Yield Master II	15.3%	0.6%
Hedgefonds	USD Credit Suisse Tremont Index Global**	0.0%	0.5%
Rohstoffe	USD Reuters Commodities Index	5.8%	3.4%
Gold	USD Gold Troy Ounce	24.0%	0.5%

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

\* Dividenden/Coupons reinvestiert\*\* Ende August 2016

**R**iskante Anlagen halten trotz wenig vorhersehbarer Entwicklungen in Politik und bei den Zentralbanken ihren Kurs.

Trotz einiger kurzfristiger Kursschwächen wurden riskante Anlagen im September insgesamt wenig vom Marktgeschehen beeinträchtigt. Die Ruhe der Sommermonate hielt noch etwas an. Aber Ruhe am Markt darf nicht zu Sorglosigkeit verführen. Es gibt nämlich mehrere Gründe, weshalb Anleger in den kommenden Wochen und Monaten wachsam bleiben sollten. Die fehlende Koordination zwischen den grossen Notenbanken bleibt ein wichtiger Faktor. Die Bank of Japan (BoJ), die Europäische Zentralbank (EZB) und die US Federal Reserve (Fed) unterscheiden sich nun klar in ihrem geldpolitischen Stil: Letztere steht vor Zinserhöhungen, die EZB setzt ihre Strategie der quantitativen Lockerung fort und die BoJ beginnt gerade mit einer Kontrolle der Renditekurve. Diese Divergenz der Notenbankpolitik erschwert es, ihre Richtung und Gesamtwirkung einzuschätzen, was für die Märkte „Blindflug“ bedeutet. Die Politik ist eine weitere Quelle für Volatilität, mit Präsidentschafts- und Kongresswahlen

in den USA Anfang November, einer instabilen Regierung in Spanien und einem Verfassungsreferendum in Italien am 4. Dezember.

Aktien scheinen aber im Moment doch vergleichsweise attraktiv. Die aktuellen Bewertungen sind auf den ersten Blick relativ hoch, lassen sich aber auf Basis der Gewinnprognosen gut rechtfertigen. Bei einem soliden, wenn auch wenig spektakulären US-Wachstum erhält die Fed ein gutes Mass an Glaubwürdigkeit von den Anlegern, was erklärt, warum wir uns relativ wohl mit Long-Positionen bei US-Anlagen fühlen. Aber Fragezeichen hinter der Notenbankglaubwürdigkeit und Grenzen ihrer Massnahmen tauchen in Europa und Japan auf. Wir sind daher zunehmend wachsam, weil die geldpolitischen Markterwartungen enttäuscht werden könnten. Ausserdem sind auch die Probleme im europäischen Bankensektor ungelöst. Die hohen Niveaus fauler Kredite im italienischen Bankensystem sind bekannt, aber in den letzten Wochen gerieten auch Kapitalprobleme der ehemals so mächtigen Deutschen Bank in die Schlagzeilen.

Zwar bietet sich hier die Gelegenheit für Optionshandel, aber der drohende Volatilitätsanstieg – sei es wegen

Marktfaktoren, Politik oder fehlender Notenbankvisibilität – spricht für eine breite Diversifizierung des Aktienexposures. Trotz niedriger Renditen erklären gerade diese Faktoren, warum wir zum Portfolioschutz weiterhin Kernstaatsanleihen halten. Die fehlende Visibilität hat auch Folgen für die Märkte für Unternehmensanleihen, die bisher von Anleihenkäufen durch die Zentralbanken sowie von der guten Performance von Bankanleihen profitierten.

**Aktien: wichtige Gewinnberichte für das 3. Quartal**

In den letzten zwei Quartalen übertrafen die in den USA und Europa veröffentlichten Gewinne die Erwartungen. Im Rückblick markierte das 1. Quartal die Talsohle bei Gewinnenttäuschungen. Das Quartal fiel auch mit der Talsohle bei Industriemetall- und Energiepreisen zusammen. Der Bloomberg Industrial Metals Index stieg seit dem Januartief um 20%, die Ölpreise um mehr als 80%. Diese Verbesserungen stehen im Zentrum der starken Performance, die dieses Jahr bisher vom MSCI EM Index (+13,7% in USD per Ende September), dem MSCI US Energy Index (+15%) und dem MSCI Europe Materials Index (+14%) verzeichnet wurde. Sektoren, deren Gewinnwachstum 2014, 2015 und 2016 (zusammen mit Finanzwerten) am stärksten enttäuschte, haben nun begonnen, positive Revisionen zu verzeichnen.

Die bevorstehenden Gewinnberichte werden wichtig sein, denn die Anleger beginnen nun 2017 einzubeziehen. Wie schon mehrfach in diesen Seiten erwähnt, bewegen sich die Bewertungen derzeit in ihrem oberen historischen Schwankungsbereich. Jegliche

Gewinnwachstumsbeschleunigung könnte einen Anstieg der Aktienmärkte bedeuten. In Europa erreichte die 12-monatige EBIT-Marge jüngst einen Boden bei 10% und steht nun bei 11%. In den USA erholten sich die EBIT-Margen von 14,8% im Februar auf aktuell rund 15,2%. Amerikanische und europäische Unternehmen können daher mit dem gleichen Umsatz mehr Gewinne erzeugen. Die Anleger dürften die anstehenden Zahlen vom 3. Quartal genau analysieren, um eine Bestätigung dieses Trends zu erhalten. Falls dies geschieht, dürfte sich das Aufwärtspotenzial der Aktienmärkte erhöhen.

### **Geringe Volatilität ist gut für riskante Anlagen**

Trotz gewisser Volatilitätsschwankungen im September bleibt der Handel, wie von unseren Modellen ausgewiesen, in einem Regime geringer Volatilität. Per Ende September stand der VIX bei 14 und der VSTOXX bei 20, trotz des jüngsten Drucks auf der Deutschen Bank. Auf riskante Vermögenswerte wirkte sich dieses Umfeld im September günstig aus, insbesondere auf Aktien. Schwellenländeraktien verzeichneten ihre höchsten Monatserträge (der MSCI Asia (ex Japan) warf +1,7% in USD und der MSCI Eastern Europe +1,5% ab). Unseres Erachtens könnte dieses Umfeld bis zum Jahresende bestehen bleiben. Die Standardkorrelation zwischen Industrieländeraktien und 10-jährigen Staatsanleihen blieb im September weitgehend negativ. Die Korrelation zwischen dem S&P 500 und dem Stoxx Europe 600 nahm leicht ab, zwischen 10-jährigen US Treasuries und 10-jährigen deutschen Bundesanleihen nahm sie dagegen leicht zu.

