

**2,0%**Unsere Prognose des durchschnittlichen  
US-Jahreswachstums für 2017  
Seite 4**6,2%**Unsere Erwartung für Chinas BIP-  
Wachstum 2017  
Seite 5**17,0x**KGV von Unternehmen des S&P500  
per Ende November  
Seite 6**-4,0%**Gesamtrendite 10-jähriger  
US-Staatsanleihen im November  
Seite 7**27,1%**Offizielle Arbeitslosenquote Südafrikas  
im dritten Quartal 2016  
Seite 8**43 Bp**Renditeanstieg bei auf US-Dollar  
lautenden Investment-Grade-  
Unternehmensanleihen im November  
Seite 10**-8,1%**Goldpreisrückgang im November  
(in US-Dollar)  
Seite 11**2 x 25 Bp**Unsere Erwartungen für Fed-  
Zinserhöhungen 2017 (zweimal um  
25 Basispunkte)  
Seite 13

Von der Deflation zur Reflation: Unser Hauptszenario  
sieht für nächstes Jahr einen zyklischen Regimewechsel  
in der Weltwirtschaft vor

*Dezember 2016*

# Perspektiven

# Trumponomics – ein neuer Faktor für die Wachstumsaussichten



Cesar Perez Ruiz  
Chief Investment Officer,  
Pictet Wealth Management

Fast einen Monat nach dem Wahlsieg von Donald Trump bleiben viele Fragen über seine Absichten offen. Bisher gab es einen Mix aus Ernennungen von Mainstream-Republikanern und anderen, die weniger als Mainstream gelten. Aber bei Niederschrift dieser Zeilen war noch unbekannt, wie Trumps Wirtschaftsteam aussehen sollte.

Wir sind nach wie vor der Meinung, ein Präsident Trump wird sich vom Kandidaten Trump unterscheiden. Angesichts der Realität der Macht und der Gewaltenteilung im US-Regierungssystem müssen viele der Aufsehen erregendsten Vorschläge von Trump wohl etwas gemässigt werden. Dazu zählen drastisch erhöhte Zölle auf Importe aus China, der Bau einer Mauer zwischen den USA und Mexiko und die Demontage von Obamacare.

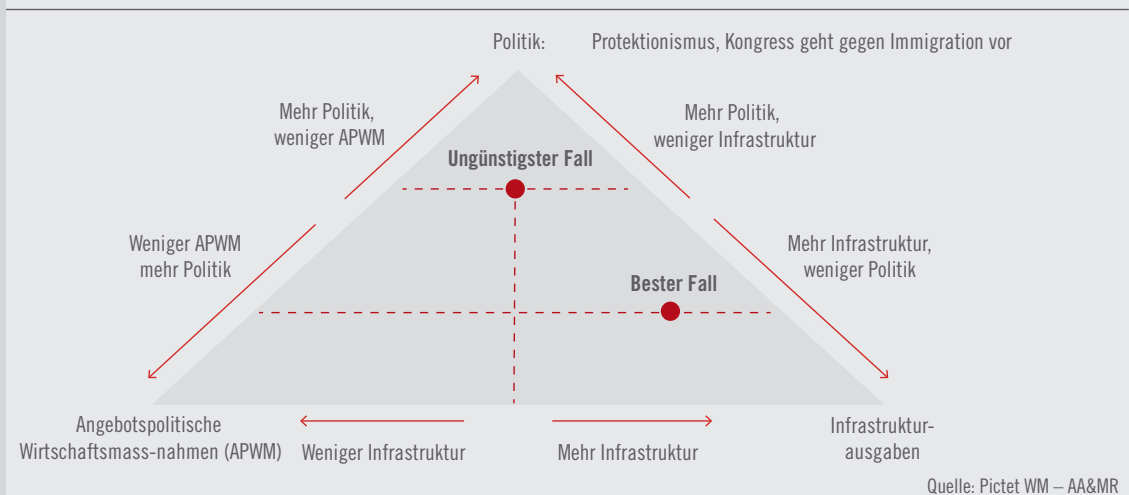
Das erste Anzeichen, dass der Ton der Kampagne von Kandidat Trump reine Rhetorik bleibt, gab es in seiner versöhnlichen Siegesrede am 9. November. Allerdings war die Rede auch bemerkenswert unkonkret in Bezug auf seine politischen Prioritäten als Präsident. Auf Basis seiner Stellungnahmen während der Wahlkampagne könnte er wohl stärker zu Protektionismus und fiskalischen Anreizen neigen. Keine dieser Prioritäten stünde zumindest auf den ersten Blick im Widerspruch zu einem wirtschaftspolitischen Ansatz nach dem Leitmotto seiner Kampagne „America First“. Aber Massnahmen, die den Protektionismus stark begünstigen, hätten eine ganz andere Wirkung an den Finanzmärkten als solche, die Fiskalanreizen Vorrang geben.

Der Wunsch, die Wähler, die für ihn gestimmt haben, zufriedenzustellen, bedeutet, dass die Massnahmen der Administration Trump irgendwo zwischen beiden liegen könnten. Als gewählter Präsident lehnte er schon die von Barack Obama befürwortete Transpazifische Partnerschaft, einen Handelspakt mit Japan und 10 weiteren Ländern, die zusammen 40% der Weltwirtschaft ausmachen, ab. Das gleiche Schicksal dürfte auch einen ähnlichen Handelspakt mit Europa treffen, das Transatlantische Freihandelsabkommen. Es bleibt abzuwarten, wie weit Trump auf diesem Kurs weitergeht. Eine Kündigung des zwanzig Jahre alten Nordamerikanischen Freihandelsabkommens (NAFTA) mit Kanada und Mexiko wäre destruktiv und würde mehr Probleme schaffen als lösen. Das Gleiche gilt für die Einführung von hohen Handelszöllen.

Die Vorteile eines soliden fiskalischen Stimulierungspakets scheinen weit klarer. Trump hat einen umfassenden Plan für Infrastrukturausgaben versprochen sowie zusätzliche Verteidigungsausgaben zusammen mit Senkungen der Einkommens- und Unternehmenssteuern. Und einige Architekten von Ronald Reagans starkem angebotspolitischem Wirtschaftsprogramm von Anfang der 1980er Jahre waren in Trumps Beraterteam. Diese Faktoren erklären, warum Trumps Präsidentschaft in unserem Basisszenario wachstumsfreundlich ist (zumindest für die USA). Erste Auswirkungen der Stimulierungsmassnahmen dürften sich Ende 2017 bemerkbar machen und umfassender dann 2018. Eine schneller wachsende US-Wirtschaft dürfte auch Nationen begünstigen, die in die USA exportieren — falls die Gewinne nicht durch einer stumpfsinnigen Handelspolitik der neuen Administration Trump zum Opfer fallen.

Trump's Fiskalpläne könnten sich als unbedeutender herausstellen, als die Märkte sie sich wünschen, auch bei einer republikanischen Mehrheit im Kongress, die ein Fiskalpaket verhindern könnte, das allzu tiefe Löcher in den Staatshaushalt reisst. Fiskalstimulierung bedeutet mehr Ausgaben, was gut für Aktien und schlecht für Anleihen sein könnte. Der starke Anstieg der Treasury-Renditekurve nach Trumps Sieg war insbesondere für Bankaktien günstig, die bei sich ausweitenden Anleihenspreads von besseren Margen profitieren dürften. Dem US-Bankensektor

## PRÄSIDENTSCHAFT VON TRUMP: UNGÜNSTIGSTES UND BESTES SZENARIO



kam auch Trumps Versprechen von weniger Regulierung zugute. Das Vorgehen des Geschäftsmannes Trump gegen Regulierungen würde wohl auch anderen Sektoren helfen. Aber fiskalische Anreize bei Vollbeschäftigung könnten auch eine Überhitzung und raschere Zinserhöhungen als bisher erwartet verursachen.

