

<2%

Langfristiges BIP-Wachstumspotenzial
der USA
Seite 2

1,5%

Unsere Prognose des BIP-Wachstums für
die Euro-Zone 2016
Seite 4

+26%

Anstieg der Autoverkäufe in China
im September gegenüber dem
Vorjahresmonat
Seite 5

+13,9%

Aufwärtsrevision der Gewinnerwartungen
bei europäischen Grundstoffaktien im
Jahr 2017
Seite 6

+17%

Erholung von Japans Aktienindex Topix
seit Juni (in Yen)
Seite 7

-3,3%

Zentralbankprognose für Brasiliens
BIP-Wachstum 2016
Seite 8

+50 Bp

Anstieg 10-jähriger britischer
Staatsanleiherenditen im Oktober
Seite 10

-2,9%

Goldpreisrückgang im Oktober
(in US-Dollar)
Seite 11

Schleppendes Wachstum bedeutet, dass neue Ansätze
der Geldpolitik zusammen mit Fiskalmaßnahmen in
den Vordergrund rücken

November 2016

Perspektiven

Wir brauchen eine neue Wirtschaftspolitik

Eine konstruktivere Wirtschaftspolitik würde Zentralbanken und Regierungen aus ihrem derzeitigen Dilemma helfen.



Christophe Donay,
Chefstrategie, Leiter Asset Allokation
und Makro-Research

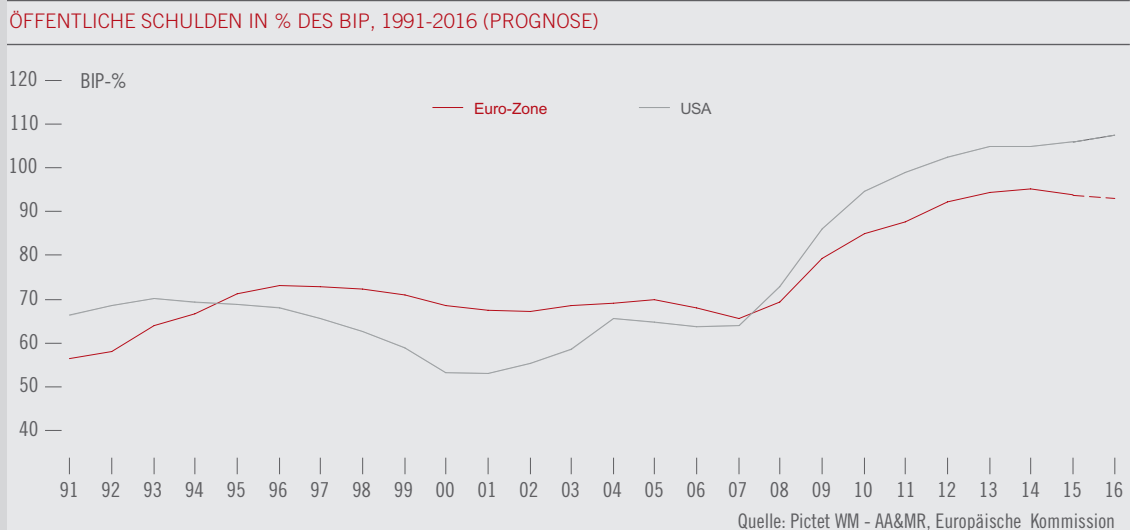
Die Aussichten der Wirtschaft und der Finanzmärkte für das Jahr 2017 und danach hängen eindeutig von der Richtung der Wirtschaftspolitik ab. Noch wichtiger wird sie angesichts der Anzeichen, dass die Geldpolitik der Zentralbanken weltweit immer weniger Wirkung zeigt. Leider mussten die Regierungen in den USA, Europa und Japan infolge der Finanzkrise immer mehr Schulden machen, um das Risiko einer ausgewachsenen Wirtschaftsdepression abzuwenden. Zwischen 2008 und 2015 stieg die Staatsschuldenquote in einigen Industrieländern von 60% auf über 100%. Dies hinderte sie daran, mehr traditionelle keynesianische Haushaltsmassnahmen zu ergreifen. Somit kann die Unterstützung der Volkswirtschaften durch Regierungsmassnahmen höchstens als leicht positiv beschrieben werden.

Ökonomen sind sich einig, mit welchen (vielen) Herausforderungen die Regierungen der Industrieländer in den kommenden Jahren zu kämpfen haben werden. Es geht vor allem um die Notwendigkeit, das Risiko einer Deflationsspirale zu vermindern, das Wachstum auf einem nachhaltig höheren Niveau zu verankern und gleichzeitig Einkommens- und Vermögensungleichheiten zu reduzieren. Offizielle Schätzungen deuten darauf hin, dass das Potenzialwachstum des realen BIP der Industrieländer in den letzten Jahren zurückgegangen ist und nun bei knapp unter 2% pro Jahr für die USA, 1% für Europa und möglicherweise bei fast 0% für Japan liegt.

Das grösste Problem ist, dass die traditionelle keynesianische Haushaltspolitik in den letzten 25 Jahren nicht zu einem positiven Wirtschaftswachstumszyklus geführt hat. Es ist unwahrscheinlich, dass die von den beiden diesjährigen US-Präsidentschaftskandidaten vorgeschlagenen Pakete für Infrastrukturausgaben ausreichen werden, um die Lücke zwischen dem Niveau der derzeitigen Wirtschaftstätigkeit und dem Niveau, auf dem sie sich gemäss historischen Trends befinden sollte, zu schliessen.

Bei einer effizienten Haushaltspolitik muss der fiskalische Multiplikator grösser als 1 sein, d.h. jede Einheit Staatsausgaben muss mehr als eine zusätzliche Einheit Wirtschaftsaktivität generieren. Fiskalische Multiplikatoren funktionieren auch in die andere Richtung. Wenn fiskalische Multiplikatoren niedrig sind, dann können Länder ihre Ausgaben schneller reduzieren oder höhere Steuererhöhungen ohne starke kurzfristige Negativfolgen vornehmen. Die falsche Einschätzung des fiskalischen Multiplikators (und sogar der Internationale Währungsfonds hat eingestanden, die negativen Effekte des fiskalischen Multiplikators unterschätzt zu haben) kann zur Erklärung des dramatischen Anstiegs der Verschuldung in Industrieländern seit 2008 sowie der kurzfristigen negativen Auswirkungen auf das Wachstum beitragen, die durch die übertriebenen Sparprogramme verursacht wurden.

Es gibt drei Hauptgründe für die Ineffizienz der alten Wirtschaftsrezepte von Keynes. Erstens, die Offenheit der modernen Volkswirtschaften und der Trend, dass einige der Staatsausgaben über Importe in den externen Sektor wegsickern und so den Multiplikatoreffekt abschwächen. Zweitens sind Infrastrukturausgaben generell



weniger effizient als produktive Investitionen durch den Privatsektor. Und drittens besagt die von Robert Barro 1974 neu aufgegriffene Theorie der Ricardianischen Äquivalenz, dass Privathaushalte bei Regierungshaushaltsdefiziten mit späteren Steuererhöhungen rechnen, so dass sie die durch die Staatsausgaben generierten zusätzlichen Einkommen nicht ausgeben, sondern sparen.

Die Regierungen benötigen eine andere Wirtschaftspolitik, um mit den Herausforderungen fertig zu werden, insbesondere angesichts der enttäuschenden Ergebnisse der seit Jahren verfolgten traditionellen Massnahmen. Zusätzlich zu den steigenden Staatsschulden gibt es jedoch noch zwei andere grosse Hürden für eine wachstumsfreundlichere Wirtschaftspolitik.


Die erste ist eine konzeptuelle. Um nach Jahren der von den Zentralbanken entworfenen quantitativen Lockerung wieder die Führung zu übernehmen, müssen die Regierungen und ihre politischen Berater neue theoretische Modelle entwickeln, die robust genug sind, um die Zentralbanker von den Vorteilen eines anderen geldpolitischen Ansatzes zu überzeugen. Ausführlichere Überlegungen zu diesem Thema finden Sie in dieser Ausgabe von *Perspektiven*. Derzeit scheint aber keines der existierenden geldpolitischen Konzepte so ausgereift, dass es kurzfristig von den Zentralbanken übernommen werden könnte.

Die zweite Hürde für eine neue Wirtschaftspolitik ist politischer Natur. Was die Nachhaltigkeit von Wachstum und Ausgaben seit 2008 betrifft, so hat sich die Haushaltspolitik als Reinfluss entpuppt. Der Beweis dafür ist, dass das Wachstum jedes Mal nachlässt, wenn die Regierungen versuchen, die öffentlichen Ausgaben einzuschränken. Natürlich war die Intervention der Zentralbanken und Regierungen notwendig, um eine wirtschaftliche Depression vom Ausmass der Finanzkrise zu verhindern. Doch nachdem dies erreicht war, hätten Fiskalmassnahmen eingeführt werden müssen, um die Investitionen und die Produktion anzukurbeln, die im Endeffekt die einzige Hoffnung für nachhaltiges Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen sind.