### **BoJ unterstützt Aktien**

Auf ihrer September-Sitzung beschloss die Bank of Japan (BoJ), den Einlagesatz nicht weiter zu senken. Damit unterstützte sie Japans Banken, die am Monatsende unweit ihrer Schwankungsobergrenze seit Januar gehandelt wurden. Auslandsanleger stossen japanische Aktien weiter ab, aber die BoJ hat diesen Trend mit ihren ETF-Käufen von USD 30 Mrd. pro Jahr mehr als ausgeglichen. Im September änderte die BoJ ihr Kaufprogramm, um die Verzerrungen bei teuer notierenden Aktien zu begrenzen. Fortan wird sie etwa 70% der Käufe mit TOPIX ETFs tätigen. Die Korrelation zwischen dem TOPIX und dem JPY/USD-Wechselkurs ist seit Juli rückläufig. Im September erzielte der TOPIX trotz einer leichten Yen-Festigung von 1% ein Plus von 0,3% in Lokalwährung. Der kurzfristige positive Trend japanischer Aktien kann sich fortsetzen, aber die Gewinne sind auf längere Sicht entscheidend. Die Abwärtsrevisionen für Gewinne sind vorerst zurückgegangen, aber die für 2017 erwarteten 9,3% hängen von einem schwächeren Yen ab.

### **Politik mit Folgen für die Währungen**

Eine Reihe politischer Ereignisse dürfte in den kommenden Monaten die Devisenmärkte beeinflussen. US-Wahlen dürften sich verhalten, aber positiv auf den USD auswirken, da beide Kandidaten für eine Art von expansiver Haushaltspolitik eintreten. In Grossbritannien werden wohl politische Ungewissheiten über die Brexit-Verhandlungen mit der Europäischen Union den Wachstumsausblick und somit das GBP belasten. In der Euro-Zone könnte das Verfassungsreferendum in

Italien Anfang Dezember zu einer politischen Krise führen und den Euro schwächen.

Die Bank of Japan schliesslich versucht die Inflationserwartungen zu heben, um die Realzinssätze zu senken. Diese Aufgabe wird für die BoJ im Alleingang zu einer Herausforderung. Eine stärkere Koordination der Haushalts- und Geldpolitik und/oder mutigere Steuerreformen werden in Japan nötig sein, um die Realzinsen nennenswert zu senken und so den Yen unattraktiv zu machen.

### **Kaum Details zur Ölförderbeschränkung**

Auf einem informellen Treffen in Algier vereinbarte die OPEC Ende September eine Drosselung der Ölförderung auf 32,5-33,0 Millionen Barrel pro Tag. Die Details und Förderquoten pro Land werden zwar erst Ende November auf einer offiziellen OPEC-Sitzung in Wien festgelegt, aber die Vereinbarung von Algier ist kurzfristig positiv für die Ölförderer und dürfte den Boden für Ölpreise festigen. Auf längere Sicht ebnet die Vereinbarung den Weg für eine Erholung der Schieferölproduktion in den USA. Dies deutet auf ein Aufwärtspotenzial beim Ausblick für die globale Ölversorgung hin.

### Staatsschulden: Schwellenländer stehen besser da

In den Industrieländern stieg die Staatsverschuldung in der Finanz- und Staatsschuldenkrise laut Internationalem Währungsfonds (IWF) schlagartig an: von 53% des BIP 2007 auf fast 80% Ende 2012. Seither gab es in einigen reichen Ländern zwar Anzeichen für eine Stabilisierung, aber jüngst kletterten die Staatsschuldenniveaus in grossen rohstoffabhängigen Ländern (indes meist ausgehend von niedrigen Niveaus), weil Regierungen versuchen, Lücken zu füllen, die Rohstoffpreisverfälle wie bei Öl gerissen haben.

### 71%

Der Vertrag von Maastricht von 1992 verpflichtete die zukünftigen Euro-Zonen-Mitglieder zu solider Haushaltspolitik mit einer Begrenzung der Schulden auf 60% des BIP und einem jährlichen Defizit von höchstens 3% des BIP. Aber **keine der beiden wichtigsten Volkswirtschaften der Euro-Zone, Frankreich und Deutschland, kommen der Erfüllung des Kriteriums Verschuldungsgrad nahe.** In Deutschland erreichte er Ende des ersten Quartals 71%<sup>6</sup>.

### 106%

Die US-Brutto-Staatsschulden erreichten Ende 2015 laut IWF 106% des BIP<sup>2</sup>. **Diese Zahl war während der Finanzkrise 2008-2010 schnell gestiegen. Zum Vergleich betragen die US-Staatsschulden im Jahr 1974 nur 34% des BIP.**

### 69,5%

**Während Brasiliens wirtschaftliche und politische Probleme zunahmen, wuchs auch seine Staatsverschuldung.** In den ersten vier Jahren dieses Jahrzehnts konnten sie noch bei etwas mehr als 50% des BIP gehalten werden. Eine grosse Haushaltslücke bewirkte jedoch, dass die Bruttostaatsschulden zum BIP seit 2014 zunehmen. Im Juli 2016 erreichten sie 69,5%<sup>9</sup>.

### 17%

Botsuana gilt schon lange als eines der erfolgreicherer Länder südlich der Sahara. **Moody's bestätigte im September erneut sein Emittenten-Rating von A2 und seinen stabilen Ausblick. Die Agentur verwies dabei auf „seine grossen Haushaltsreserven und sehr niedrige Verschuldung“.** Der Staatsverschuldungsgrad des mit Diamanten gesegneten Botsuana liegt bei 17%<sup>11</sup>.

<sup>1</sup> „When Should Public Debt Be Reduced“, IWF-Diskussionspapier, Juni 2015 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1510.pdf>

<sup>2</sup> Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, April 2016, S. 180 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>

<sup>3</sup> Eurostat, 22. Juli 2016 <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7573561/2-22072016-AP-EN.pdf/16cdaec5-3f1c-4cab-a8cf-954b917e04a9>

<sup>4</sup> Fitch Ratings, 13. Juni 2016 <https://www.fitchratings.com/site/pr/1005944>

<sup>5</sup> Eurostat, Öffentlicher Bruttoschuldenstand pro Mitgliedstaat, September 2016 <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina230&plugin=1>





**135%**

Mit 135% des BIP war Italiens Staatsverschuldung in der Euro-Zone Ende des ersten Quartals die zweithöchste nach jener Griechenlands. **Italiens Verschuldungsgrad übertraf damit die 133% von Ende 2015<sup>6</sup>, bei denen Brüssel der Regierung zusätzliche Flexibilität für Ausgaben einräumte, um eine lang stagnierende Wirtschaft wieder anzukurbeln.**

**45%**

Chinas Brutto-Staatsverschuldungsgrad hat in den letzten Jahren zugenommen, belief sich aber im ersten Quartal 2016 immer noch auf überschaubare 45%<sup>7</sup>. Allerdings erfasst diese Zahl grosse **Volumen der Schulden von Lokalverwaltungen nicht, die als Unternehmenskredite gelten.** Die Zunahme von Chinas „insgesamt ausstehendem Kredit“ erregt inzwischen Besorgnis, nachdem er von 148% des BIP Ende 2007 auf etwa 255% per Ende des ersten Quartals gewachsen ist<sup>8</sup>.