Vor den US-Wahlen beschlossen wir, einen Teil unserer Anleihenallokation von US-Treasuries in deutsche Bundesanleihen und einen Teil unserer weltweiten Aktienallokation von defensiven Aktien in Value-Aktien umzuschichten. Obwohl deutsche Bundesanleihen nur eine symbolische positive Rendite abwerfen, rechtfertigt der kräftige Anstieg der US-Renditen seit den Präsidentschaftswahlen unsere Entscheidung, die Hälfte der 10-jährigen T-Bonds in Euro- und CHF-Konten in Bundesanleihen umzuschichten. Neben der Outperformance gegenüber T-Bonds seit den US-Wahlen dürften Bundesanleihen auch von der Ausweitung der EZB-Anleihenkäufe profitieren. Im Sommer beschlossen wir, ein Drittel unserer taktischen Positionen von defensiven in Value-Titel umzuschichten. Dies erwies sich als gerechtfertigt. Seither stiegen die Aktienmärkte, allen voran zyklische Sektoren (wie Energie) und Value-Aktien, während die defensiven zurückblieben.


Angesichts der US-Dollarfestigung, höherer US-Treasury-Renditen und der Aussicht, dass die USA weniger offen für Handel sein werden, litten Schwellenländeranlagen und -währungen darunter, dass Ausländer in einer Art „Trumpwahn“ Gelder von diesen Märkten abziehen. Das hohe Volumen von auf Dollar lautenden Anleihen einiger Schwellenländer macht sie besonders anfällig für einen nachhaltigen Anstieg der US-Währung.

Bei Pictet Wealth Management wurden die Marktszenarien für 2017 um zwei grundlegende Themen herum konstruiert, die nach und nach in den Vordergrund treten dürften. Das eine ist die zunehmende Bedeutung von fiskalpolitischen gegenüber geldpolitischen Massnahmen, denen nun der Atem ausgeht, noch bevor das Wirtschaftswachstum auf sicheren Fundamenten steht. Das andere ist der erstmals seit zwei Jahren zu erwartende Anstieg der Unternehmensgewinne in den Industrieländern. Aber Donald Trumps Wahlsieg verleiht unseren Szenarien eine zusätzliche Dimension — jene der Unberechenbarkeit eines Populisten ohne jegliche Erfahrung mit einem politischen Amt, dessen Wirtschaftsdenken erst noch Form annehmen müssen.

# USA fördern positive Dynamik der Weltwirtschaft

Unseres Erachtens dürften Fiskalanreize die US-Wirtschaft in der zweiten Hälfte 2017 beflügeln. Wir rechnen weder in Europa noch in China mit wesentlichen Wachstumseinbrüchen, und die Inflation dürfte verhalten ansteigen.

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

 Die Meinungen gehen auseinander zwischen jenen, die erhöhte Staatsausgaben und Steuersenkungen als zentrales Element der Präsidentschaft Trumps erachten, und jenen, die eher Protektionismus und Anti-Globalisierung im Mittelpunkt sehen.

Wie bereits in dieser Ausgabe erwähnt, neigen wir zu der Ansicht, dass die Pläne des designierten Präsidenten Trump das US-Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2017 allmählich beflügeln werden. Die positive Dynamik der US-Wirtschaft (das annualisierte BIP-Wachstum für das 3. Quartal wurde auf 3,2% nach oben korrigiert) könnte auch auf die Weltwirtschaft übergreifen – solange sie nicht von einer kompromisslosen US-Handelspolitik überschattet wird.

In China hat sich die im 3. Quartal begonnene Beschleunigung der Wachstumsdynamik auch in diesem Quartal fortgesetzt. Wir heben daher unsere BIP-Wachstumsprognose für das Gesamtjahr 2016 von 6,5% auf 6,7% an. Chinas Wachstum dürfte sich im nächsten Jahr zwar verlangsamen, aber robust bleiben (über 6%). Auch die japanische Wirtschaft scheint sich zu erholen: Das BIP-Wachstum im 3. Quartal fällt deutlich höher aus als die Konsensprognosen. Dabei profitieren vor allem japanische Exporteure von einer neuerlichen Abwertung des Yen zum Dollar – ein Trend, der 2017 anhalten dürfte.

In Europa zeichnet sich nach wie vor ein eher gemischtes Bild. Grossbritannien droht ein deutlicher Abschwung, da die Brexit-Sorgen (wie zu erwarten) allmählich zum Tragen kommen, und in der Euro-Zone steht eine Reihe von Wahlen an. Auf das italienische Referendum am 4. Dezember folgen in der ersten Hälfte 2017 Wahlen in den Niederlanden und Frankreich. Die Frühindikatoren deuten allerdings auf einen Anstieg der Wirtschaftsaktivität in weiten Teilen der Euro-Zone hin. Zwar bleibt die Inflation schwach, Europa scheint aber dem globalen Trend in Richtung Reflation zu folgen.

### US-Wachstum im 1. Halbjahr 2017 langsamer, aber Beschleunigung im 2. Halbjahr

Die jüngsten Wirtschaftsdaten aus den USA fallen gemischt aus. Aufgrund einer Kehrtwende bei Sojaexporten könnte das BIP-Wachstum von 3,2% im 3. auf 1,5% im 4. Quartal sinken. Für das 2. Halbjahr ergäbe sich dadurch aber nach wie vor ein solides durchschnittliches Wachstum von 2,3%. Wir gehen im Grunde von zwei gegensätzlichen Szenarien aus. Laut dem ersten Szenario (Hauptszenario) dürfte der Kongress Trumps Haushaltsvorschläge zwar etwas verwässern. Wir rechnen aber dennoch mit umfangreichen Fiskalanreizen, welche das BIP in den USA 2017 und 2018 um 0,5-1,0% steigern dürften. Positiv dürfte sich dieses Programm allerdings erst ab Ende 2017 auswirken. Das zweite Szenario berücksichtigt die Möglichkeit eines erheblich verstärkten Handelsprotektionismus.

Etwaige Massnahmen in Bezug auf Handel und Immigration dürften sich allerdings nur in sehr begrenztem Masse auf Wachstum und Inflation auswirken, zumindest im nächsten Jahr. Was unsere Analyse erschwert, ist die rasche Straffung der monetären Bedingungen (der Dollar und die langfristigen Zinsen steigen seit der Präsidentschaftswahl). Diese Straffung, die einem Anstieg der Kurzfristzinsen um über 75 Bp bis Ende November entspricht, könnte das Wachstum im 1. Halbjahr 2017 belasten, in dem es sich auf durchschnittlich rund 1,7% verlangsamen dürfte, bevor es sich in der 2. Jahreshälfte infolge der Fiskalanreize wieder auf 2,4% beschleunigt. Im Jahresdurchschnitt rechnen wir nach wie vor mit einer Beschleunigung von 1,5% in diesem auf 2,0% im nächsten Jahr.

---

**„Wir schätzen die Möglichkeit, dass eine nationalistische, EU-feindliche Partei eine der wichtigen Wahlen 2017 gewinnt, extrem gering ein.“**

---

Die Kerninflation persönlicher Konsumausgaben (PCE) zeigte sich in den vergangenen neun Monaten vergleichsweise stabil. Obgleich die Überkapazitäten am Arbeitsmarkt weiter nachlassen und die Löhne steigen, dürfte die Kern-PCE-Inflation in den USA 2017 angesichts der Dollar-Aufwertung und der niedrigen globalen Inflation nur moderat ansteigen und bis Ende 2017 eine Jahresrate von 2,1% (aktuell: 1,7%) erreichen. Die Fed dürfte ihre Fed Funds Rate nach im Dezember wohl um 25 Bp anheben. Angesichts der deutlichen Straffung des monetären Umfelds und des nur verhaltenen Inflationsanstiegs dürfte die Fed sehr vorsichtig vorgehen. Wir erwarten im nächsten Jahr zwei Zinserhöhungen um 25 Bp.