Wachstumsindikatoren bleiben weitgehend positiv, aber Zweifel bestehen weiter

Positive Wachstumsüberraschungen in Grossbritannien, den USA und China führten zu leichten Verbesserungen, doch dem Weltwachstum fehlt es immer noch an Momentum.

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

 **Starke BIP-Zahlen im 3. Quartal führten zu einem mechanischen Anstieg bei unserer Wachstumsprognose für China dieses Jahr. Die USA und Grossbritannien übertrafen die kurzfristigen Erwartungen, und die Frühindikatoren in Europa und Japan deuten auf eine Erholung der Wirtschaftstätigkeit hin. Die Aussichten für das weltweite Wachstum haben sich dennoch nicht entscheidend verbessert.**

Nach einem enttäuschenden 2. Quartal stieg das BIP-Wachstum im 3. Quartal deutlich an. Die wahrscheinliche Gewinnerin der US-Präsidentenwahlen Hillary Clinton hat zusätzliche Fiskalausgaben versprochen, um Amerikas ätzende Infrastruktur anzugehen. Dies dürfte dem Gesamtwachstum helfen. Auch in Japan, Grossbritannien und China ist Fiskalstimulierung an der Tagesordnung. Und die Europäische Zentralbank hat ebenfalls noch ein Ass im Ärmel: eine Ausweitung und Verlängerung des quantitativen Lockerungsprogramms im Dezember.

Die jüngsten Verbesserungen bei grossen Volkswirtschaften sind weiterhin unbedeutend. Da China seinen Übergang hin zu einer mehr auf der Inlandsnachfrage basierten Wirtschaft fortsetzt, erwarten wir 2017 einen Rückgang des Wachstums auf 6,2%. Der überraschend starke Anstieg in den USA im 3. Quartal dürfte nicht anhalten. Wir veränderten unsere Prognosen für 2016 oder 2017 also nicht, da das Wachstum deutlich unter den Niveaus voriger Zyklen bleiben dürfte. Die Fiskalstimulierung wird Zeit benötigen, um zu wirken, und die Wachstumsbeschleunigung könnte bescheiden ausfallen. Nach den US-Wahlen dürften die niedrige Produktivität und Leitzinserhöhungen wieder im Zentrum stehen.

In Europa dürften die Spannungen in Verbindung mit dem italienischen Verfassungsreferendum am 4. Dezember aufgrund des Beginns der Brexit-Verhandlungen Anfang nächsten Jahres, welche die Aussichten des Vereinigten Königreichs eintrüben, in den Hintergrund treten. Nächstes Jahr finden zudem wichtige Wahlen in Frankreich, Deutschland und den Niederlanden statt. Und das Wachstum in der Euro-Zone bleibt anfällig, wie die niedrige Inflation und die fehlende Dynamik bei der Kreditnachfrage zeigen.

Überall sehen sich Zentralbanken wichtigen Glaubwürdigkeitstests gegenüber, vor allem die Bank of Japan, die den Japanern immer exotischere geldpolitische Medizin verabreicht hat. Obwohl die jüngsten positiven Daten erfreulich sind, spiegeln sie insgesamt keinen definitiven Aufwärtstrend des globalen Wachstumsmomentums wider: Es bleibt bescheiden.

USA: starkes BIP im 3. Quartal, vor allem wegen vorübergehendem Anstieg der Lebensmittelexporte

Das US-BIP stieg im 3. Quartal um kräftige 2,9% gegenüber dem Vorquartal annualisiert und lag damit über den Konsenserwartungen von 2,6%. Die Verbraucherausgaben enttäuschten

jedoch etwas und das Wachstum der inländischen Endnachfrage sank sogar von 2,4% im 2. Quartal auf 1,4% im 3. Quartal. Das starke Wachstum im 3. Quartal ergab sich vor allem durch einen Lagerwiederaufbau und sehr stark steigende Exporte (+10%), insbesondere von Sojabohnen. Dies dürfte sich aber als vorübergehend herausstellen. Trotzdem dürften die finanziellen Bedingungen in den USA unterstützend bleiben, die Fundamentaldaten für Konsumausgaben und den Wohnimmobilienmarkt sind positiv und Investitionen im Ölsektor dürften sich erholen. Wir beurteilen daher das US-Wachstum weiter optimistisch. Unsere Prognosen für das durchschnittliche BIP-Jahreswachstum in den USA von 1,5% für 2016 und 2,0% für 2017 bleiben unverändert. Da die Sojabohnenexporte wohl wieder sinken, reduzieren wir unsere Wachstumsprognosen für das 4. Quartal 2016 jedoch von 2,0% annualisiert gegenüber dem Vorquartal auf 1,5%.

Gemessen am Preisindex für Konsumausgaben (PCE) entwickelte sich die Inflation 2016 bisher flach. Wir sind weiterhin der Auffassung, dass sie in den nächsten Monaten nur leicht steigen wird. Wir bleiben bei unseren Prognosen für 2016 und 2017 von 1,9% bzw. 2,1% gegenüber dem Vorjahr. Wir rechnen weiterhin damit, dass die Fed ihre Zinsen im Dezember 2015 um 25 Basispunkte und dann 2017 noch zweimal um weitere 25 Bp erhöhen wird.

Auch die jüngsten überraschend positiven Daten spiegeln keinen definitiven Aufwärtstrend des globalen Wachstumsmomentums wider: Es bleibt bescheiden.

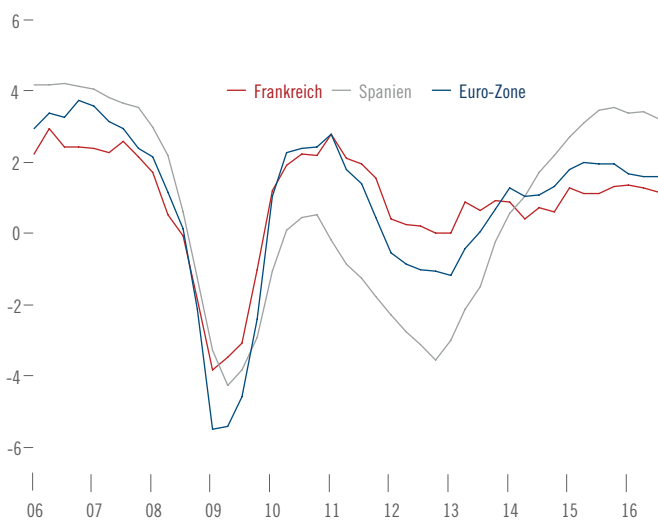
Euro-Zone: Risiken weitgehend ausgeglichen

Jüngste Firmenumfragen entsprachen einem soliden Start ins 4. Quartal. Laut den wichtigsten Frühindikatoren dürfte das BIP-Wachstum in den kommenden Monaten an Momentum gewinnen, vor allem (aber nicht nur) in Deutschland. Die Bankkreditdaten für die Euro-Zone waren dagegen ziemlich enttäuschend. Der Kreditimpuls wurde im 3. Quartal deutlich schwächer, was andeutet, dass die Inlandsnachfrage Anfang 2017 nachlassen könnte. Das alleine stellt ein bedeutendes Abwärtsrisiko für unsere BIP-Prognose für die Euro-Zone dar. Die Frage ist, inwieweit ein stärkeres zyklisches Momentum und ein (bescheidener) Anstieg durch Nettoexporte einen schwächeren Kreditzyklus ausgleichen werden. Positiver ist, dass Nicht-Finanzunternehmen in Europa auf grossen Barreserven sitzen und Investitionen weniger von Bankkrediten abhängen, zumindest bei grossen Unternehmen.

Im Moment 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

REALES BIP-WACHSTUM IN FRANKREICH, SPANIEN UND DER EURO-ZONE, 1. QUARTAL 2006 BIS 3. QUARTAL 2016

%-Veränderung ggü. Vorjahr



Quelle: Pictet WM - AA&MR, Eurostat

Abwärtsrisiko. Nach der Regierungsbildung in Spanien nach 10 Monaten politischen Stillstands steht nun das Verfassungsreferendum in Italien im Fokus. Die Konsequenzen eines „Nein“ zu dem Regierungsvorschlag einer Senatsreform sind weitgehend unklar.

Die Inflation in der Euro-Zone blieb trotz positiver Basiseffekte der Energiepreise (die sich in den kommenden Monaten verstärken könnten) verhalten. Die grösste EZB-Sorge ist jedoch weiterhin das fehlende Momentum bei den Kernpreisen. Wir rechnen nach wie vor damit, dass die Prognosen der EZB-Experten (Anfang Dezember) zusätzliche geldpolitische Massnahmen in Form einer 6-monatigen Verlängerung der quantitativen Lockerung bis September 2017 legitimieren, mit Anlagekäufen wie bisher für EUR 80 Mrd. pro Monat.

China: kurzfristige Wachstumsstabilisierung

Die jüngsten Daten bestätigten, dass die chinesische Wirtschaft sich vorerst stabilisiert hat. Das BIP stieg im 3. Quartal real um 6,7% gegenüber dem Vorjahr, also gleich stark wie im ersten Halbjahr 2016. China dürfte somit 2016 relativ sicher das Wachstumsziel der Regierung von 6,5-7% erreichen.