**240%**

Laut IWF ist Japan das weltweit höchst verschuldete Land mit Bruttoschulden von mehr als 240% des BIP. Die Ratingagentur Fitch senkte Japans Kreditrating im April und dann im Juni den Ausblick für dieses Rating von stabil auf negativ, weil befürchtet wurde, dass der Verschuldungsgrad des Landes über 247% steigt, während die Agentur diesen Spitzenwert erst für 2020 erwartete<sup>4</sup>.

**14,7%**

Saudi-Arabien verfügt immer noch über enorme Finanzressourcen, aber sie wachsen nicht mehr weiter. Der Ölpreisverfall vom letzten Jahr fordert nach wie vor seinen Tribut. Da die Behörden mehr ausgeben müssen, um die Wirtschaft anzukurbeln, rechnet die Ratingagentur Fitch damit, dass Saudi-Arabiens Verschuldungsgrad dieses Jahr auf 14,7% ansteigt. 2014 stand er noch bei 1,6%<sup>10</sup>.

**176%**

Griechenlands ohnehin schon enorme Staatsschulden stiegen weiter auf 176% des BIP im ersten Quartal 2016. Im Vorjahr waren es 170,5%<sup>5</sup>. **Trotz des Vorzugszinssatzes, den seine europäischen Geldgeber ihm gewähren, wurde in weiten Kreisen zu einem Schuldennachlass für Griechenland aufgerufen, Deutschland allerdings sträubt sich.**

<sup>6</sup> Eurostat, 22. Juli 2016 <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7573561/2-22072016-AP-EN.pdf/16cdaec5-3f1c-4cab-a8cf-954b917e04a9>

<sup>7</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 16. September 2016 <http://stats.bis.org/stat/srs/table/f3.1>

<sup>8</sup> Ibid. [http://www.bis.org/statistics/tables\\_f.pdf](http://www.bis.org/statistics/tables_f.pdf)

<sup>9</sup> Banco Central do Brasil, 14. September 2016 <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/busca/gross%20government%20debt%20GDP>

<sup>10</sup> Fitch Ratings, 1. September 2016 <https://www.fitchratings.com/site/pr/1011101>

<sup>11</sup> Moody's Investor Service, 13. September 2016 [https://www.moody.com/research/Moodys-Botswanas-rating-balances-large-fiscal-reserves-and-low-debt--PR\\_354994](https://www.moody.com/research/Moodys-Botswanas-rating-balances-large-fiscal-reserves-and-low-debt--PR_354994)

## Altweibersommer für riskante Anlagen

Aktienmärkte verzeichneten im September wieder eine positive Performance, während Hedgefonds das dritte Quartal ebenfalls positiv beendeten. Trotz der radikalen Massnahme der Bank of Japan bleibt die Yen-Stärke ein Problem für japanische Risikoanlagen und die kurzfristige Aussicht für Goldpreise ist ungewiss.

### Aktien

#### Weiter glänzende Ergebnisse

*Positive Erträge für Schwellenländer und Asien.*

Nach einem starken August war die Aktienmarktpformance im September erneut positiv. Der Gesamtertrag des MSCI World belief sich auf 0,6% (in USD). Der grösste Beitrag zur Aktienperformance kam aus Japan, wobei der Topix einen Gesamtertrag von 1,3% (auch in USD) verzeichnete. In ihrer letzten Sitzung beschloss die Bank of Japan, ihre Leitzinsen unverändert zu lassen, was dem Bankensektor eine Erholung ermöglichte. In den USA blieb der S&P500 unverändert, während der Stoxx 600 um 0,1% nachgab. Die Schwellenmärkte setzten ihre positive Performance vom August fort. Der MSCI EM verzeichnete einen Gesamtertrag von 1,3% in USD, unterstützt von einem Ertrag in Höhe von 1,7% in Asien ohne Japan und von 1,5% in europäischen Schwellenmärkten. Die Erholung bei weltweiten Rohstoffen und der jüngste Anstieg der Ölpreise (unterstützt durch eine OPEC-Fördervereinbarung) wirkten sich eindeutig positiv auf die Performance der Schwellenländer aus.

Die Volatilität blieb mit einem monatlichen Durchschnitt von 14,2% in den USA und 19,8% in Europa niedrig. Politische und (in einem geringeren Masse) wirtschaftliche Ereignisse führten zu Volatilitätsauschlägen, die jedoch normalerweise von kurzer Dauer waren.

Die kommende Gewinnsaison wird ziemlich wichtig, da die Gewinne in den letzten beiden Quartalen besser waren als erwartet. Eine weitere Verbesserung des Gewinnzyklus würde das Anlegervertrauen steigern und die derzeitigen Bedenken über hohe Bewertungen mindern. Für 2017 liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis derzeit bei 16,3x in den USA, 14,4x in Europa und 12,9x in Japan.

### Staatsanleihen

#### Renditen der Kernstaatsanleihen bleiben niedrig

*Vorsicht der Zentralbanken führt zu niedrigen Renditen bei Kernstaatsanleihen.*

Die Fed signalisierte, dass sie ab 2017 mit langsameren Zinserhöhungen rechnet als vorher, aber 2016 wahrscheinlich noch eine Anhebung vornehmen wird. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen stabilisierte sich im September, obwohl sie vor der Fed-Sitzung im September auf 1,73% anstieg. Die 10-Jahresrendite deutscher Bundesanleihen fiel im Monatsverlauf um 5 Bp auf -0,12%, was nach wie vor auf die quantitativen Lockerung (QE) der EZB zurückgeht. Die Bank of Japan (BoJ) will die Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen (JGB) bei rund 0% halten und führte überraschend eine Kontrolle der Renditekurve ein. Diese Massnahme zur Anlagenpreissteuerung könnte, falls die Inflationserwartungen steigen, zu einer noch lockereren Geldpolitik und noch niedrigeren Realrenditen führen.