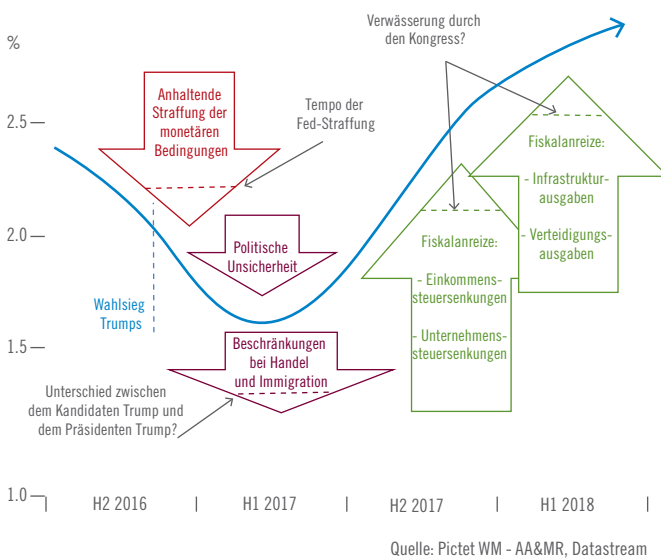
### Risiken für Wachstum in Europa ausgewogen

In unserem Hauptszenario rechnen wir 2017 nicht mit einer deutlichen Beschleunigung des BIP-Wachstums in der Euro-Zone, sondern mit einer weitgehend stabilen wirtschaftlichen Expansion. Anders ausgedrückt geht die von uns prognostizierte Verlangsamung des BIP-Jahreswachstums von 1,6% im Jahr 2016 auf 1,3% 2017 ausschliesslich auf den niedrigeren Übertrag ins nächste Jahr zurück. Zudem scheinen sowohl die Auf- als auch die Abwärtsrisiken in Bezug auf unser Hauptszenario weitgehend ausgewogen zu sein.

Einerseits dürfte sich die Binnennachfrage, gestützt durch die verbesserte Arbeitsmarktlage, das solide Wachstum der Realeinkommen und die lockere Geldpolitik, weiterhin als stärkster Wachstumsmotor in der Euro-Zone erweisen. Die Fiskalpolitik dürfte entgegenkommender werden, wenngleich sie suboptimal und ungleichmässig verteilt bleiben

**BERÜCKSICHTIGUNG VON PRÄSIDENT TRUMP:  
WACHSTUMSVERLANGSAMUNG IN DEN USA IM 1. HALBJAHR,  
GEFOLGT VON STÄRKEREM WACHSTUM IM 2. HALBJAHR**

Reales US-BIP-Wachstum und wesentliche Faktoren



dürfte. Ausser bei einem deutlichen Abschwung werden Länder mit Leistungsbilanzüberschuss ihren fiskalpolitischen Spielraum wohl nicht voll ausschöpfen. Die Exporte dürften sich ebenfalls erholen, wenngleich die Weltwirtschaft und die politische Unsicherheit die Gesamtnachfrage weiterhin belasten dürften. Andererseits steht 2017 eine Reihe wesentlicher politischer Tests an, mit drei wichtigen Wahlen in den Niederlanden, Frankreich und Deutschland. Trotz der Zunahme „populistischer“ Strömungen schätzen wir die Möglichkeit, dass eine nationalistische, EU-feindliche Partei eine der wichtigen Wahlen 2017 gewinnt oder ein rechtskräftiges Referendum zur EU/EWU-Mitgliedschaft abhält, extrem gering ein.

Hinsichtlich der Preisdynamik dürfte die Gesamtinflation im 1. Halbjahr 2017, gestützt durch Basiseffekte mit Energiebezug, bei knapp 1,5% ihren Höchstwert erreichen, bevor sie in der 2. Jahreshälfte wieder nachlässt. Die Abwärtsrisiken für die Kerninflation, die wir 2017 bei durchschnittlich 1,1% sehen, sind der Hauptgrund, warum die EZB an ihrer äusserst lockeren Geldpolitik festhalten dürfte, während sie zugleich mehr Flexibilität bei den Parametern ihres Anleihenkaufprogramms anstrebt.

**China: kontinuierliche Dynamik hält im 4. Quartal an**

Jüngste Daten deuten auf eine Stabilisierung der chinesischen Wirtschaft im 4. Quartal hin. Das Wachstum der Anlageinvestitionen hat sich im Oktober, angeführt vom Immobiliensektor,

leicht beschleunigt, das der Infrastruktur- und Produktivinvestitionen leicht abgeschwächt. Die Einzelhandelsumsätze stiegen nach einem Jahresplus von 10,7% im September im Oktober etwas weniger stark (+10%), was hauptsächlich auf weniger Autoverkäufe zurückzuführen war.

Chinas Produzentenpreisindex (PPI) erhöhte sich im Oktober um 1,2% gegenüber dem Vorjahr, nachdem er im September wieder positiv wurde. Die Erholung der globalen Rohstoffpreise und die Abwertung des Renminbi dürften den PPI in den kommenden Quartalen noch weiter beflügeln. Zudem könnte sich der Immobilienpreisanstieg in China in diesem Jahr auf die Preise für Nicht-Handelbares (z.B. Dienstleistungen) auswirken, was wiederum den Konsumentenpreisindex in die Höhe treiben dürfte. Insgesamt ist China auf Reflationskurs.

Die steigende Teuerung hat einen Anstieg des nominalen BIP-Wachstums in China begünstigt. Im 3. Quartal wuchs Chinas nominales BIP um 7,8% gegenüber dem Vorjahreszeitraum und damit so stark wie seit dem 3. Quartal 2014 nicht mehr. Im Einklang mit der positiven Entwicklung beim nominalen BIP verbessert sich auch die Profitabilität chinesischer Unternehmen, vor allem im Industriesektor.

Da sich nun deutlicher abzeichnet, dass das Wachstumsziel der Regierung von 6,5-7% in diesem Jahr erreicht werden dürfte, hat die Politik ihren Schwerpunkt von Wachstumsbelebung in Richtung Risikokontrolle verlagert. Viele Lokalregierungen haben Massnahmen ergriffen, um den unkontrollierten Anstieg der Häuserpreise einzudämmen. Das Kreditwachstum, einschliesslich der Hypothekenkredite für Privathaushalte, hat sich in den letzten Monaten allmählich verlangsamt. Die People's Bank of China dürfte für den Rest des Jahres an ihrer neutralen Politik festhalten. Sie wird wohl auch weiterhin für ein günstiges Liquiditätsumfeld sorgen, dürfte aber gleichzeitig verstärkt Marktblasen entgegenarbeiten, vor allem im Immobiliensektor.

Insgesamt machen sich in der chinesischen Wirtschaft weiterhin Anzeichen einer Stabilisierung bemerkbar. Die bisher verfügbaren Daten stimmen mit unserer Prognose eines realen BIP-Wachstums von 6,7% für 2016 in China überein. Mit Blick auf die Zukunft halten wir die aktuelle Wachstumsdynamik auf mittlere Sicht nicht für haltbar. Dies gilt vor allem für Anlagen in Immobilien und damit verbundene Schwerindustrien. Daher dürfte sich Chinas Wirtschaftswachstum 2017 leicht auf 6,2% verlangsamen. Die Inflation könnte in den nächsten Quartalen jedoch weiter steigen, dürfte aber gleichzeitig unterhalb des Zielwerts der Regierung von 3% verharren. Höhere Preise dürften den Unternehmenssektor auch künftig weiter stützen.