Wie bei der vorherigen Erholung spielten die steigenden Anlageinvestitionen (FAI) eine wichtige Rolle, insbesondere im Immobiliensektor. Die seit Ende 2015 bestehenden Stimulierungsmassnahmen haben zu einem starken Anstieg der Wohnimmobilienpreise und Panikkäufen der chinesischen

Mittelschicht geführt, vor allem in Tier-1- und einigen Tier-2-Städten. Immobilienentwickler nutzten den Boom und beschleunigten die Bautätigkeiten, was zu einem starken Anstieg bei Immobilienanlagen führte: auf 6% gegenüber dem Vorjahr im 3. Quartal 2016 von 1% Ende 2015. Viele Industriezweige, von Stahl- und Glasproduzenten bis hin zu Baumaschinenherstellern, verzeichneten ebenfalls eine deutliche Erholung.

Das FAI-Momentum, insbesondere bei Wohnimmobilien, dürfte jedoch nicht anhalten. Unsere Analyse deutet auf ein strukturelles Überangebot von Wohnimmobilien seit 2013 hin, insbesondere in Städten der unteren Kategorien. Zudem haben einige lokale Regierungen aus Angst vor einer Immobilienblase wieder Massnahmen eingeführt, um steigende Wohnimmobilienpreise zu begrenzen. Daher wird das FAI-Wachstum Anfang 2017 voraussichtlich wieder nachlassen.

Neben FAI haben auch andere Teile der Wirtschaft ermutigende Zeichen eines Übergangs gegeben. Das Wachstum im Dienstleistungsbereich übertrifft weiterhin die breitere Wirtschaft, und Dienstleistungsbranchen machen nun 52% des chinesischen BIP aus (42% vor zehn Jahren). Der Konsum der Haushalte bleibt widerstandsfähig. Das Umsatzwachstum im Einzelhandel stabilisierte sich im 3. Quartal bei über 10% gegenüber dem Vorjahr, wobei das der Automobilverkäufe im September 2016 26% erreichte.

Die Inflation zieht in China schrittweise an. Der Produzentenpreisindex (PPI) für Industrieprodukte veränderte sich zum Vorjahr im September erstmals seit über 4 Jahren positiv. Auch der Verbraucherpreisindex verbessert sich schrittweise. Die Kerninflation stieg im 3. Quartal, befindet sich aber weiter klar unter dem Regierungsziel. Dieser positive Trend dürfte im 4. Quartal 2016 anhalten und sich bis ins Jahr 2017 fortsetzen, was dabei helfen wird, die Einkommen und Schuldendienstfähigkeit der Unternehmen zu verbessern.

Zusammengefasst haben die jüngsten Daten also die kurzfristige Stabilisierung von Chinas Wirtschaft bestätigt und eine mechanische Aufwärtskorrektur unserer BIP-Prognose für 2016 von 6,5% auf 6,7% verursacht. Mit den zumindest kurzfristig nachlassenden Wachstumssorgen dürfte sich der Fokus der Regierung nun auf Strukturreformen verlagern. Angesichts der wirtschaftlichen Ungleichgewichte wird Chinas Expansion jedoch voraussichtlich weiterhin einen Abwärtstrend aufweisen, und wir bleiben vorerst bei unserer BIP-Wachstumsprognose von 6,2% für China 2017.

Staatsanleihen zeigen Schwächen

Relativ gute Gewinnzahlen, die Stabilisierung der Rohstoffpreise, eine gewisse Verbesserung der Makro-Lage und (vielleicht insbesondere) die anhaltende Zentralbankunterstützung halfen einigen Aktien, aber die Anleihenmärkte fingen an zu schwanken.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet und Alexandre Tavazzi

FINANZMÄRKTE

Performance in % der Finanzindizes in Lokalwährung. Daten bis zum 31.10.2016

	Index	Seit 31.12.2015	Oktober 2016
Aktien USA*	USD S&P 500	5.9%	-1.8%
Aktien Europa*	EUR Stoxx Europe 600	-4.2%	-1.0%
Aktien Schwellenländer*	USD MSCI Emerging Markets	16.6%	0.2%
US-Staatsanleihen*	USD ML Treasury Master	5.3%	-0.2%
US-Investment-Grade-Anleihen*	USD ML Corp Master	8.2%	-0.8%
US-Hochzinsanleihen*	USD ML US High Yield Master II	15.7%	0.3%
Hedgefonds	USD Credit Suisse Tremont Index Global**	0.1%	0.1%
Rohstoffe	USD Reuters Commodities Index	5.8%	0.0%
Gold	USD Gold Troy Ounce	20.4%	-2.9%

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

* Dividenden/Coupons reinvestiert ** Ende September 2016

Der Oktober wurde durch einen merklichen Anstieg der Kapitalmarktinzinsen geprägt, denn es gab Anzeichen, dass die Inflation zurückkehrt und die extrem lockere Geldpolitik zu Ende geht.

Die Renditen von Gilts zogen im Oktober deutlich an, denn die schwache Währung führte in Grossbritannien zu Inflation. Zudem schien eine Zinserhöhung durch die Fed im Dezember immer wahrscheinlicher, während in der Euro-Zone Gerüchte aufkamen, die EZB bereite die Drosselung ihres Anlagenkaufprogramms vor.

Die jüngste Anspannung bei Festverzinslichen bleibt im historischen Vergleich gering, und selbst bei höheren Rohstoffpreisen rechnen wir vorerst nicht mit einem erheblichen Anstieg der Inflationsraten. Aber die auf einige Staatsanleihen in Europa und Japan bezahlten Negativzinsen machen sie bei Stimmungsumschwüngen ganz besonders anfällig — zumal die Anleger auf ihrer Suche nach Rendite die Duration erhöhten. Ein Engagement bei Staatsanleihen ist inzwischen teuer, und das Risiko eines Aufflammens am

Anleihemarkt ist nicht zu vernachlässigen. Der Anstieg der Kapitalmarktinzinsen hilft uns bei der Rechtfertigung unserer Entscheidung, die Duration zu verkürzen und nach taktischen Gelegenheiten am Geldmarkt zu suchen.

Zugleich ist die jüngste Renditeverteilung positiv für die Bankmargen, eine vor allem in Europa willkommene Entwicklung. Die Sorgen über europäische Banken scheinen vorerst zu schwinden, dank u.a. relativ solider Gewinne im 3. Quartal. Im Oktober zählten Banken in US- und europäischen Aktienindizes neben einer Reihe zyklischer Sektoren zu den Sektoren mit der besten Performance. Die schwache Gold-Performance ist ein weiteres Anzeichen, dass der Finanzstress nachlässt, unabhängig von Sorgen über den Anleihemarkt.

Andere Faktoren geben zu verstehen, dass Aktien weiterhin ein gewisses Potenzial haben. Die Bewertungen sind zwar nicht günstig, aber das Gewinnwachstum dürfte sich in Industrieländern deutlich verbessern. Und die Anleger sind nach wie vor defensiver positioniert, als die

Hausse-trächtigen Signale erwarten lassen. Eine neuere Umfrage von Bank of America/Merrill Lynch zeigt, dass die durchschnittlich von globalen Fondsmanagern gehaltenen Cash-Positionen auf dem höchsten Stand seit 15 Jahren sind. Wir bleiben bei Aktien relativ zuversichtlich und halten es für gerechtfertigt, von defensiven Sektoren allmählich auf unterbewertete zyklische umzusatteln, auch auf ausgewählte Finanzwerte.

Aktien: logische Folgen

Die Anlagelandschaft hat sich seit dem Sommer verändert. Wie letzten Monat erwähnt konnten die Schwellenländer und zyklischen Sektoren dank der Erholung der Rohstoff- und Energiepreise an den Aktienmärkten die Führungsposition einnehmen. Der jüngste Anstieg der Kapitalmarktinzinsen ermöglicht es dem sehr niedrig bewerteten Finanzsektor, an der Erholung teilzunehmen, denn steilere Zinskurven gelten als positiv für die Rentabilität von Finanzfirmen. Da die Märkte tendenziell Ereignisse vorwegnehmen, sei vermerkt, dass die Aufwärtsrevisionen der Gewinnerwartungen für 2016 im S&P500 am stärksten bei Banken und im Stoxx Europe 600 bei Grundstoffen waren. Im Oktober wurden die Gewinnerwartungen 2017 für Grundstoffe in den USA um 0,8%, in Europa um 13,9% nach oben revidiert.

Die Gewinnzahlen für das 3. Quartal bestätigten somit den Marktoptimismus für zyklische und Finanzsektoren, wo die Bewertungen niedriger als in allgemeinen Indizes waren. Die KBVs 2016 für Banken des MSCI

USA und des MSCI Europe stehen derzeit bei 1,0x bzw. 0,8x. Die entsprechenden Werte für die Energiesektoren betragen 2,0x bzw. 1,1x. Diese Zahlen sind mit den Werten des Gesamt-MSCI USA und Europe von 2,7x bzw. 1,7x zu vergleichen. So profitieren die am stärksten unterbewerteten Sektoren von der zyklischen Verbesserung, sodass Anlagen im Value-Stil am besten abschnitten. Aktienmärkte bewerten wir weiterhin positiv. Aber wir räumen ein, dass die US-Wahlen und das Referendum in Italien im Dezember die Volatilität befeuern könnten, und wir behalten den Schutz in unseren Portfolios bei.