In den Peripherieländern der Euro-Zone verengten sich die Spreads bei spanischen gegenüber deutschen 10-jährigen Staatsanleihen. Nach den Regionalwahlen und dem Rücktritt des Parteichefs der spanischen Sozialisten dürfte nun das Mitte-rechts-Bündnis eine Minderheitsregierung bilden können. Dagegen weiteten sich italienische und portugiesische Spreads aus. DBRS, die letzte Agentur, die ein Investment-Grade-Rating für Portugals Staatsanleihen beibehält, wird dieses Rating am 21. Oktober überprüfen. Bei einer Herabstufung könnte die EZB Portugals Staatsanleihen bei QE-Massnahmen nicht mehr berücksichtigen. Wir bleiben bei unserem Renditeziel von 1,7% für 10-jährige US-Staatsanleihen und bei 0,08% für 10-jährige deutsche Staatsanleihen. Zudem rechnen wir damit, dass spanische Staatsanleihen weiter besser abschneiden als italienische.

### Unternehmensanleihen

#### Euro-Hochzinsanleihen im roten Bereich

*Wegen höheren Bank-Exposures schnitten Euro-schlechter als USD-Hochzinsanleihen ab.*

BofAML\*-USD-Hochzinsanleihen (HY) war das einzige Kreditsegment, das im September dank einer Ölpreiserholung von 9% und einer vorsichtigen Federal Reserve zulegte (+0,5%). Kreditspreads fielen um 13 Bp im September, stiegen bei Euro-HY indes um 30 Bp. Letztere erzielten nur -0,5%, v.a. aufgrund der wichtigen Rolle des Bankensektors. Die Strafe von 14 Mrd. USD, die der Deutschen Bank von der US-Justiz auferlegt wurde, führte zu Druck, da sie die Bank hindern könnte, die Kupons auf ihren Wandelanleihen (CoCos, eine Art nachrangige Anleihen), die das Kernkapital Tier 1 stützen, auszuzahlen. Dies erinnerte die Anleger an einige der Risiken dieser Instrumente. Die Kupons müssen nicht ausbezahlt werden, wenn der ausschüttungsfähige Höchstbetrag unzureichend ist. Und wenn das Tier 1-Kapital unter die vorgeschriebenen Grenzwerte fällt, dann werden CoCos in Eigenkapital umgewandelt oder abgeschrieben. Die Ängste, dass die Banken CoCo-Kupons nicht zahlen können, haben den CDS-Spread der schwächsten Banken Europas geweitet. Der Gesamtertrag von Investment-Grade-Firmenanleihen sanken im Monatsverlauf leicht, wobei sich die Kreditspreads in USD (4 Bp) und Euro (8 Bp) bei unveränderten Renditen leicht ausweiteten. Die Fundamentaldaten der Unternehmensanleihen bleiben schwach, und wir gehen von einer leichten Ausweitung der Kreditspreads und einem Anstieg der Renditen zum Jahresende aus, was unserem Szenario für höhere Renditen bei Kernstaatsanleihen entspricht.

\* Performancewerte von BofAML (Bank of America Merrill Lynch) sind Gesamterträge.

## Hedgefonds

### Ein insgesamt positives Quartal

*Für Hedgefondsstrategien war das dritte Quartal erfreulich, insbesondere bei Aktien- und Kreditstrategien.*

Das Quartal lief für Hedgefondsstrategien gut an, da die Sorgen wegen Brexit sich nicht bewahrheiteten. Taktische Händler bewältigten die Brexit-Abstimmung vom 23. Juni trotz Portfolios mit geringen Risikoniveaus mit Erfolg. Juli war auch gut für Long/Short-Aktien und die Manager begannen ihre Exposures wieder aufzubauen. Märkte mit Handelsspannen waren zur Quartalsmitte auch günstig für die Strategie, da sich das Umfeld für Titelselektion eignete. Diese niedrige Volatilität mit Trendwenden erwies sich für CTA-Manager wegen ihrer langen Positionen bei Festverzinslichen und Gold sowie kurzen bei Energie als schwieriger. An der Kreditfront befeuerten robuste Märkte mit starken Zuflüssen die Performance von Event Driven, Distressed und Relative Value Managern. Für Distressed Debt Manager war der Ausgang lang laufender Stories wie die Reorganisation von Caesar's Entertainment und TXU Energy positiv, energiebezogene Titel profitierten von steigenden Ölpreisen.

Event Driven Manager verzeichneten bei Spezialsituationen ein gutes Quartal, für M&A-Strategien war es indes in Verbindung mit Deals wie SAB/Anheuser Busch und dem US-Eingriff gegen Kartelle im Krankenversicherungsbereich wie bei Humana/Aetna eher uneinheitlich.

## Edelmetalle

### Gold könnte kurzfristig enttäuschen

*Die steigende Nachfrage nach Anlagen in Gold im ersten Halbjahr erhöht das Risiko einer Enttäuschung für die Anleger.*

Die Nachfrage nach goldbesicherten ETFs erreichte im ersten Halbjahr 2016 597,2 Tonnen. Von Mitte 2013 bis Ende 2015 lag die Gesamtnachfrage bei weniger als 620 Tonnen. Der Anstieg der Nachfrage ist auf die Bedenken bezüglich der Weltwirtschaft, die Entscheidung für einen EU-Austritt der Wähler im Vereinigten Königreich, die anhaltende Vorsicht der Fed und die immer entgegenkommendere Geldpolitik der anderen Zentralbanken zurückzuführen.

Die US-Wachstumsperspektiven dürften robust bleiben, und auch die chinesische Wirtschaft dürfte in den kommenden Monaten keine deutliche Schwäche verzeichnen. Zudem halten wir nach der Fed-Sitzung im September eine Zinsanhebung im Dezember für wahrscheinlich. Und Die US-Wahlen könnten zwar zu einigen kurzfristigen Ungewissheiten führen, aber beide US-Präsidentenkandidaten (vor allem Trump) setzen sich für wachstumsfreundliche Haushaltsmassnahmen ein, die die Wachstumsaussichten stärken könnten.

Daher könnte es für die Goldpreise schwierig werden, anzusteigen, was zu Enttäuschung bei den Anlegern mit einem kurzfristigen Anlagehorizont führen könnte. Langfristig sollte die Nachfrage nach Goldanlagen jedoch von dem Niedrigzinsumfeld in Industrieländern und dem steigenden Interesse der Zentralbanken an Massnahmen, die das Inflationsziel nicht nur erreichen, sondern sogar übertreffen, gestützt werden.