## „Trump-Trades“ hoch im Kurs

Eines unserer zentralen Anlagethemen für die Märkte im kommenden Jahr ist die Ablösung der Geld- durch die Fiskalpolitik als Mittel zur Wachstumsförderung – ein Trend, der durch die Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten noch verstärkt wird. Unsere Aufmerksamkeit gilt aber auch einigen Trends, die mittlerweile überkauft sein könnten.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet und Alexandre Tavazzi


### FINANZMÄRKTE

Performance in % der Finanzindizes in Lokalwährung. Daten bis zum 30.11.2016

		Index	Seit 31.12.2015	November 2016
Aktien USA*	USD	S&P 500	9.8%	3.7%
Aktien Europa*	EUR	Stoxx Europe 600	-3.2%	1.1%
Aktien Schwellenländer*	USD	MSCI Emerging Markets	11.3%	-4.6%
US-Staatsanleihen*	USD	ML Treasury Master	1.3%	-2.7%
US-Investment-Grade-Anleihen*	USD	ML Corp Master	5.3%	-2.7%
US-Hochzinsanleihen*	USD	ML US High Yield Master II	15.2%	-0.4%
Hedgefonds	USD	Credit Suisse Tremont Index Global**	-0.1%	-0.2%
Rohstoffe	USD	Reuters Commodities Index	7.5%	1.6%
Gold	USD	Gold Troy Ounce	10.5%	-7.9%

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

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

 Die Ankündigung des designierten US-Präsidenten Donald Trump, Steuern zu senken, Infrastrukturausgaben zu erhöhen und die Regulierung zu lockern, gibt der bereits vor den US-Wahlen erkennbaren Rally bei zyklischen Aktien auf beiden Seiten des Atlantiks zusätzlichen Rückenwind.

Aktien mit Bezug zu Energie oder Grundstoffen haben sich gut entwickelt. Gleiches gilt für Banktitel, die von der Ausweitung der Rendite-Spreads profitieren. Defensiven Werten, und dabei vor allem Aktien, die mit ihren stabilen Dividenden als Ersatzwerte für Anleihen gelten, erging es weniger gut. Solche Papiere finden sich oftmals in Sektoren wie Versorger, Pharma oder Basiskonsumgüter. Nachdem der Dow Jones Industrial Average Index Ende November die Marke von 19'000 durchbrochen hat, ist allerdings die Frage berechtigt, inwieweit sich die jüngsten Trends noch weiter fortsetzen können, zumindest auf kurze Sicht. Die Neuausrichtung unserer Portfolios von defensiven auf zyklische Aktien hat sich als richtig erwiesen. Eine gewisse weitere Anpassung könnte zwar durchaus gerechtfertigt sein. Angesichts der Outperformance

zyklischer Titel könnte allerdings vorerst eine gewisse Vorsicht angeraten sein.

Zudem ist die Frage interessant, wie stark die Treasury-Kurse auf kurze Sicht noch sinken können, denn wir rechnen in der ersten Jahreshälfte 2017 mit einer Wachstumsdelle in den USA (bedingt durch einen stärkeren Dollar und steigende langfristige Zinsen), dies angesichts des weiter schwachen Aufwärtsdrucks auf die Kerninflation und da die Zinsstraffung der Fed (wir erwarten 2017 zwei Erhöhungen um jeweils 25 Bp) bereits eingepreist ist.

Während die Volatilität bei Aktien weiterhin niedrig ist, unterliegen festverzinsliche Anlagen seit dem Wahlsieg Trumps stärkeren Schwankungen. Der Reaktion der beiden Anlageklassen liegen zwei unterschiedliche Betrachtungsweisen zugrunde. Während die Aktienmärkte den Fokus weiter auf ein mögliches höheres US-Wachstum richten, konzentrieren sich die Fixed-Income-Märkte auf die aufkeimende Inflation. Inflationstrades können sich noch immer auszahlen: Entweder wird die Volatilität bei festverzinslichen Anlagen zurückgehen, sobald die Inflationssorgen nachlassen, oder die Schwankungen werden letztlich auch

auf Aktien übergreifen. Wir gehen davon aus, dass der Preisdruck vorerst weiter schwach bleiben wird. Sollten die Ausgaben- und Steuerpläne Trumps zu einem Zeitpunkt forciert werden, an dem die Kapazitäten der US-Wirtschaft voll ausgelastet sind, könnte die Inflation im Land schliesslich steigen. Dann wäre die seit 35 Jahren andauernde Rally bei US-Treasuries definitiv beendet, und der Status von US-Staatsanleihen als Mittel zur Portfolioabsicherung könnte wackeln.

### Aktien: Outperformance beschleunigt sich

Wir hatten letzten Monat dargelegt, wie sich die Anlagelandschaft seit dem Sommer verändert hat, wobei die zyklischen Segmente zusammen mit dem Finanzsektor die Oberhand gewonnen haben. Das Wahlergebnis in den USA hat diesen Trend zumindest beschleunigt. In der Erwartung einer wachstumsfördernden Regierung Trump verzeichnen Aktien aus den Industrieländern seit November eine Rally, angeführt von US Small Caps (+12%) und Japan (+5,5%). Auf Sektorebene wurde die Neuausrichtung weg von defensiven und hin zu zyklischen Segmenten fortgesetzt.

Darüber hinaus führen höhere Rohstoffpreise über die mit ihnen verbundenen höheren Inflationserwartungen zu einer Versteilung der Renditekurven, was an allen Märkten ein freundlicheres Umfeld für Bankaktien begünstigt. US-Banken werden derzeit mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,14x gehandelt, während der entsprechende Multiplikator bei den Banken aus der Euro-Zone und aus Japan weiterhin einen Abschlag aufweist (0,75x bzw. 0,63x). Sowohl in

Japan als auch in der Euro-Zone leidet die Profitabilität der Banken unter Negativzinsen.

Für die Anleger ist es schwierig zu entscheiden, welche Märkte sie 2017 bevorzugen sollten. Legt man ausschliesslich die Bewertung zugrunde, so sind Aktien aus Europa (KGV von 14,2x) und Japan (14,5x) günstiger als US-Titel (17,0x). Potenziell höhere Staatsausgaben, eine geringere Besteuerung sowie mögliche Kapitalrückführungen in die USA sind jedoch eine Kombination, die nur schwer zu schlagen sein dürfte. Wir gehen davon aus, dass sich die Märkte für die Versprechen Trumps positionieren werden, zumindest bis er Ende Januar offiziell zum 45. Präsidenten der Vereinigten Staaten ernannt wird.

### **Korrelation zwischen Aktien und Anleihen bleibt negativ**

Die seit über 15 Jahren bestehende negative Korrelation zwischen Aktien- und Anleiherträgen hatte auch im November weiter Bestand. So erzielte der S&P 500 ein Plus von 3,7% (auf USD-Basis), während zehnjährige T-Bonds ein Minus von 4,0% verzeichneten. Im Durchschnitt weisen diese beiden Anlageklassen keine derart negative Korrelation auf, und das gegenwärtige Korrelationsregime schliesst nicht aus, dass in bestimmten Phasen sowohl Aktien als auch Anleihen gleichzeitig von massiven Verkäufen betroffen sind (wie dies im Oktober der Fall war). Derart synchrone Bewegungen dürften künftig allerdings nicht von langer Dauer sein, sofern sich die Inflation weiter in Grenzen hält. Laut unseren Analysen müsste die US-Kerninflation deutlich auf etwa 3,8% ansteigen, damit sich eine positive Korrelation einstellt. Derzeit wird allerdings für die nächsten Jahre nur mit einer Teuerung von 2,2% bis 2,4% gerechnet.