„Politische Ungewissheiten dürften die kommenden Monate prägen und weiterhin das GBP belasten.“

Verschiebung bei Aktien/Anleihen-Korrelation

Im Oktober fuhr der S&P 500 -1,8% ein und der Stoxx Europe 600 -1,0%, im Vergleich zu 10-jährigen US Treasuries mit -1,8% und 10-jährigen deutschen Bundesanleihen mit -2,5% (jeweils Bruttogesamtrendite in Lokalwährung). In den letzten 15 Jahren bestand meist eine negative Ein-Jahres-Korrelation zwischen Aktien und Anleihen, die die Vorteile der Diversifizierung unter diesen beiden Hauptanlageklassen erklärte. Zuletzt wurde die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen 2013 positiv, als die Fed bekannt gab, dass sie ihre Anlagenkäufe drosseln werde, und dies zu massiven Verkäufen von Aktien und Anleihen führte. Aber es könnte zu früh sein, um zu sagen, die langjährigen Korrelationstrends seien komplett umgekrempelt.

Staatsanleihen hatten im Oktober einen schlechten Monat, einige Aktienindizes wiesen dagegen kräftige Erträge aus, so der TOPIX (+5,1% in Yen), der MSCI Latin America Index (10,0% in USD) und der MSCI Emerging Europe (+4,2% in EUR).

Aktuelles Umfeld gut für Japan

Japan blieb dieses Jahr bisher hinter den anderen Aktienmärkten zurück. Der Topix verzeichnete im Oktober seit Jahresbeginn -8,1% in Yen, im Vergleich zu +4,0% für den MSCI World in USD. Und doch machte der Topix im Oktober einen Teil der Performance-Lücke wett, mit einer Gesamttrendite von +5,3% in Yen, teilweise dank eines 4%-Rückgangs des Yen zum US-Dollar im Monatsverlauf. Seit Juni 2016 erholte sich der TOPIX um fast 17%, während der Yen zum US-Dollar in einer Spanne von 100-106 verharrte. Die Erholung des Topix steht in Einklang mit einer massiven Verbesserung der japanischen Gewinnrevisionen, die im Juni ihren Boden erreichten. Trotz eines schwachen Umsatzwachstums zeigen die jüngsten Berichtszahlen, dass Japans Unternehmen ihre Margen ausweiten konnten. Eine Fortsetzung dieses Trends wird für deren Aussichten 2017 entscheidend sein.

Pfund Sterling schwer getroffen

Das Pfund wurde von der Politik stark beeinflusst, seit die britische Premierministerin Theresa May am 2. Oktober verlauten liess, dass Grossbritannien den Artikel 50 (offizielle gesetzliche Benachrichtigung, dass Grossbritannien die EU verlassen wolle) „spätestens Ende März“ geltend machen werde. Da die

britische Regierung anscheinend der Einwanderungskontrolle den Vorzug vor einem möglichen Freihandelsabkommen mit der EU gibt, ist die Wahrscheinlichkeit eines „harten“ Brexit gestiegen, was dem Pfund eindeutig zu schaffen macht. Politische Ungewissheiten dürften die kommenden Monate prägen und weiterhin das GBP belasten. Überdies war das britische Wachstum bisher zwar widerstandsfähig, aber der Grossteil der Folgen des Brexit-Entscheids dürfte sich wohl im 1. Halbjahr 2017 einstellen, namentlich in Form eines Rückgangs der Privatinvestitionen. Daher dürfte das Pfund in den kommenden Monaten weiter schwach bleiben.

OPEC-Deal in Sicht

Nach einer auf einem informellen Treffen in Algier Ende September angekündigten vorläufigen Einigung deutet alles auf einen glaubwürdigen Ölförder-Deal auf dem formalen OPEC-Treffen am 30. November in Wien hin. Sollte der in Algier umrissene Deal nicht zustande kommen, wäre die Glaubwürdigkeit der OPEC ernsthaft beschädigt und eine starke Unterstützung der Ölpreise würde wohl wegfallen. Ohne eine Einigung wären die Brent-Ölpreise erheblichem Abwärtsdruck ausgesetzt, der sie bis unter USD 40 pro Barrel bringen könnte. Die OPEC würde dies ganz klar vermeiden wollen.

Lethargie

Die Weltwirtschaft ist immer noch nicht zu den Vorfinanzkrisen-Wachstumsniveaus zurückgekehrt. Mit einigen bemerkenswerten Ausnahmen bleibt die Konjunktur lethargisch. Der IWF rechnet 2016 mit einem globalen BIP-Wachstum von 3,1% und 2017 mit 3,4%. Im Vergleich dazu legte das BIP 2007 um 5,2% zu.¹ Laut IWF bleibt die weltweite Erholung „schwach und anfällig“², was der OECD-Einschätzung entspricht, dass die Weltwirtschaft in einer „Niedrigwachstumsfalle“ steckt.³

2,9%

Das reale BIP-Wachstum in den USA übertraf im dritten Quartal mit einem annualisierten Quartalsanstieg von 2,9% die Erwartungen⁷ und stieg gegenüber den im zweiten Quartal verzeichneten 1,4% deutlich an. Zwar waren die Privatkonsumdaten enttäuschend, aber wir beurteilen das US-Wachstum relativ positiv und erwarten, dass das **amerikanische BIP 2016 insgesamt um 1,5% wächst und 2017 um 2,0%**.

-3,3%

Brasiliens Zentralbank erwartet, dass das reale BIP des Landes (preisentwicklungsbereinigt) 2016 erneut schrumpfen wird, nämlich um 3,3%, nachdem es schon 2015 um 3,8% abgenommen hat. **Aber es gibt eine gewisse Zuversicht, dass Brasiliens Erholung im Schlussquartal 2016 einsetzen wird.** Das reale BIP schrumpfte im zweiten Quartal um 3,8%, während es im ersten Quartal noch 5,4% waren.⁸

3,2%

Spaniens Wirtschaft wuchs im 3. Quartal 2016 um 0,7% gegenüber dem Vorquartal und 3,2% gegenüber dem Vorjahresquartal.⁹ **Die robuste Konjunkturdynamik bedeutet, dass die Banco de España mit einem BIP-Jahreswachstum 2016 von 3,2% rechnet.**¹⁰ Aber wegen der Euro-Abwertung und fallender Ölpreise, die eine geringere Rolle für die Jahresprognosen spielen werden, erwartet sie für 2017 ein Wachstum von 2,3%.

2,2%

Laut vorläufigen Schätzungen stieg das britische BIP im dritten Quartal um 0,5%, während es im zweiten Quartal noch 0,7% waren¹¹, da Dienstleistungen, auf die fast 80% des BIP entfallen, weiter expandierten. Im Vergleich zum selben Quartal 2015 nahm das BIP um 2,3% zu. **Die jüngsten Daten haben unsere BIP-Wachstumsprognosen 2016 von 1,3% unmittelbar nach dem Brexit-Votum auf 2,0% beflügelt und für 2017 auf 1,1% (von 0,9%).**

¹ IWF, Weltwirtschaftsausblick, April 2008 - <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/text.pdf>

² IWF, Weltwirtschaftsausblick Update, Oktober 2016 - <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/index.htm>

³ OECD, 1. Juni 2016 - <http://www.oecd.org/economy/global-economy-stuck-in-low-growth-trap-policy-makers-need-to-act-to-keep-promises.htm>

⁴ Ministerium für Handel und Industrie von Singapur, 14. Oktober 2016 - http://www.singstat.gov.sg/docs/default-source/default-document-library/news/press_releases/adv_gdp3q2016.pdf

⁵ Australian Bureau of Statistics, 7. September 2016 - <http://www.abs.gov.au/ausstats/abs@nsf/mf/5206.0?opendocument&ref=HPKI>

⁶ National Bureau of Statistics, 19. Oktober 2016 - http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201610/t20161019_1411211.html

⁷ Bureau of Economic Analysis, 28. Oktober 2016 - <http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/gdpnewsrelease.htm>



2,7%

Südkoreas BIP-Wachstum verlangsamte sich im dritten Quartal auf 2,7% gegenüber dem Vorjahr. Im Vorquartal waren es noch 3,3%.¹² Dies spiegelt Probleme grösserer Unternehmen wie Hyundai, Samsung und Hanjin Shipping wider. Trotz Ungewissheiten über die Aussichten für Exporte und Inlandskonsum erwartet die Bank of Korea ein Jahreswachstum von 2,7% für dieses Jahr nach 2,6% im Jahr 2015.

0,7%

Japans Wirtschaft expandierte im zweiten Quartal laut revidierten Daten gegenüber dem Vorquartal um 0,2% und annualisiert um 0,7%, was die Erwartungen übertraf und zeigt, dass die Privatnachfrage stärker war als früher gemeldet.¹³ **Die Dynamik bleibt in Japan jedoch schwach und das Wachstum lag weit unter den annualisierten 2,1% vom ersten Quartal.**

3,3%

Australiens BIP verzeichnete mit einem 3,3%-Anstieg von Jahresbeginn bis Juni mit Hilfe staatlicher Investitionen einen 4-Jahresrekord.⁵ Laut dem neu berufenen Gouverneur der Reserve Bank of Australia, Philip Lowe, passt sich die australische Wirtschaft ziemlich gut an das Nachlassen des Mineninvestitionsbooms an.