## Devisen

### Voraussichtlich anhaltender Aufwärtsdruck auf Yen

*Der Erfolg der neuen Geldpolitik der Bank of Japan hängt vor allem von Treibern ab, auf die sie keinen Einfluss hat.*

Am 21. September führte die Bank of Japan (BoJ) einen neuen geldpolitischen Rahmen ein, der auf der Kontrolle der Renditekurve basiert. Damit sollen die Kurzfristzinsen, die sich derzeit bei -0,1% befinden, korrigiert und die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen auf ihrem derzeitigen Niveau von rund 0% gehalten werden.

Der neue Rahmen dürfte den japanischen Yen (JPY) nicht schwächen. Die Messlatte für eine zusätzliche geldpolitische Lockerung liegt hoch, da die bestehende Negativzinspolitik sich schon negativ auf Finanzinstitute auswirkt und im Endeffekt die Geldumlaufgeschwindigkeit beeinflusst. Zudem muss die BoJ Anstiege der monetären Basis (früher auf JPY 80 Bio. pro Jahr festgelegt) nicht mehr präzisieren. So könnte sie vielleicht ihre Wertpapierkäufe schrittweise drosseln.

Da Währungen tendenziell stark von den realen Zinssätzen beeinflusst werden (Nominalzins minus Inflationsrate), dürfte der Einfluss von Inflationserwartungen auf den JPY weiter steigen. Die Verpflichtung der BoJ, das Inflationsziel nicht nur zu erreichen, sondern sogar zu übertreffen („inflation-overshooting commitment“), soll die Inflationserwartungen erhöhen, aber dies könnte sich angesichts der weit unter dem 2%-Ziel liegenden Inflation als schwierig erweisen. Solange fiskalische Wachstumsanreize keine grössere Rolle spielen, dürfte der JPY stark bleiben. Aber wenigstens scheint der neue geldpolitische Rahmen mehr Koordination zwischen Fiskal- und Geldpolitik zu begünstigen.

### Nach den Wahlen wird die Politik wachstumsfreundlicher

Die anstehenden US-Präsidenten- und Kongresswahlen sind voll Ungewissheiten. Obwohl derzeit ein Sieg von Hillary Clinton nach wie vor am wahrscheinlichsten scheint, bleibt ein Triumph von Donald Trump durchaus möglich. In beiden Fällen dürfte eine etwas wachstumsfreundlichere Haushaltspolitik betrieben werden. Falls jedoch Trump gewinnt und die Republikaner eine Mehrheit in beiden Häusern des Kongresses behalten, könnte es zu einer noch expansiveren Fiskalpolitik kommen.

*Die US-Präsidentschaftswahlen finden am 8. November statt. Zwar bleibt Hillary Clinton in den Umfragen vor Donald Trump, aber ihr Vorsprung schrumpft derzeit (Mitte September). Das Ergebnis der Präsidentschaftswahlen ist daher keineswegs sicher. Beide Kandidaten haben sehr geringe Zustimmung unter der Bevölkerung und, obwohl Clinton noch führt, ist sie in einer schwierigen Lage. Gesundheitsprobleme und/oder Behauptungen über Machtmissbrauch könnten ihren Ambitionen schaden, während Donald Trump die Wähler gewinnen könnte, weil er ihnen „präsidentieller“ erscheint. Die Chancen für einen Sieg von Trump sind keineswegs null. Welche politischen Hauptziele verfolgen die zwei Kandidaten? Für welche davon besteht die Wahrscheinlichkeit der Umsetzung? Wie wird sich die bevorstehende Wahl auf die Wirtschaft und die Finanzmärkte auswirken?*

Zunächst sei darauf hingewiesen, dass es bei der Wahl im November nicht nur um das Präsidentenamt geht. Es finden auch Kongresswahlen statt, wobei alle 435 Sitze im Repräsentantenhaus und 34 der 100



Bernard Lambert,  
Macro Research / Chefökonom  
Pictet Wealth Management

im Senat zur Wahl stehen. Das ist wichtig, weil echte – und dauerhafte – politische Veränderungen meist der Zustimmung des Kongresses bedürfen. Dies gilt insbesondere für die Haushaltspolitik, etwas weniger für Handelsfragen.

Der Demokrat Barack Obama hat es heute mit einer Mehrheit der Republikaner im Repräsentantenhaus und im Senat zu tun. Das war ein entscheidender Faktor für den anhaltenden politischen Stillstand in den USA. Wird diese Situation im November enden?

Von den neu zu vergebenen 34 Sitzen im Senat gehören heute 24 den Republikanern. Um die Mehrheit zu erringen, müssen die Demokraten nur vier Sitze hinzugewinnen (fünf bei einem Wahlsieg Trumps). Dies scheint durchaus möglich. Unseres Erachtens wird die Mehrheit im Senat wohl an die Partei gehen, die auch ins Weisse Haus einziehen wird. Im Repräsentantenhaus benötigen die Demokraten 30 zusätzliche Sitze für die Mehrheit. Laut Umfragen gewinnen sie 4 und bei weiteren 16 gibt es ein Kopf-an-Kopf-Rennen. Die Chancen auf eine Mehrheit der Demokraten im Repräsentantenhaus sind daher gering. Am wahrscheinlichsten ist, dass die Republikaner dort ihre Mehrheit behaupten können.

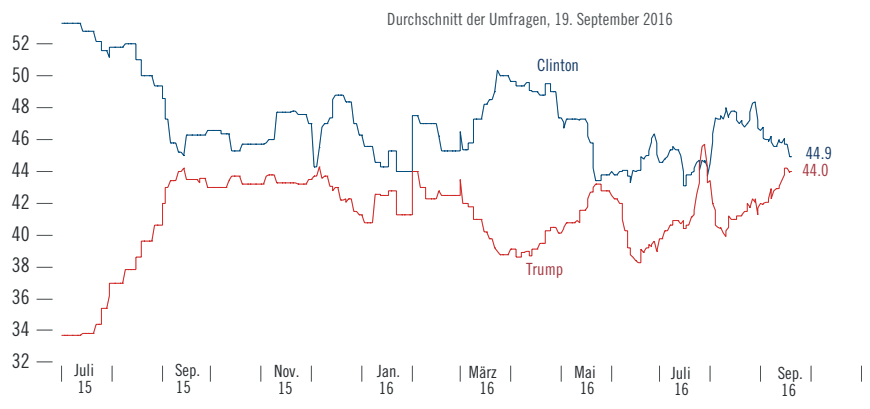
Die zwei Kandidaten haben bei vielen Themen sehr unterschiedliche politische Ideen, wie Einwanderung, Umwelt, Finanzregulierung, soziale Sicherheit und Überwachung der Fed, um nur einige zu nennen (siehe Tabelle). Während all diese Themen ihre Bedeutung haben, werden wir uns hier auf die beiden konzentrieren, die für die Zukunft der US-Wirtschaft am wichtigsten sind, nämlich die Fiskal- und die Handelspolitik.