### **Schwacher Yen und starke japanische Aktien**

Im November wertete der Yen um 7,4% gegenüber dem USD ab, während der TOPIX Index mit einem monatlichen Ertrag von 5,5% (in Lokalwährung) so gut abschnitt wie kein anderer wichtiger Aktienindex. Dies verdeutlicht die nach wie vor starke Korrelation zwischen Währungs- und Aktienerträgen. Bezogen auf den 11-Monatszeitraum bis Ende November verzeichneten der TOPIX immer noch ein Minus von 3,1% und der Yen immer noch ein Plus von 6% gegenüber dem USD. Die US-Wahlen haben einen weiteren Renditeanstieg bei zehnjährigen T-Bonds ausgelöst, und dies zu einem Zeitpunkt, als der Yen infolge der von der Bank of Japan eingeführten Steuerung der Renditekurve (mit einem Zielwert von 0% für zehnjährige Laufzeiten) an Attraktivität einbüsste. Ein schwächerer Yen ist positiv für die Unternehmensgewinne in Japan. Tatsächlich wurden die Gewinnschätzungen für 2017 im November nach oben korrigiert, nachdem im Oktober Abwärtskorrekturen erfolgt waren. Neben der Steuerung der Renditekurve kauft die BoJ nach wie vor japanische Aktien über ETFs, was für zusätzliche Mittelflüsse in japanische Aktien sorgt.

### **Trump lässt den USD wieder erstarren**

Die US-Wahlen haben den US-Dollar auf breiter Basis beflügelt. Da die Republikaner den Kongress kontrollieren, dürften Donald Trumps Pläne für umfangreiche fiskalische Stimulierungsmassnahmen forciert werden. Der erwartete Aufschwung der US-Wirtschaft dürfte weitere Zinserhöhungen der Fed in den Jahren 2017 und 2018 begünstigen. Darüber hinaus zeigt sich der designierte Präsident Trump bisher viel moderater

im Hinblick auf etwaigen Protektionismus, als dies noch im Wahlkampf der Fall war. Dies erklärt, warum die Risikobereitschaft anhält, die eine Aufwertung des US-Dollar gegenüber defensiven Währungen wie dem Schweizer Franken ermöglicht. Insgesamt sprechen die Fundamentaldaten nach den US-Wahlen für ein weiteres Erstarren der US-Währung. Allerdings begann ihre strukturelle Aufwärtsbewegung bereits im Juli 2011. Die letzten beiden langen Zyklen dauerten jeweils rund sechseinhalb Jahre an, was darauf schliessen lässt, dass sich der aktuelle Zyklus dem Ende nähert.

### **OPEC einigt sich auf erste Kürzung der Ölproduktion seit 2008**

Auf einer formellen Sitzung am 30. November in Wien konnte sich die OPEC auf eine Drosselung der Ölproduktion um rund 1,2 Mio. Barrel pro Tag für sechs Monate ab Januar einigen. Damit richtet das Ölkartell seine Strategie wieder auf eine Stabilisierung des Ölmarkts aus. Hätten sich die OPEC-Mitglieder nicht auf eine Drosselung der Ölproduktion verständigt, wäre angesichts der Wiederaufnahme der Produktion in Nigeria und Libyen wahrscheinlich mit einem deutlichen Ölpreisverfall zu rechnen gewesen. Zwar wirkt sich die Einigung auf kurze Sicht positiv auf den Ölpreis aus. Allerdings könnten sich US-Produzenten aufgrund der höheren Preise zu einer Steigerung ihrer Produktion veranlasst sehen, wodurch das Aufwärtspotenzial begrenzt bliebe.

### Arbeitslosigkeit

Laut Angaben der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO)<sup>1</sup> ist die Arbeitslosigkeit in den Industrieländern in der Zeit von 2014 bis 2015 von 7,1% auf 6,7% gesunken. In den meisten Fällen reichte die Verbesserung jedoch nicht aus, um die Beschäftigungslücke zu schliessen, die sich nach der weltweiten Finanzkrise gebildet hatte. Mit 2,3 Millionen mehr Arbeitslosen im Jahr 2016 haben sich laut ILO auch die Arbeitsmarktaussichten in den Schwellenländern verschlechtert, vor allem in Brasilien, China und den erdölproduzierenden Ländern.

### 4,8%

Laut dem nationalen Statistikamt (ONS)<sup>5</sup> betrug die Arbeitslosigkeit im Vereinigten Königreich im 3. Quartal 4,8% und erreichte somit den tiefsten Stand für den gleichen Zeitabschnitt seit 2005. **Das ONS liess auch verlauten, dass die Zahl der Beschäftigten im Vereinigten Königreich mit 31,8 Millionen auf Rekordhöhe verharrt.** Die Bank of England prognostiziert jedoch eine Zunahme der Arbeitslosigkeit infolge der Ungewissheit im Zusammenhang mit dem Brexit.

### 4,6%

**In den USA ging die offizielle Arbeitslosenquote im November auf 4,6% zurück, also unter den von der Fed als Vollbeschäftigung definierten Wert** und deutlich unter die vor sechs Jahren erreichten 10,2%. Die umfassendere Masszahl für Arbeitslosigkeit (U6) fiel von 9,5% im Oktober auf 9,3% im November, nachdem sie sich über mehrere Monate stabil entwickelt hatte.

### 11,8%

Im Zuge der schlimmsten Wirtschaftskrise seit den 1930er Jahren ist **Brasiliens Arbeitslosigkeit seit Anfang 2013 deutlich gestiegen.** Die Zahlen zeigen eine Arbeitslosenquote von 11,8% für drei Monate bis Ende September wie bereits in den drei Monaten bis Ende August.<sup>9</sup> Die Reallöhne waren 2,1% niedriger als in den drei Monaten bis Ende September 2015, als die Arbeitslosigkeit 8,9% betrug.

### 19,2%

**In Spanien fiel die Arbeitslosenquote (saisonbereinigt) auf 19,2% im Oktober<sup>2</sup> gegenüber einem Hoch von über 26% Anfang 2013.** Spanien verzeichnete, abgesehen von Griechenland, die höchste Arbeitslosigkeit, nachdem die Staatsschuldenkrise in Europa dem Bauboom ein Ende gesetzt hatte. Die Jugendarbeitslosigkeit bleibt ein Problem: Laut Eurostat betrug sie Ende Oktober 43,6%.

<sup>1</sup> Internationale Arbeitsorganisation, 19. Januar 2016, - [http://www.ilo.ch/global/research/global-reports/weso/2016/WCMS\\_443480/lang--en/index.htm](http://www.ilo.ch/global/research/global-reports/weso/2016/WCMS_443480/lang--en/index.htm)

<sup>2</sup> Eurostat, 3. November 2016 - [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Unemployment\\_rates\\_seasonally\\_adjusted\\_September\\_2016.png](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Unemployment_rates_seasonally_adjusted_September_2016.png)

<sup>3</sup> Ibid.