6,7%

Chinas Wirtschaft expandierte im dritten Quartal um 6,7% und damit das dritte Quartal in Folge.⁶ Trotz aller Skepsis in Bezug auf offizielle Zahlen zerstreuten die jüngsten Daten teilweise Befürchtungen einer erneuten Verlangsamung in China, da ein Anstieg der Immobilienverkäufe nun auch auf die Industrieproduktion und den Konsum durchschlägt. **Wir rechnen in China für 2016 mit einem Wirtschaftswachstum von 6,7%, für 2017 mit 6,2%.**

0,6%

Im dritten Quartal wuchs Singapurs Wirtschaft um 0,6% gegenüber dem Vorjahr, deutlich weniger als die 2% vom zweiten Quartal⁴ und der niedrigste Wert seit 2009. Dies verstärkte die Sorgen, dass Südasiens Finanzzentrum von der globalen Verlangsamung und Änderungen in Chinas Wachstumsmuster schwer getroffen wurde.

⁸ Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 31. August 2016 - http://www.ibge.gov.br/home/mapa_site/mapa_site.php#indicadores

⁹ Instituto Nacional de Estadística, 28. Oktober 2016 - <http://www.ine.es/prensa/cntr0316a.pdf>

¹⁰ Banco de España, 29. September 2016 - http://www.bde.es/bde/en/secciones/prensa/Agenda/Boletin_Economi_3113dadbbfb6751.html

¹¹ Office of National Statistics, 30. September 2016 - <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/quarterlynationalaccounts/quarter2aprtojune2016>

¹² Bank of Korea, 25. Oktober 2016 - <http://www.bok.or.kr/contents/total/eng/boardView.action?boardBean.brdid=19443&boardBean.rnum=4&menuNavild=1959&boardBean.menuid=1959&boardBean.cPage=1&boardBean.categorycd=0&boardBean.sdt=&boardBean.edt=&boardBean.searchColumn=&boardBean.searchValue=>

¹³ Japan Cabinet Office, 8. September 2016 - http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/sokuhou/files/2016/qe162_2/gdemenua.html

Volatilere Märkte

Ein merklicher Renditeanstieg bei Benchmark-Anleihen bewirkte im Oktober volatilere Märkte. Höhere Zinsen und Dollar-Stärke machten Edelmetallen zu schaffen. Aber die Banken setzten ihre Outperformance bei begrenzten Gewinnmitnahmen fort. Die Renditekurvenversteilung war dabei hilfreich.

Aktien

Gewinnmitnahmen

Sektorrotation in den Indizes

Im Oktober litten S&P500 (-1,8% Rendite*) und Euro Stoxx 600 (-1%*) unter Gewinnmitnahmen. Japans Markt legte um 5%* zu. Das Exposure in anderen Volkswirtschaften und zyklische Merkmale halfen ihm dabei. Schwellenländer gewannen im Oktober in US-Dollar 0,25%. Der Rohstoffpreisanstieg wirkte sich auf Staatsanleihenmärkte aus und führte zu einer Versteilung der Renditekurven. So kam es zu einer kräftigen Performance von Finanz- und v.a. Banktiteln. Der MSCI Europe Banks Index war in Europa der Sektorindex mit der besten Performance mit einem Monatsplus von 8,7%*, während seine Pendanten in USA und Japan um 4,5%* bzw. 8,8%* zulegten. Hilfreich war auch, dass die Bankenergebnisse im 3. Quartal die Erwartungen übertrafen.

Nach dem Brexit-Referendum, wurde das Anlageumfeld für zyklische Firmen positiv. Die Rohstoffpreise erholten sich und die jüngste Entwicklung der Anleiherenditen und bessere Gewinne erleichterten eine weltweite Erholung von Finanzaktien. Die am stärksten unterbewerteten Sektoren (zyklische und Finanz) zogen also an, sodass Substanz-Wachstumsanlagen überholen konnten. Da das Preisumfeld sich weiter verbessert, könnte das für 2017 erwartete Gewinnwachstum (etwa 12% in den USA, 13% in Europa und 9% in Japan) durchaus erreicht werden. Wir sehen daher an Aktienmärkten weiteres Aufwärtspotenzial, behalten aber angesichts der bevorstehenden US-Wahlen und des Referendums in Italien einen gewissen Schutz bei.

**Gesamtrendite in Lokalwährung*

Staatsanleihen

Ein negativer Monat für Staatsanleihen

Staatsanleiherenditen stiegen, höhere Inflation und weniger geldpolitische Lockerung wurden eingepreist.

Da die Märkte mit weniger geldpolitischer Lockerung und höherer Inflation rechneten, zogen die langfristigen Staatsanleiherenditen der Industrieländer im Oktober stark an, am stärksten 10-jährige britische Gilt (+50 Bp auf 1,25%) und 10-jährige deutsche Bundesanleihen (+28 Bp auf 0,16%). Es wird erwartet, dass die EZB ihr QE-Programm über März 2017 hinaus verlängert, aber es gab Gerüchte über langsamere Käufe und veränderte Bedingungen, was die am langen Ende der deutschen Kurve gekauften Beträge verringern und höhere Langfristzinsen bewirken könnte. Wir rechnen damit, dass die EZB im Dezember eine QE-Verlängerung mit unveränderten Anlagenkäufen von EUR 80 Mrd. pro Monat bekannt geben wird. Ferner wird wohl die Emittentengrenze angehoben und das Kriterium des Einlagensatzes als Untergrenze für die EZB-Anlagenkäufe abgeschafft. Dies könnte die 10-jährige Bundesanleiherendite bis zum Jahresende auf 0,3% bringen (höher als die vorher erwarteten 0,08%).

Die 10-jährigen US-Treasury-Renditen stiegen im Oktober um 23 Bp auf 1,83% wegen zunehmender Inflationserwartungen und immer wahrscheinlicheren Fed-Zinserhöhungen im Dezember, aber auch weil man glaubt, die Fed könnte bereit sein, das Erhöhungstempo 2017 zu verlangsamen, um eine weitere Beschleunigung von Inflation und Konjunktur zu ermöglichen. Daher revidierten wir unser Jahresendziel für 10-jährige Renditen von US Treasuries von 1,7% auf 2%.

Unternehmensanleihen

Outperformance von Hochzinsanleihen

Steigende Renditen von Kernstaatsanleihen zogen Renditen von Investment-Grade-Anleihen mit, aber High-Yield-Spreads verengten sich.

Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) verzeichneten im Oktober eine negative Performance (-0,8% in USD)*. Dabei konnte die Spreadverengung den Anstosseffekt höherer Kernstaatsanleiherenditen nur teilweise ausgleichen. Die US-IG-Rendite kletterte erstmals seit dem Brexit-Votum im Juni auf 3%, jene in Euro erreichte 0,8% (weiter niedriger als vor dem Referendum dank der EZB-Käufe von Unternehmensanleihen).

Bei Hochzinsanleihen (HY) verengten sich die Spreads im Oktober erheblich (-6 Bp bei US-HY und -40 Bp bei Euro-HY). US-HY ergab +0,3%. Ein Ölpreisanstieg infolge einer möglichen Förderdrosselung durch die OPEC löste eine starke Spreadverengung in den Sektoren Energie und Metalle & Bergbau aus. Euro-HY schnitten besser ab (+0,9%), dank steilerer Staatsanleiherenditekurven und der die (niedrigen) Erwartungen übertreffenden Bankergebnisse vom 3. Quartal. Die robusten Ergebnisse geschwächter Banken wie der Deutschen Bank überraschten.

In den Schwellenländern legten Staatsanleiherenditen in Hartwährungen (USD) stärker zu (+25 Bp im JPM EMBI) als in Lokalwährung (+18 Bp im JPM GBI-EM), was auf den Renditeanstieg von US Treasuries und Sorgen wegen der USD-Festigung zurückging.

** Alle Kreditdaten beruhen auf Indizes von Bank of America Merrill Lynch.*

Hedgefonds

Das Ende der (QE-)Welt, wie wir sie kennen

Die Welt bereitet sich auf die geldpolitische Normalisierung vor. Bietet dies ein günstigeres Umfeld für Hedgefondsstrategien?

Angesichts des aktuellen Zustands der Hedgefondsbranche stellen sich zwei Fragen: Warum liegt ihre Performance unter ihrem historischen Durchschnitt? Ist das „neue Normalität“ oder ist eine Erholung möglich?