#### Clinton und Trump sind für eine expansive Fiskalpolitik

Beide Kandidaten haben Vorschläge gemacht, mit denen die Staatsausgaben ganz allgemein und insbesondere Infrastrukturausgaben steigen würden. Hillary Clinton schlug für die kommenden fünf Jahre USD 275 Mrd. Ausgaben für die Infrastruktur (in Form von Darlehen, Kreditgarantien usw.) vor, was die Infrastrukturausgaben bis auf USD 500 Mrd. heben könnte. Donald Trump war bisher weniger konkret, scheint aber noch mehr ausgeben zu wollen. Während sich also beide Kandidaten zumindest einig sind, dass mehr Infrastrukturausgaben nötig sind, gibt es bei den Vorschlägen zu deren Finanzierung enorme Unterschiede. Hillary Clinton will einen Teil ihres Infrastrukturprogramms durch höhere Unternehmenssteuern finanzieren. Während ihre Angaben hierzu nicht sehr genau waren, könnten höhere Einnahmen vor allem von den Auslandsgewinnen der US-Multis kommen, die bisher nicht versteuert werden, solange sie nicht zurückgeführt werden. Ferner schlug sie vor, die Steuern für Spitzenverdiener zu erhöhen. Donald Trump will Infrastrukturausgaben im Wesentlichen mit Staatsschulden finanzieren. Überdies sieht er eine Senkung des Spitzensteuersatzes für Unternehmen von 35% auf 15% und desjenigen für Privatpersonen von 39,6% auf 33% vor.

Anscheinend leisteten einige wichtige Architekten der angebotsorientierten Wirtschaftspolitik und Berater von Ronald Reagan aus den 1980er Jahren Beiträge zu Donald Trumps Fiskalprogramm. Es besteht tatsächlich eine interessante Parallele zwischen seinen Vorschlägen und den „Reaganomics“. Bisweilen wird der

## WER SOLL PRÄSIDENT WERDEN: CLINTON ODER TRUMP?



Kandidat der Republikaner sogar mit einem Augenzwinkern als „Ronald Trump“ bezeichnet. Aber selbst wenn Trump gewählt wird, ist keineswegs sicher, dass der Kongress eine Politik annehmen wird, die die Staatsverschuldung wesentlich erhöht. Die Kongressabgeordneten sind aber wahrscheinlich etwas aufgeschlossener für schuldenfinanzierte Ausgaben als früher, denn das Bundesdefizit ist von 2009 bis 2015 von 9,8% auf 2,5% des BIP gefallen.

### Zunahme des Protektionismus?

Beide Kandidaten setzen auf eine Verschärfung der Handelspolitik. Sie sind beide gegen die Transpazifische Partnerschaft (TPP) und für eine Neuverhandlung des Nordamerikanischen Freihandelsabkommens (NAFTA). Donald Trump hat auch versprochen, dass er China zum Währungsmanipulator erklären wird, und hohe Zölle für Waren aus China und Mexiko gefordert. Hillary Clinton ist zwar gemässiger, scheint

aber gewillt, den Druck auf China zu erhöhen. Es droht eindeutig eine klare Zunahme des Protektionismus, ganz egal, wer gewinnt, vor allem aber bei einem Sieg von Donald Trump. Dies könnte zu weniger US-Importwachstum, höherer importierter Inflation und möglichen Vergeltungsmassnahmen der Handelspartner führen, und im schlimmsten Falls gar zu einem richtiggehenden Handelskrieg. Allerdings halten wir ein solches Extremszenario für äusserst unwahrscheinlich.

Die TPP dürfte kaum vom Kongress ratifiziert werden, die Verhandlungen über das Transatlantische Freihandelsabkommen (TTIP) dürften gebremst und die Einfuhrbarrieren etwas verstärkt werden. Unseres Erachtens wird der Einfluss der Präsidentschaftswahl auf den Handel ganz allgemein und insbesondere auf das US-Wachstum eher begrenzt sein. Höchstwahrscheinlich wird ein Präsident Trump wesentlich zurückhaltender sein als der Kandidat Trump, und nicht nur in der Handelspolitik.

Themen	Spielraum des Präsidenten	Clintons Vorschläge	Trumps Vorschläge	Wahrscheinliches Ergebnis Auswirkungen auf Wirtschaft
<b>Fiskalpolitik: Ausgaben</b>	Gering	- Erhöhung der Infrastrukturausgaben um USD 275 Mrd. in 5 Jahren - Erhöhung des Betrags auf USD 500 Mrd. - Finanziert mit Steuern Besserverdienender	- Erhöhung der Infrastruktur-/Militärausgaben um einen nicht genannten Betrag (USD 1 Bio. ?)	<b>Geringer Konjunkturschub</b> Grösser mit Trump und einem republikanischen Kongress
<b>Fiskalpolitik: Steuern</b>	Gering	- Umfassende Steuerreform - Erhöhung der Steuern auf hohe Einkommen und Kapitalgewinne - Verschärfte Vorschriften zur Vermeidung von Steuerinversion, „Austrittssteuer“	- Senkung des Spitzensatzes für Unternehmen von 35% auf 15% - Abschreckung von Steuerinversion durch Einmalbesteuerung von Offshore-Gewinnen mit 10%	<b>Neutral wenn Clinton gewinnt</b> <b>Merklicher Wachstumsschub mit Trump</b> v.a. bei einem republikanisch dominierten Kongress
<b>Handelspolitik:</b>	Gross	- Im Prinzip für Freihandel, aber etwas protektionistischer geworden - Gegen TPP in ihrer aktuellen Form - Neuverhandlung der NAFTA	- Erklärung Chinas zum Währungsmanipulierer, hohe Zölle auf Waren aus China und Mexiko - TPP kassieren, NAFTA neuverhandeln	<b>Leichte Zunahme des Protektionismus, vor allem mit Trump</b> Nicht viele wirtschaftliche Auswirkungen 2017-2018
<b>Einwanderung:</b>	Mittel	- Insgesamt für Ausweitung der Einwanderung in die USA - Gesetzesrevision, Erleichterung der Einbürgerung illegaler Einwanderer	- Einwanderungsgesetze durchsetzen, Grenze sichern - Hardliner: will Mauerbau an Grenze zu Mexiko und Abschiebung illegaler Einwanderer	<b>Stärkere Restriktionen mit Trump</b> Könnte langfristiges Wachstum drücken, Inflation beflügeln Kaum wirtschaftliche Auswirkungen 2017
<b>Federal Reserve:</b>	Gering	- Will breiteres Spektrum an Fed-Mitgliedern	- Kongress soll die Fed kontrollieren (Auditing) - Würde Fed-Chefin Janet Yellen im Feb. 2018 nicht bestätigen	Keine erheblichen Makro-Auswirkungen 2017-2018
<b>Regulierung:</b>	Gering	- Will Dodd-Frank-Reformen verstärken - Unterstützt Wiedereinführung des Glass-Steagall-Gesetzes	- Hat Überarbeitung von Dodd-Frank gefordert - Unterstützt Wiedereinführung des Glass-Steagall-Gesetzes	Keine erheblichen Makro-Auswirkungen 2017-2018
<b>Gesundheits politik</b>	Gering	- Clinton verteidigt ACA (Obamacare) und strebt Ausweitung der Deckung an - Durchgreifen gegen steigende Preise verschreibungspflichtiger Arzneimittel	- Will Obamacare abschaffen - Ersatz durch Reformen nach „Marktgrundsätzen“	Keine erheblichen Makro-Auswirkungen 2017-2018