<sup>4</sup> Bundesagentur für Arbeit, 2. November 2016 - <https://www.arbeitsagentur.de/web/content/DE/Detail/index.htm?dfContentId=L6019022DSTBAI818146>

<sup>5</sup> Nationales Statistikamt (ONS), 16. November 2016 - <https://www.ons.gov.uk/employmentandlabourmarket/peopleinwork/employmentandemployeetypes/bulletins/uklabourmarket/november2016>



**6,0%**

In Deutschland fiel die Arbeitslosigkeit im Oktober auf 6%,<sup>4</sup> d.h. den tiefsten Stand seit der Wiedervereinigung im Jahr 1990. Eurostat berechnete für September nach anderen Kriterien eine saisonbereinigte Rate von 4,1%. Deutschlands ständig angespannter Arbeitsmarkt (trotz steigender Einwandererzahlen) liess eine Überhitzung befürchten und erschwerte die Debatte über die Verwendung des Haushaltsüberschusses.

**4,0%**

Der chinesische Premierminister Li Keqiang sagte auf der Sitzung des Nationalen Volkskongresses im März, dass China im Jahr 2016 **10 Millionen neue Stellen schaffen werde**, was ausreiche, um die Arbeitslosigkeit in den Städten unter 4,5% zu halten. Dieses Ziel dürfte erreicht werden, wie die städtische Arbeitslosenquote in China von 4,04% Ende September zeigte.<sup>8</sup> Die Arbeitslosenquote verharrt bereits seit mehreren Quartalen auf dem gleichen Niveau, doch dürfte die effektive Arbeitslosenrate höher (und volatiler) sein.

**3,0%**

Japans Arbeitslosenquote ist seit Mitte 2009 rückläufig und betrug im Oktober 3%.<sup>6</sup> Auch das Verhältnis offener Stellen zu Bewerbern hat sich weiter verbessert und erreichte mit 1,43 offenen Stellen pro Bewerber im Oktober<sup>7</sup> den höchsten Wert seit August 1991. Der angespannte Arbeitsmarkt führte aber nicht zu Lohnwachstum (die Bareinnahmen stiegen im August lediglich um 0,1% gegenüber dem Vorjahresmonat), wahrscheinlich weil viele der neuen Stellen schlecht bezahlte Teilzeitjobs sind.

**23,4%**

Griechenland hält den wenig beneidenswerten Arbeitslosenrekord in Europa. Laut Eurostat betrug die saisonbereinigte Rate im Oktober 23,4%.<sup>3</sup> Vor der Staatsschuldenkrise blühte das Kreditgeschäft in Griechenland und half, die Arbeitslosenquote Mitte 2007 bis auf 7,5% zu senken. Die Jugendarbeitslosigkeit erreichte in Griechenland Ende August 2016 46,5%.

**27,1%**

Die offizielle Arbeitslosenquote von Südafrika stieg im 3. Quartal 2016 auf 27,1% gegenüber 25,5% ein Jahr zuvor, während die Beschäftigungsrate um 0,7% abnahm.<sup>10</sup> Absolut nahm die Zahl der Arbeitslosen in den drei Monaten bis Ende März um über eine halbe Million zu und die Zahl der Beschäftigten um über 350 000 ab (was die höchste je verzeichnete Zahl ist).

<sup>6</sup> Statistisches Amt, Ministerium für innere Angelegenheiten und Kommunikation, 29. November 2016 - <http://www.stat.go.jp/english/data/roudou/results/month/index.htm>

<sup>7</sup> Ministerium für Gesundheit, Arbeit und Wohlfahrt, 29. November 2016 - [http://www.mhlw.go.jp/english/database/db-1/dl/g\\_workers\\_oct2016\\_01.pdf](http://www.mhlw.go.jp/english/database/db-1/dl/g_workers_oct2016_01.pdf)

<sup>8</sup> Ministerium für Humanressourcen und Soziale Sicherheit, 25. Oktober 2016 - [http://english.gov.cn/state\\_council/ministries/2016/04/22/content\\_281475332873004.htm](http://english.gov.cn/state_council/ministries/2016/04/22/content_281475332873004.htm)

<sup>9</sup> Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 27. Oktober 2016 - <http://saladeimprensa.ibge.gov.br/en/noticias.html?view=noticias&id=1&pagina=2&paginar=1&quantidade=10&busca=1>

<sup>10</sup> Statistiken Südafrika, 22. November 2016 - <http://www.statssa.gov.za/publications/P0211/P02113rdQuarter2016.pdf>

# Trump-Sieg beflügelt zyklische Aktien und bremst Treasuries

Der Wahlsieg von Donald Trump beflügelte die Performance zyklischer Aktien im November sowie den US-Dollar. Auch andere Risikoanlagen schnitten in Erwartung von Fiskalanreizen in den USA gut ab. Sichere Häfen wie Gold und US Treasuries sowie defensive Aktien verzeichneten eine Unterperformance.

### Aktien

#### Der Trump-Effekt

*Ein weiterer Schub für zyklische Werte.*

Die US-Wahlen sorgten für eine überraschende Reaktion in der Politik und am Markt. Industrieländeraktien zogen infolge von Trumps wachstumsfreundlichem Programm an, aber Schwellenländer litten, weil nun eine Neuverhandlung von Handelsabkommen droht. Die Gesamterträge im November erreichten für S&P500, Stoxx Europe 600 und Topix in Lokalwährung +3,7% bzw. +1,08% und +5,49%. Der Index MSCI Schwellenländer erreichte eine Gesamterträge in USD von -4,6%.

Wie die Sektor-Performance zeigt, haben die Märkte begonnen, mögliche positive Folgen der Trump-Pläne für Fiskalausgaben und Steuersenkungen einzupreisen. Zyklische Sektoren, die schon vorher besser als defensive abschnitten, legten kräftig zu und danach dank steilerer Staatsanleiherenditekurven auch Finanzwerte. Im MSCI World Index warfen Banken im November 8,5% (in USD) ab, gefolgt von Energie (+5,7%) und Industriewerten (+3,7%). Der Sieg von Trump und der Republikaner verstärkte somit die Outperformance zyklischer Sektoren, die im Juni nach dem Brexit-Votum eingesetzt hatte. Dagegen verzeichneten im November die Sektoren Versorger, Basiskonsumgüter und Telekom Einbußen von 6,1% bzw. 5,1% und 2,5%. Substanzwerte übertrafen weiterhin Wachstumstitel.

Die Märkte stiegen ohne wesentliche Änderungen bei den Gewinnerwartungen für 2017, sodass die Bewertungen weiter zunahmen. Die KGVs von S&P500, Stoxx Euro 600 und Topix erreichten Ende November 17,0x bzw. 14,2x und 14,5x.

### Staatsanleihen

#### Treasuries leiden

*US Treasuries schnitten im November wegen erwarteter Fiskalanreize schlecht ab.*

Staatsanleihen verzeichneten im November negative Gesamterträge, da sich die Renditekurven weltweit versteilten. 10-jährige US-Treasuries blieben in Lokalwährung mit -4% hinter deutschen Bundesanleihen mit -1% zurück. Ihre Rendite stieg um 56 Bp auf 2,4% und erreichte ihren höchsten Stand seit Januar, nachdem die Wahl von Donald Trump Hoffnungen auf starke Fiskalanreize in den USA nährte. Der Anstieg war bei 10-jährigen Bundesanleihen und JGB wesentlich geringer, denn deren Zentralbanken bleiben im Lockerungsmodus. Wir erwarten, dass die Europäische Zentralbank ihre QE sechs Monate über ihr vorläufiges Ende hinaus unverändert fortsetzt und die Bank of Japan ihr Renditeziel für 10-jährige Papiere bei 0% beibehält. Dies dürfte JGBs und Bundesanleihen 2017 weiter zu einer Outperformance gegenüber US Treasuries verhelfen.