Bei der Beantwortung der ersten Frage fiel uns vor allem eins auf. Die über 5 Jahre gleitende Performance einiger der bestetablierten Global-Makro-Manager lag bis vor wenigen Jahren bei 15% oder mehr. Heute ist sie halb so hoch, wenn nicht niedriger. Der Grund hat unseres Erachtens mit der quantitativen Lockerung (QE) zu tun. QE verzerrt mit wahllosen Käufen von Finanzanlagen, Null- oder Negativzinspolitik, möglichem Helikoptergeld usw. die Märkte. Die Umsetzung von Hedgefondsstrategien unter diesen Umständen ist eine Herausforderung, denn die Marktkräfte werden von der Zentralbankpolitik ausgestochen. Und was geschieht nun? Laut unserer Analyse der Hedgefonds-Performance neigen Hedgefonds bei einer Rückkehr der Zentralbanken zur konventionellen Politik und bei steigenden Zinsen zu einer kurz- wie langfristigen Outperformance. Die Performance der Vergangenheit bietet zwar keine Hinweise auf künftigen Erfolg, aber es gibt Gründe für Zuversicht in Bezug auf die Zukunft der Hedgefonds nach der QE.

Edelmetalle

Schlechter Monat für Edelmetalle

Der Oktober war für Edelmetallanleger nicht günstig. Gold, Silber, Platin und Palladium verzeichneten deutliche Rückgänge.

Da es immer wahrscheinlicher wird, dass die Fed im Dezember die Zinsen erhöht, und wegen allzu grossem Optimismus der Goldanleger brachen Anfang Oktober die Goldpreise ein. Dies schlug sich auf alle anderen Edelmetalle nieder. Gold und Silber machten schnell wieder einen Teil der Verluste wett, aber Platin setzte seinen Rückgang bis Monatsmitte fort, um dann kräftig zuzulegen. Bei Palladium war überhaupt keine nennenswerte Erholung zu erkennen. Insgesamt fielen die Preise für Gold im Oktober um 2,9% (in US-Dollar), für Silber um 6,6%, für Platin um 4,4%, und für Palladium um 13,8%. Die im Dezember erwartete Fed-Zinserhöhung und die damit verbundene Dollar-Stärke dürften die Edelmetalle weiter belasten. Die wichtigen Zentralbanken dürften die Realzinsen niedrig halten, um die Erholung der Investitionen zu unterstützen. Dies setzt einem weiteren starken Rückgang des Goldes Grenzen. Palladium ist nach seinem jüngsten Einbruch attraktiver, da es durch sein erhebliches Exposure bei Autoverkäufen weltweit nach wie vor unterstützt werden dürfte. Bei Platin bleiben wir vorsichtig, weil der Anteil von Dieselfahrzeugen an Autoverkäufen insgesamt weiter abnehmen dürfte.

Devisen

USD steht wieder in Gunst

Der US-Dollar festigte sich im Oktober deutlich. Die Anstiege des USD Index und des USD Broad Index um 3,1% bzw. 1,5% belegen das.

Der USD hat sich jüngst aus mehreren Gründen gefestigt: 1. Ein „harter“ Brexit ist wahrscheinlicher, was das Pfund Sterling nachdrücklich geschwächt hat. 2. Die Markterwartungen einer Fed-Zinserhöhung im Dezember haben zugenommen. 3. Die PBoC ist bereit, den Renminbi zum USD weiter abwerten zu lassen. 4. Steigende Langfristrenditen belasteten den Yen (da die 10-Jahres-Renditen jetzt von der BoJ nahe 0% gehalten werden) und andere Niedrigzinswährungen in Asien mit relativ schwachem Inflationsausblick.

Das Pfund Sterling dürfte schwach bleiben, da sich die meisten Folgen des Brexit-Votums erst noch konkretisieren müssen. Ausserdem dürfte der EUR/USD-Kurs unter Druck bleiben, denn die Zinserwartungen am US-Markt sind für 2017 weiter sehr zahm im Vergleich zu unserem Szenario mit zwei Anhebungen, und die EZB dürfte ihre QE wenigstens bis September 2017 verlängern. Unterdessen dürften einige Verbesserungen bei Japans Inflationsausblick die Realzinsen senken und den Yen weniger attraktiv machen. Die PBoC schliesslich wird wohl eine allmähliche Renminbi-Abwertung zum USD weiter begünstigen. Diese Faktoren lassen vermuten, dass der USD in den kommenden Monaten stark bleiben wird.

Die Welt ist bereit für Veränderungen des geldpolitischen Stils

Der Stil der Geldpolitik unterscheidet sich von einer Zentralbank zur anderen und ist je nach wirtschaftlichem Umfeld anders ausgeprägt. Weltweit entsteht dadurch eine Desynchronisierung. Beim weltweiten Versuch, das schleppende Wachstum anzukurbeln, ist die Einsicht wichtig, dass geldpolitische Ansätze sich ändern können.

Christophe Donay, *Chefstrategie, Leiter Asset Allokation und Makro-Research*
Frederik Ducrozet, *Senior-Ökonom für Europa, Asset Allokation und Makro-Research*

🚩 Jeder geldpolitische Stil unterscheidet sich von anderen in Bezug auf offizielle Ziele, die zum Erreichen dieser Ziele eingesetzten Instrumente (die drei geläufigsten sind Kurzfristzinsen, Geldmenge und Kommunikation) und Übertragungskanäle. Man erkennt unmittelbar, wie sich die Zentralbanken in diesen Stilelementen unterscheiden. Offizielle Ziele sind zum Beispiel für die Europäische Zentralbank (EZB) laut ihrem einheitlichen Auftrag die Preisstabilität für die gesamte Euro-Zone und für die US Federal Reserve (Fed) laut ihrem doppelten Auftrag die Maximierung der Beschäftigung und die Stabilisierung der Preise.¹

Allein die Fed hat ihren geldpolitischen Stil in den letzten fünfzig Jahren vier Mal überarbeitet (siehe Kasten), aber seit Anfang der 1990er Jahre ist in der Politik der Zentralbanken eine Konvergenz zu einer Art Inflationszielorientierung zu beobachten. Neuseelands Reserve Bank sah 1990 als erste offiziell ein Inflationsziel vor. Ihrem Beispiel folgten in den nächsten zwanzig Jahren ganz unterschiedliche Länder wie Australien, Schweden, Brasilien und Polen. Die EZB hatte vom Tag ihrer Gründung 1998 die Preisstabilität zum Auftrag und setzte ihr mittelfristiges Inflationsziel 2003 auf unter 2%, aber nahe 2% fest. Für die Fed wiederum bestärkte Ben Bernanke 2012 wegen Disinflationssorgen das Engagement der Fed für eine Inflation von 2%. Von 1982 bis 2008 schien das Inflationsziel für Zentralbanken gut zu funktionieren und galt als Grund für den erheblichen Rückgang der Volatilität zwischen den Hochs und den Tiefs des Geschäftszyklus Mitte der 1980er Jahre bis 2007 (sogenannte „Great Moderation“).

Kritik an existierender Politik

Die Subprime-Krise und ihre Folgen stellten jedoch existierende geldpolitische Ansätze in Frage. Acht Jahre nach dem Höhepunkt der Finanzkrise bewegt sich die Wirtschaftstätigkeit immer noch unter ihrem langfristigen Trend und die Inflation unter ihrem Ziel. Grosse Volkswirtschaften befinden sich anscheinend in einer Liquiditätsfalle mit Liquiditätsspritzen der Zentralbanken in das Bankensystem und Zinssenkungen, die weder Inflation noch Ausgaben zu stimulieren vermögen.

Kritiker des aktuellen geldpolitischen Stils bringen vier Hauptargumente vor.

Erstens wird die enorme Ausweitung der Zentralbankbilanzen als Beweis für die Dysfunktionalität der Geldpolitik herangezogen. Seit 2008 haben sich die Zentralbankaktiva meist verfünffacht. Die Bilanz der Bank of Japan (BoJ) entspricht mehr als 90% von Japans BIP, jene der Schweizerischen Nationalbank gar 110% des Schweizer BIP.

Zweitens wurde das reale Wirtschaftswachstum während der Great Moderation zwar etwas stabiler, aber im Hintergrund verschlechterten sich einige wirtschaftliche Fundamentaldaten und die Verschuldung nahm in erschreckendem Mass zu. Anders als man während der Great Moderation dachte, erscheinen die kapitalistischen Volkswirtschaften mit jedem neuen Zyklus weniger stabil. Bisher kam es zu drei wichtigen Hoch-Tief-Phasen, jeweils in Verbindung mit übertrieben hoher Verschuldung und jedes Mal mit einer stärkeren Rezession als zuvor. Die erste war eine direkte Folge der Dotcom-Blase am Ende der 1990er Jahre, als Technologie-, Medien- und Telekomgesellschaften (TMT) sich zu Beginn des Internet-Zeitalters positionieren wollten.