## Wirtschaftliche Folgen verschiedener Wahlergebnisse

Die Wahl eines neuen Präsidenten mit möglichen neuen Mehrheitsverhältnissen in den beiden Kongresskammern ermöglicht politische Veränderungen, die alle unterschiedliche Auswirkungen auf die US-Wirtschaft haben werden. Möglich ist zum Beispiel ein Sieg von Hillary Clinton mit einer Mehrheit der Demokraten in beiden Kammern. Der Einfachheit halber werden wir uns hier auf nur zwei der möglichen Ergebnisse konzentrieren: erstens das Szenario, das wir für am wahrscheinlichsten halten, nämlich ein Sieg von Hillary Clinton und eine Mehrheit der Demokraten im Senat, aber der Republikaner im Repräsentantenhaus; und zweitens ein Sieg von Donald Trump und eine Mehrheit der Republikaner in beiden Häusern. Letzteres Szenario ist nicht unbedingt das zweitwahrscheinlichste – es lässt sich aber auch nicht ganz ausschliessen. Bei Niederschrift dieser Zeilen standen die Wetten für einen Trump-Sieg und einen von den Republikanern dominierten Kongress immerhin bei 30%. Ein solches Ergebnis hätte die weitreichendsten Folgen für die US-Wirtschaft.

Was erwartet uns, wenn unser erstes und wahrscheinlichstes Wahlszenario eintritt (ein Clinton-Sieg und ein geteilter Kongress)? Erstens würde der Rückgang der vor den Wahlen herrschenden Ungewissheit wahrscheinlich die Risikomärkte kurzfristig etwas

unterstützen, je nachdem wie stark sie vorher noch zugenommen hat. Aber auf längere Sicht würde der geteilte Kongress wahrscheinlich eine Fortsetzung des aktuellen politischen Stillstands bedeuten. Zu einer Einigung könnte es bei einem Infrastrukturprogramm und einigen Steuerrevisionen kommen, aber die Haushaltsausweitung dürfte insgesamt begrenzt bleiben. Im Handel würde weder die TPP noch sein europäisches Pendant, das TTIP, ratifiziert, aber Hillary Clinton als Präsidentin wäre wohl bestrebt, eine allzu starke Konfrontation mit den wichtigsten US-Handelspartnern zu vermeiden. Insgesamt würde ein solches Ergebnis wahrscheinlich die Wirtschaft unterstützen und wäre für die Finanzmärkte eher neutral.

Ganz anders könnte es bei einem Trump-Sieg und dem Fortbestand der Mehrheit der Republikaner in beiden Kammern aussehen. Donald Trump hat einige grosse Versprechen gemacht, aber sagt nicht sehr klar, was er wirklich tun würde, wenn er gewählt würde. Bei seiner Wahl könnte also die Ungewissheit sogar noch steigen, und Handels- und Einwanderungspolitik könnten in den Vordergrund rücken. Gemäss diesem alternativen Szenario würden die Risikomärkte kurzfristig leiden und es gäbe keine Unterstützung für Staatsanleihen und für den Dollar (ausser gegenüber anderen sicheren Häfen wie dem Euro und dem Yen). Nach einer gewissen Zeit könnten die Finanzmärkte dann verstehen, dass Donald Trump und ein von den

Republikanern dominierter Kongress die Rückkehr zu einer Angebotspolitik und möglicherweise einen starken Umbau der Fiskalpolitik einläuten. Dies könnte zu höheren Wachstumsprognosen und Zinsen führen. Höheres Wachstum würde auf mittlere Sicht mehr Unterstützung für Aktien und Dollar bedeuten.

Kurz gesagt dürfte uns unabhängig vom Wahlausgang im November eine zumindest etwas wachstumsförderlichere Haushaltspolitik erwarten sowie eine Regierung, die weniger erpicht auf eine weitere Liberalisierung des Handels sein wird. Die politische Agenda legt jedoch nahe, dass jede Haushaltsausweitung nach den Wahlen das Wirtschaftswachstum kaum vor der zweiten Jahreshälfte 2017 und wahrscheinlich erst später beeinflussen wird.

Bisher ist all dies noch eher Spekulation als realistische Prognose, wenn es um die Messung der Folgen der US-Wahlen für die Wirtschaft geht. Wenn jedoch Hillary Clinton gewinnt und die Demokraten keine Mehrheit im Repräsentantenhaus erringen, wird der zusätzliche haushaltspolitische Anreiz unseres Erachtens gering ausfallen und für 2017-2018 wohl 0,2 bis 0,4 Prozentpunkte betragen. Falls Donald Trump gewinnt und die Republikaner ihre Mehrheit in beiden Kammern behaupten, könnte es 2017-2018 zu einem wesentlich stärkeren Haushaltsschub von 0,5 bis 1,0 Prozentpunkten des BIP kommen.

**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. Oktober 2016 **Übersetzung** | Holger Albrecht, Juliette Blume, 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 angegebene Daten nutzen könnte.

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

# Herausragende Performance von Schwellenländeranleihen und US-Hochzinspapieren

Schwellenländeranleihen in Lokalwährungen und US-Hochzinsanleihen verzeichnen seit Jahresbeginn eine herausragende Performance. Unter den Währungen rutscht das britische Pfund seit dem Brexit-Referendum vom 23. Juni weiter nach unten, während der Yen entgegen allen Schwächungsbemühungen der japanischen Behörden kräftig anzog.