Im November weiteten sich die Spreads der Peripherie um 20 Bp, da politische Ungewissheit die Aussichten für riskante Anlagen eintrübte, insbesondere in Italien. Hauptsorge bleibt hier das Resultat des Referendums vom 4. Dezember und die Folgen für die Lösung der Probleme italienischer Banken mit faulen Krediten.

USD-Schwellenländeranleihen schnitten schlechter ab als solche in Lokalwährung (-4,2% vs. -1,9%), da sie unter dem Anstieg der US-T-Bondrenditen, aber auch den höheren Risikoprämien infolge der Schwäche von Schwellenmarktwährungen zum US-Dollar litten.

### Unternehmensanleihen

#### USD-Investment-Grade-Anleihen bleiben zurück

*Eine kräftige Spread-Verengung verhalf US-High-Yield zu einer Outperformance, während andere Anleihensegmente unter dem Anstieg der Staatsanleiherenditen litten.*

Bei Investment Grade (IG) schnitten im November USD-Anleihen wegen des starken US-T-Bondrenditeanstiegs schlechter als EUR-Papiere ab. USD IG erzielten -2,7%, EUR IG -1%.\* Die Renditen von USD IG kletterten im Monatsverlauf um 43 Bp auf 3,4%, bei nur 1% für die EUR IG. Die Spreads von USD IG nahmen leicht ab, jene von EUR IG um 16 Bp zu, vor allem wegen der Unterperformance einiger defensiver Sektoren.

USD High Yield (HY) konnte EUR HY schlagen (-0,4% vs. -0,9%), weil sich ihre Kredit-Spreads stärker verengten, was den Anstieg der US-Treasury-Renditen ausglich. Die Einigung der OPEC am 30. November verengte die Spreads bei ölbezogenen HY-Anleihen. Dagegen litten EUR-Hochzinsanleihen wegen des starken Exposures bei Finanzwerten, bei denen faule Kredite italienischer Banken anhaltend Sorge bereiteten.

Unternehmensanleihen könnten 2017 erneut schwach abschneiden, wenn die Staatsanleiherenditen weiter steigen. Eine US-Wachstumserholung könnte jedoch eine stärkere Verengung von USD-HY-Spreads begünstigen und den US-T-Bondrenditeanstieg ausgleichen. HY-Bewertungen sind indes hoch, weshalb Vorsicht geboten ist.

\* Alle Daten zu Unternehmensanleihen beruhen auf Indizes von Bank of America Merrill Lynch und sind in Lokalwährungen.

## Hedgefonds

### Trump-Hedge

*Für viele kam Trumps Sieg überraschend. Aber im Hedgefonds-Bereich könnte man fast sagen, die US-Wahlen waren ein Non-Event.*

Hedgefondsmanager nahmen im Vorfeld der US-Wahlen vom 8. November wegen des erhöhten politischen Risikos eine vorsichtige Haltung ein. Makromanager blieben sehr taktisch, senkten ihr Brutto-Exposure und sahen zusätzliche Portfolioabsicherungen vor. Aktienabhängige Strategien änderten ihre Exposures nicht. Einige suchten nach geeigneten Absicherungen, allerdings wegen der Unsicherheit des Wahlergebnisses ohne Erfolg. Am Wahltag selbst konnten die Manager, als die anfängliche Volatilität nachliess, die Absicherungen nicht zu Geld machen.

Makro-Managern erging es im November gut, v. a. dank der Spitze bei Langfristzinsen. Nur die Hauspositionierung in Schwellenländern war für Manager mit langen Positionen bei Unternehmensanleihen aus Schwellenländern und mit Devisen-Exposure ein Problem. Bei Long/Short-Aktien war die Performance je nach Sektorausrichtung des Managers uneinheitlich, denn im November verlagerten sich Gelder von zinsabhängigen Sektoren und grossen Technologiefirmen in die nunmehr führenden zyklischen Sektoren und Gesundheit.

Nach den Wahlen sind die Manager wegen der Ungewissheit von Trumps Absichten in der US-Wirtschaft nun vorsichtig. Insgesamt erwarten die Manager mehr Volatilität, was Streuung und Preisverzerrungen vermehren sollte – ein für Arbitrage-Handel günstiges Umfeld.

## Edelmetalle

### Gold gibt wegen Trump nach

*Trump's Abmilderung der Protektionismusrhetorik und der bessere US-Wachstumsausblick waren für die meisten Edelmetalle im November nicht günstig.*

Seit den US-Wahlen konzentrieren sich die Finanzmärkte meist auf die Wahrscheinlichkeit von Fiskalanreizen in den USA und vergessen den von Trump in seinem Wahlkampf beschworenen Protektionismus. Gold wurde als sicherer Hafen schlechthin und unproduktive Anlage durch dieses Reflationsthema deutlich abgestraft (-8,1% im November) und sank unter USD 1200 pro Feinunze.

2017 verheissen solideres US-Wachstum, Fed-Straffung und ein starker US-Dollar nichts Gutes für das Edelmetall. Niedrige Realzinsen und anhaltende politische Ungewissheiten könnten indes Unterstützung bieten.

Sollte Trump einen moderateren Kurs beim Protektionismus fahren als zuvor, rechnen wir bei weiter wachsendem Risikoappetit mit einer Outperformance von Silber gegenüber Gold. Sollte er jedoch den Handel stärker einschränken, könnte der globale Wachstumsausblick leiden und zusammen mit den negativen Folgen für den Risikoappetit eine Outperformance von Gold gegenüber Silber ermöglichen.

Palladium scheint am attraktivsten, da es über Autoverkäufe von der US-Wirtschaft profitiert. Dies erklärt seine beeindruckende Performance im November mit einem Plus von etwa 24% (in USD). Wir beurteilen zwar Palladium weiter positiv, räumen aber ein, dass eine gewisse Preiskonsolidierung nun wohl wahrscheinlich ist.

## Devisen

### Dollar-Höhenflug

*Die Aussichten auf höhere Wachstumsraten und Zinsen nach den US-Wahlen beflügelten den US-Dollar.*

Der Trump-Sieg dürfte auch 2017 eine weitere USD-Festigung begünstigen. Zugleich dürfte ein höheres US-Wachstum bei anhaltendem Inflationsdruck den japanischen Yen besonders unattraktiv machen. Dadurch, dass die BoJ 10-jährige japanische Renditen auf etwa 0% begrenzt hat, dürfte sich der JPY in einem höher rentierenden Umfeld weiter abschwächen. Der Euro dürfte wie bisher durch seine hohe positive Leistungsbilanz unterstützt werden, und das politische Geschehen in Europa dürfte kaum einen starken Rückgang der Währung bewirken. Die Aussicht, dass die EZB Termine für die Drosselung ihrer monatlichen Anlagenkäufe im Jahr 2018 ankündigt, könnte den Euro im zweiten Halbjahr unterstützen.

Das Pfund Sterling hat als einzige wichtige Währung nach den US-Wahlen zum US-Dollar zugelegt, d. h. das Inlandsgeschehen ist wichtiger als sonstige Ereignisse. Aber die erwartete Verlangsamung des britischen Wachstums im 1. Halbjahr 2017 und die Wahrscheinlichkeit eines harten Brexit könnten dem GBP trotz einer starken Unterbewertung neuerlichen Druck bescheren.


Der Schweizer Franken schliesslich dürfte in den kommenden Monaten wegen hoher politischer Ungewissheiten weltweit stark bleiben. Die Schweizerische Nationalbank wird ihre Bilanz wohl zusätzlich ausweiten müssen, um eine unerwünschte Frankenfestigung abzuwehren.