2008 wurde aus der ursprünglich auf die USA begrenzten Subprime-Krise eine weltweite Krise. Es war schlimmer als der Dotcom-Crash von 2001, denn diesmal wurde das komplette weltweite Bankensystem an den Rand des Zusammenbruchs gebracht. Im Zentrum der Krise von

Regimewechsel der Fed-Politik

Als Anfang der 1970er Jahre die Währungen vor dem letztendlichen Zusammenbruch des Systems der festen Wechselkurse heftig schwankten, konzentrierte sich die Fed auf den Erhalt der Stabilität durch ein Preisziel für die Bankreserven. Als Ende der 1970er Jahre die Inflation aus dem Ruder lief, wandte sie sich der Kontrolle des Geldangebots zu. Der Fed gelang es schliesslich, die Inflation zu zähmen und die durchschnittliche Verbraucherpreis-inflation von 13% im Jahr 1980 auf 2-3% Mitte der 1990er Jahre zurück zu bringen. 1999 dann reagierte die Fed auf die Kritik, dass ein expliziteres Ziel der Flexibilität der Politik schaden werde, mit einer „erwünschten“ Zielspanne für die Inflation von weniger als 2%, aber nahe 2% gemessen am Verbraucherpreisindex. Als im November 2008 schliesslich dem US-Finanzsystem die Kernschmelze drohte, erklärte die Fed, sie werde bis zu 600 Milliarden USD an hypothekenbesicherten Agency-Papieren und Agency-Anleihen kaufen, und sie senkte die Zinsen für Overnight-Kredite auf null, um das Geldangebot zu fördern. Dies war der Beginn der quantitativen Lockerung mit einer massiven Bilanzausweitung der Fed.

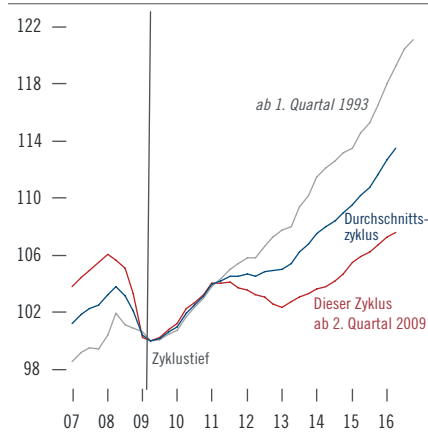
¹ Seit Verabschiedung des Gesetzes von 1978 über Vollbeschäftigung und ausgewogenes Wachstum hat die Fed kraft Gesetz zum Ziel, „die Ziele der maximalen Beschäftigung, stabiler Preise und moderater langfristiger Zinsen wirksam zu fördern“.

2008 stand die hohe Verschuldung der US-Haushalte. Die letzte Episode war 2010 die Euro-Krise, ein vollkommen neues Phänomen mit Staatsschulden im Mittelpunkt.

Die Wirksamkeit der Politik der Zentralbanken wird zwar zunehmend in Frage gestellt, die Munition zu deren Umsetzung fehlt ihnen aber nicht. Seit 2008 verwenden die Zentralbanken weltweit ein sehr breites Spektrum von Übertragungskanälen: Schwächung der Währung, um die Exporte anzukurbeln; Reflation der Anlagepreise zur Förderung des Vertrauens; Bereinigung der Bankbilanzen zur Ankurbelung des Kreditzyklus. Aber letztendlich sind all diese Massnahmen gescheitert, denn das Wirtschaftswachstum bleibt verhalten. Die Überzeugung, dass Länder seit der Finanzkrise in einem suboptimalen Wachstum gefangen sind und Industrienationen insbesondere in Europa anscheinend ein „verlorenes Jahrzehnt“ mit Wachstum unter pari verzeichnen werden (siehe Grafik), ist die dritte Kritik an der Geldpolitik.

Der vierte wichtige Kritikpunkt betrifft die Erkenntnis, dass niedrige Inflation an sich nicht ausreicht, um Wirtschaftsstabilität und ein optimales Wachstum zu erreichen. Es wurde nämlich klar, dass die Gefahren einer niedrigen Inflationsrate stärker wiegen als ihre

ZYKLEN MIT WACHSTUM UNTER PARI IN DER EURO-ZONE



Quelle: Pictet WM - AA&MR, Eurostat

Vorteile. Insofern als niedrige Preisanstiege Deflationsdruck spiegeln, bedeuten sie ein Risiko für das wirtschaftliche Wohlergehen insgesamt.

Neue Politikalternativen

Ausgehend von all diesen Kritikpunkten kommen neue alternative geldpolitische Stile zum Zug. Drei der plausibelsten sehen ein Ziel für Anlagepreise, ein Ziel für das nominale BIP (NBIP) bzw. die Festlegung eines flexiblen Inflationsziels vor.

Ziel für Anlagepreise. Die BoJ ging im September teilweise und indirekt zu einem Anlagepreisziel über, als sie ankündigte, sie wolle japanische Staatsanleihen (JGBs) kaufen, bis

gewährleistet sei, dass deren 10-jährige Renditen etwa bei null bleiben. Dies könnte eine „inkomplette“ Zielausrichtung auf Anlagepreise sein. Könnten andere Zentralbanken offener die Verantwortung für die Sicherstellung der Stabilität von Anlagepreisen und Preisen übernehmen? Wenn man die grundlegende Rechtfertigung eines so radikalen Schrittes akzeptiert – um zu gewährleisten, dass Zentralbanken wirksamer handeln können, um die oben beschriebenen Hoch-Tief-Phänomene zu vermeiden – auf welchem Niveau der Anlagepreise sollten dann Zentralbanken intervenieren? Immer wenn das Wachstum der Kredite das nominale BIP-Wachstum übertrifft, werden Schulden aufgebaut. Sollten Zentralbanken ein Ziel für das Kreditwachstum aufstellen, mit einem spezifischen Ziel pro Sektor? Die Theorie kennt bisher leider noch keine Antwort auf diese Fragen und es gibt auch kein Kriterium, wann eine Anlageklasse Blasenterritorium erreicht. Daher ist ein Anlagepreisziel trotz seiner Attraktivität noch nicht wirklich so weit, dass es zum nächsten geldpolitischen Stil der Zentralbanken werden könnte.

NBIP-Ziel. Die schleppende Wirtschaftserholung in den Industrieländern verhalf diesem geldpolitischen Stil zu Dynamik. Da eine Neuauflage der Grossen Depression und der Grossen Rezession nicht nur nicht wünschenswert, sondern auch vermeidbar ist, wollen so genannte „Marktmonetaristen“, dass Zentralbanken helfen, das BIP-Wachstum zu maximieren und zugleich die Volatilität möglichst gering zu halten. Sie machen geltend, dass Zentralbanken mit allen

Krise	Datum	Stark überschuldete Parteien	Am direktesten betroffene Anlagekategorie
TMT-Crash	2001-2002	TMT-Firmen	US- und europäische Aktien
Subprime-Krise	2008-2009	US-Haushalte	US-Wohnimmobilienmarkt
Euro-Krise	2010-2012	Staatsanleihen aus Griechenland, Spanien und Portugal	Staatsanleihen von der Peripherie der Euro-Zone

Gemessen an den Indizes S&P500 und Stoxx Euro 600

verfügbaren Mitteln proaktive geldpolitische Massnahmen umsetzen sollen, darunter auch die quantitative Lockerung, bis das Zielniveau für das nominale BIP erreicht ist.

Zentralbanken sollten mit ihrem Ziel bei der Gesamtnachfragesteigerung transparent sein, denn Firmen und Privathaushalte müssen überzeugt sein, dass die Zentralbanken das Ziel ernsthaft verfolgen. Bei diesem geldpolitischen Stil sind Inflations- und Zinsziele kein Zweck an sich und die berühmte Taylor-Regel der Geldpolitik kommt nur begrenzt zum Einsatz.

Flexibles Inflationsziel. Da der Internationale Währungsfonds auf das Potenzial des flexiblen Inflationsziels im Kampf gegen das schleppende Wachstum hinweist, hat es wohl die beste Aussicht, zur Blaupause für die künftige Geldpolitik in den Industrieländern zu werden. In wenigen Worten bedeutet dieser geldpolitische Stil, dass man Preisanstiege über das offizielle Inflationsziel hinaus für begrenzte Phasen akzeptiert. Das Hauptrisiko ist die Auswirkung auf den Anleihemarkt. Viele sagen schon, dass die schweren Zentralbankeingriffe der letzten acht Jahre die natürlichen Marktmechanismen unterbrochen und den Staatsanleihenmarkt zu stark stimuliert haben. Daher bieten 10-jährige Treasuries heute ein asymmetrisches Risiko für die Anleger.

In diesem Szenario könnten Leitzinserhöhungen zusammen mit einem anziehenden US-Wachstum zu einem wesentlichen Anstieg bei Renditen langlaufender US-Anleihen führen.

Es sei daran erinnert, dass Alan Blinder im Sommer 1994 kurz nach seiner Berufung in den Fed-Offenmarktausschuss erklärte, die Fed sei verpflichtet einzugreifen, wann immer die Arbeitslosigkeit hoch sei. Damals herrschte in den USA fast Vollbeschäftigung mit einer Arbeitslosenquote von 6,1%. Blinders Kommentar wurde als Signal dafür angesehen, dass die Fed die Arbeitslosigkeit sogar noch unter die strukturbedingte Rate drücken wollte, was in den Augen der Anleger eine Inflationsspirale auslösen könnte. Ergebnis war dann der Bondmarkt-Crash von 1994. Wenn die Fed heute ankündigen würde, dass sie bereit wäre, eine Inflation über ihrem Ziel von 2% zu akzeptieren, bestünde die Gefahr, dass sie die Aufmerksamkeit darauf lenkt, wie weit sie ausgehend von den jüngsten Preisdaten hinter die Kurve zurückgefallen ist. Wer weiss, wie die Akteure an den Bondmärkten reagieren könnten, wenn sie merken, dass die langfristigen US-Zinsen weit unter ihrem „natürlichen“ Niveau liegen (das das nominale Wachstum spiegeln sollte, also BIP-Wachstum plus Inflation).