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

## WICHTIGSTE WIRTSCHAFTSINDIKATOREN

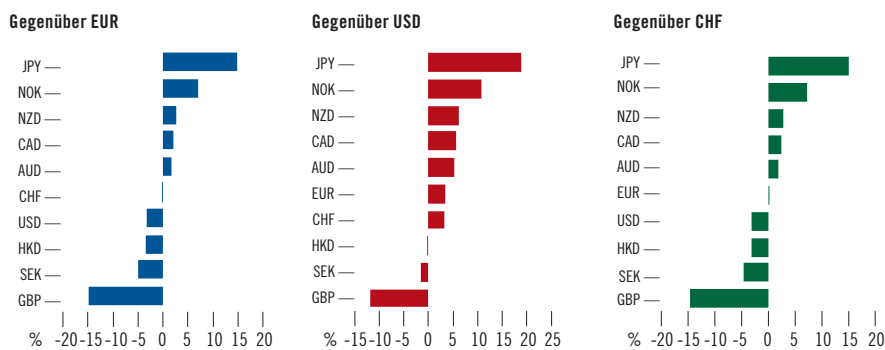
BIP-Wachstum	Schätzungen Pictet – (Konsens*)			
	2014	2015	2016G	2017G
USA	2.4%	2.6%	1.5% (1.5%)	2.0% (2.3%)
Euro-Zone	0.9%	1.6%	1.5% (1.5%)	1.3% (1.3%)
Schweiz	1.9%	0.9%	1.5% (1.2%)	1.3% (1.3%)
Grossbritannien	3.1%	2.2%	1.8% (1.7%)	0.9% (0.7%)
Japan	-0.1%	0.6%	0.6% (0.6%)	0.6% (0.8%)
China	7.3%	6.9%	6.5% (6.6%)	6.2% (6.3%)
Brasilien	0.1%	-3.9%	-3.2% (-3.2%)	0.8% (1.1%)
Russland	0.5%	-3.3%	-0.7% (-0.6%)	1.3% (1.2%)

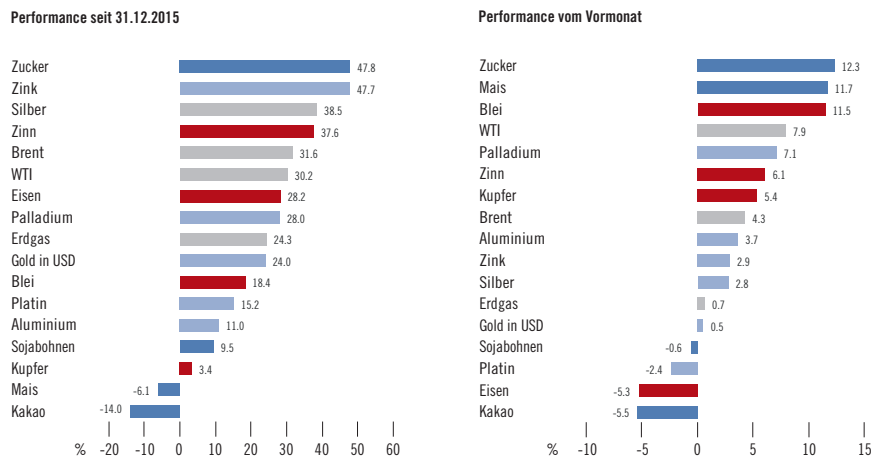
Inflation (VPI) Jahresdurchschnitt (ausser für Brasilien: Jahresende)	2014	2015	2016G	2017G
USA	1.6%	0.1%	1.3% (1.2%)	2.4% (2.2%)
Euro-Zone	0.4%	0.0%	0.2% (0.2%)	1.3% (1.3%)
Schweiz	0.0%	-1.1%	-0.3% (-0.4%)	0.4% (0.3%)
Grossbritannien	1.5%	0.0%	0.9% (0.7%)	2.2% (2.3%)
Japan	2.7%	0.8%	-0.3% (-0.2%)	0.4% (0.4%)
China	2.0%	1.4%	1.8% (2.0%)	1.8% (1.9%)
Brasilien	6.3%	9.0%	8.8% (7.3%)	5.5% (5.3%)
Russland	7.8%	15.5%	6.8% (6.3%)	5.6% (5.4%)

\*Quelle: Consensus Economics Inc

## WECHSELKURSSCHWANKUNGEN (SEIT 31.12.2015)



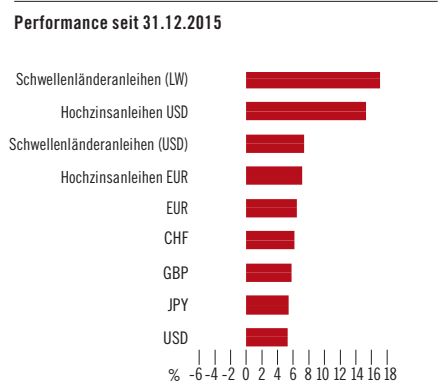
## ROHSTOFFE



## ZINSEN

	3 Monate	10 Jahre
USA	0.50%	1.6%
Euro-Zone	0.0%	-0.1%
Schweiz	-0.75%	-0.6%
Grossbritannien	0.25%	0.8%
Japan	0.0%	-0.1%
China	2.10% (1 Jahr)	4.8% (5 Jahre)
Brasilien	14.25%	11.6%

## ANLEIHEMÄRKTE



## AKTIENMÄRKTE

**Performance seit 31.12.2015**

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	6.1%	2.5%	2.7%	20.3%
S&P 500*	7.8%	4.2%	4.4%	22.4%
MSCI Europe*	0.6%	-2.8%	-2.6%	14.1%
Tokyo SE (Topix)*	3.7%	0.2%	0.4%	17.6%
MSCI Pacific ex. Japan*	12.8%	9.1%	9.2%	28.0%
SPI*	0.9%	-2.5%	-2.3%	14.5%
Nasdaq	6.1%	2.6%	2.7%	20.4%
MSCI Em. Markets*	16.4%	12.5%	12.7%	32.0%
Russell 2000	10.2%	6.5%	6.7%	25.0%

\* Dividenden reinvestiert

## SEKTOREN

**Performance seit 31.12.2015**

	USA	Europa	Welt
Industriewerte	10.0%	3.4%	8.7%
IT	11.0%	3.4%	10.2%
Grundstoffe	9.6%	14.4%	17.0%
Telekom	14.1%	-16.1%	4.7%
Gesundheit	-0.1%	-11.6%	-2.8%
Energie	15.0%	7.2%	15.1%
Versorger	13.1%	-4.8%	7.0%
Finanzwerte	0.0%	-19.0%	-4.1%
Basisconsumgüter	5.5%	2.1%	6.0%
Zykl. Konsumgüter	2.6%	-10.1%	-0.2%

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