Schlussbetrachtung

2017 wird die Geldpolitik ein zentraler Risikofaktor für Anleihe- und Aktienmärkte sein. Die Zentralbanken müssen die Anleger dahingehend beruhigen, dass sie fähig sind, den geldpolitischen Stil an die wirtschaftlichen Verhältnisse anzupassen. Auf mittlere Sicht könnte ihre Glaubwürdigkeit in Gefahr sein, wenn sie die Marktteilnehmer nicht von der Wirksamkeit ihrer Politik und der Bedeutung ihres Einflusses auf den Konjunkturzyklus überzeugen können.

Längerfristig bleiben die Fragen über die Folgen der enormen Anhäufung von Zentralbankanlagen bestehen, ob nun neue geldpolitische Stile die reale Wirtschaft unterstützen oder nicht. Aber zumindest wird zunehmend akzeptiert, dass Zentralbanken ihre aufgeblähten Bilanzen nutzen sollten, um eventuell neue geldpolitische Stile umzusetzen. Was auch immer sich als neuer Stil ergibt, eine Zauberformel, die das „verlorene Jahrzehnt“ in den Industrienationen ungeschehen macht, wird er nicht bereithalten. Die Geldpolitik muss immer noch mit der Haushaltspolitik zusammenarbeiten, um ihre volle Wirkung zu entfalten. Aber dies ist noch nicht entschieden, zumal die Politiker nicht so ganz bereit sind, angemessene Fiskalmassnahmen zur Unterstützung des Wachstums durchzusetzen (siehe Leitartikel).

Verfasser | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Dong Chen, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Laureline Chatelain, Frederik Ducroz, Dong Chen **Redaktionsteam** | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan **Redaktionsschluss:** 2. November 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 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..

Renditen der Benchmark-Anleihen steigen

Im Oktober stiegen die langfristigen Renditen der Benchmark-Anleihen, sodass die 10-jährigen Renditen in der Euro-Zone den negativen Bereich verliessen. Hochzins- und Schwellenländeranleihen bleiben die diesjährigen Starperformer unter den festverzinslichen Papieren, während bei Weltaktien Energie und Grundstoffe vorne liegen.

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

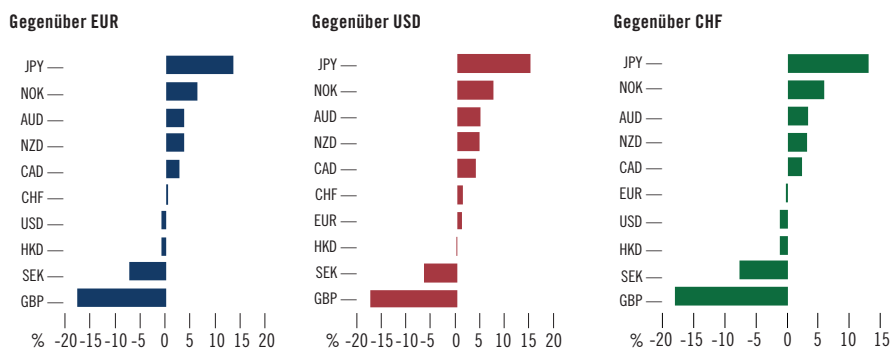
WICHTIGSTE WIRTSCHAFTSINDIKATOREN

BIP-Wachstum	Schätzungen Pictet – (Konsens*)			
	2014	2015	2016G	2017G
USA	2.4%	2.6%	1.5% (1.5%)	2.0% (2.2%)
Euro-Zone	0.9%	1.6%	1.5% (1.6%)	1.3% (1.3%)
Schweiz	2.0%	0.8%	1.5% (1.5%)	1.3% (1.4%)
Grossbritannien	3.1%	2.2%	2.0% (1.9%)	1.1% (0.9%)
Japan	-0.1%	0.6%	0.6% (0.6%)	0.6% (0.9%)
China	7.3%	6.9%	6.7% (6.6%)	6.2% (6.3%)
Brasilien	0.1%	-3.9%	-3.2% (-3.2%)	1.0% (1.1%)
Russia	0.5%	-3.3%	-0.7% (-0.6%)	1.3% (1.2%)

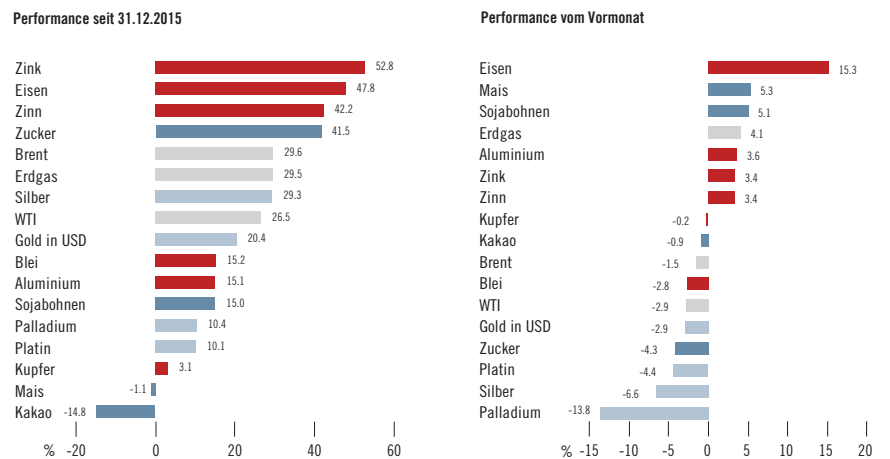
Inflation (VPI) Jahresdurchschnitt (ausser für Brasilien: Jahresende)	2014	2015	2016G	2017G
USA	1.6%	0.1%	1.4% (1.2%)	2.4% (2.3%)
Euro-Zone	0.4%	0.0%	0.2% (0.2%)	1.3% (1.3%)
Schweiz	0.0%	-1.1%	-0.3% (-0.4%)	0.4% (0.3%)
Grossbritannien	1.5%	0.0%	0.8% (0.7%)	2.7% (2.3%)
Japan	2.7%	0.8%	-0.3% (-0.2%)	0.4% (0.4%)
China	2.0%	1.4%	1.8% (2.0%)	1.8% (1.9%)
Brasilien	6.3%	9.0%	8.0% (7.1%)	5.4% (5.2%)
Russia	7.8%	15.5%	6.5% (6.3%)	5.5% (5.3%)

* Quelle: Consensus Economics Inc

WECHSELKURSSCHWANKUNGEN (SEIT 31.12.2015)



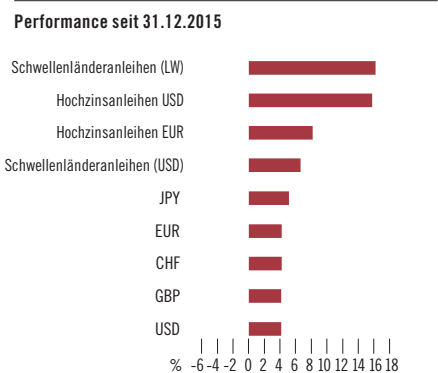
ROHSTOFFE



ZINSEN

	3 Monate	10 Jahre
USA	0.50%	1.8%
Euro-Zone	0.0%	0.16%
Schweiz	-0.75%	-0.4%
Grossbritannien	0.25%	1.25%
Japan	0.0%	0.0%
China	2.20% (1 Jahr)	4.75% (5 Jahre)
Brasilien	14.0%	11.4%

ANLEIHEMÄRKTE



AKTIENMÄRKTE

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	4.0%	3.1%	2.8%	25.6%
S&P 500*	5.9%	4.9%	4.6%	27.8%
MSCI Europe*	-2.7%	-3.6%	-3.9%	17.5%
Tokyo SE (Topix)*	5.2%	4.3%	3.9%	27.0%
MSCI Pacific ex. Japan*	11.1%	10.1%	9.8%	34.1%
SPI*	-4.5%	-5.4%	-5.7%	15.3%
Nasdaq	3.6%	2.7%	2.4%	25.1%
MSCI Em. Markets*	16.6%	15.6%	15.2%	40.8%
Russell 2000	4.9%	3.9%	3.6%	26.6%

* Dividenden reinvestiert

SEKTOREN

	USA	Europa	Welt
Industriewerte	7.4%	1.3%	6.2%
IT	10.7%	-3.3%	9.5%
Grundstoffe	7.1%	16.4%	16.2%
Telekom	6.3%	-17.3%	-0.5%
Gesundheit	-6.8%	-16.7%	-9.6%
Energie	11.5%	10.4%	12.9%
Versorger	14.0%	-7.4%	5.7%
Finanzwerte	2.0%	-14.1%	-2.0%
Basiskonsumgüter	4.5%	-3.2%	2.2%
Zykl. Konsumgüter	0.2%	-9.6%	-1.7%

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