### 2017: von Deflation zu Reflation, von Anleihen zu Aktien

Unser Hauptszenario für 2017 ist durch einen Anstieg des Preisdrucks geprägt, der für mehr nominales BIP-Wachstum und eine Dynamik der globalen Reflation sorgt. Wir rechnen für 2017 jedoch nicht mit einer wesentlichen Beschleunigung des realen Wirtschaftswachstums.

Cesar Perez Ruiz, Chief Investment Officer

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

 Laut unserem Hauptszenario dürfte der Preisdruck nächstes Jahr wieder zunehmen und eine Reflationsdynamik in der Weltwirtschaft bewirken. Das Tempo dieser Entwicklung wird jedoch uneinheitlich sein. Grosse Volkswirtschaften dürften desynchronisiert bleiben und wir erwarten, dass die Fiskal- und Haushaltspolitik nicht kooperativ bleiben wird. Nach Jahren der Disinflation und sogar Deflation in Ländern wie Japan steht die Weltwirtschaft anscheinend kurz vor einem Regimewechsel. Dieser Wechsel könnte wichtige Anlageklassen beeinflussen und Aktien auf Kosten von Anleihen begünstigen. Unser Hauptszenario sieht eine Fortsetzung des Trends der Dollar-Aufwertung vor, die vor vier Jahren begann.

#### Konjunkturausblick 2017: unser Hauptszenario

Bei der Geldpolitik sehen wir eine erhebliche Desynchronisierung zwischen den wichtigsten Zentralbanken der Industrienationen. Die Federal Reserve (Fed) wird mit zwei Zinserhöhungen um 25 Basispunkte 2017 ihre Politik nach und nach normalisieren. Die Kerninflation könnte gemessen am Preisindex für persönliche Konsumausgaben (bevorzugte Fed-Messgrösse) 2% übersteigen, wenn ein Fiskalanreiz der Administration Trump von etwa 1% des BIP zum Tragen kommt. Aber bei nach wie vor verhaltenem Lohnwachstum und einem starken Dollar sieht unser Hauptszenario in den USA kurzfristig keine Überhitzungsgefahr. Wir rechnen für 2017 mit einem durchschnittlichen BIP-Jahreswachstum von 2%, nach 1,5% im Jahr 2016. Während das amerikanische BIP-Wachstum in der ersten Jahreshälfte ins Stocken geraten könnte, werden die von Trump geplanten Fiskalanreize im zweiten Halbjahr zu höherem Wachstum führen.

Auch in Europa könnte die Inflation nach oben tendieren. Laut unserem Hauptszenario bleiben Fiskalanreize 2017 sporadisch, obwohl gezielte Fiskalmassnahmen anstelle der Geldpolitik, die ihre Wirksamkeit verloren hat, unter Europas politischen Entscheidungsträgern ständig an Akzeptanz gewinnen. Für die Euro-Zone bleiben wir bei unserer Prognose von 1,6% bzw. 1,3% für 2016 und 2017, räumen aber ein, dass die Regierungen jetzt zusätzlichen fiskalischen Spielraum haben, was Wachstum und Inflation helfen könnte. Die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte entgegenkommend bleiben und ihr Anlagenkaufprogramm über 80 Mrd. Euro pro Monat über März 2017 hinaus bis September verlängern, falls die Kerninflation klar unter dem Ziel von 2% verharrt. Die EZB könnte ihren Ausblick indes expliziter machen und Details ihrer Pläne für die Drosselung der Anlagenkäufe ab 2018 angeben.

Das Brexit-Votum vom Juni 2016 veranlasste uns zu einer erheblichen Revision der Prognosen für die britische Wirtschaft. Unser Hauptszenario sieht eine markante Verlangsamung des realen BIP-Wachstums von etwa 2,0% im Jahr 2016 auf 1,1% 2017 infolge einer Abnahme der Privatinvestitionen und der Realeinkommen vor. Eine höhere importierte Inflation dürfte die Fähigkeit der Bank of England begrenzen, die Zinsen deutlich weiter zu lockern, um das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Zugleich schuf die Widerstandskraft der Konjunktur seit Juni zusätzlichen fiskalischen Spielraum für Massnahmen der britischen Regierung. In seiner Herbstklärung sprach der Finanzminister dann auch von Plänen für zusätzliche Kredite der Regierung und verzichtete auf die frühere Zusage, bis zum Ende der laufenden

Legislaturperiode (2020) einen Haushaltsüberschuss zu erreichen.

Die Bank of Japan (BoJ) ging im September zu einer Renditekurvenkontrolle über, was ähnlich wie eine Geldpolitik mit teilweisem und indirektem Anlagepreisziel ist, indem sie sich verpflichtete, japanische Staatsanleihen (JGBs) zu kaufen, bis gewährleistet sei, dass deren 10-jährige Renditen etwa bei null bleiben. Während wir für 2017 mit dem gleichen realen BIP-Wachstum wie 2016 rechnen (0,8%), besteht die Möglichkeit einer moderaten Verbesserung des japanischen Wachstums im nächsten Jahr, wenn der Yen gegenüber dem Dollar nachgibt. Die Inflation bewegt sich zwar immer noch weit unter dem BoJ-Ziel, aber sie steigt und der Deflationsdruck wird mit dem Yen-Rückgang allmählich nachlassen. Sich bessernde Wachstums- und Inflationsaussichten könnten bedeuten, dass die BoJ im zweiten Quartal 2017 Spielraum für eine Drosselung ihrer Anlagenkäufe hat.

China bleibt im Übergang mit einem Wirtschaftswachstum, das voraussichtlich weiter zu seinem strukturellen Wachstumspotenzial von 4,5% pro Jahr für die kommenden Jahre konvergiert. Wir erwarten für 2017 ein Jahreswachstum von 6,2% – also weniger als die für 2016 geschätzten 6,7%. Bestrebungen im Kampf gegen Immobilienspekulation gehen weiter und werden sich im nächsten Jahr auf die Anlageinvestitionen auswirken, aber Chinas Behörden haben die nötigen Ressourcen, um sicherzustellen, dass die Wirtschaft sich 2017 stabil, ohne harte Landung entwickelt. Die Produzentenpreise sind in den letzten Monaten teilweise in Reaktion auf anziehende Rohstoffpreise gestiegen. Höhere Inflation (bei Verbraucher- wie Erzeugerpreisen) dürfte zusammen mit

## FAKTOREN, DIE IN UNSER HAUPTSZENARIO FÜR 2017 EINGEHEN

RISIKOFAKTOREN	USA	EURO	GB	JAPAN	CHINA
<b>INFLATION</b>	Normalisierung der Kerninflation (2%+), aber keine Überhitzung; Löhne unverändert	Gesamtinflation 2017-18 unter Ziel, mit Abwärtsrisiko für Kernrate (1,0-1,2%)	Viel zu hoch (3%+) wegen importierter Inflation	Gesamt- und Kerninflation steigt, aber weit unter Ziel (0,3-0,5%)	Anstieg bis 2%+, weiter unter Ziel von 3%
<b>GELD-POLITIK</b>	Allmähliche Normalisierung (2x 25Bp Fed-Erhöhungen 2017)	Weiter unterstützend, QE verlängert für 2017, Drosselung 2018	BoE nahe null nach unten (keine Erhöhung), schaffte Raum für Fiskalanreiz	Renditekurvenkontrolle schwierig. Drosselung im 2. Halbjahr 2017 möglich	PBoC eher neutral (Stop & Go), Währungsabwertung hilft
<b>FISKAL-POLITIK</b>	Fiskalanreiz von ~1,0% des BIP, ab 2. Halbjahr 2017	Kleine und uneinheitliche fiskalische Lockerung (~0,5%), mit Aufwärtsrisiken	Zielanreiz in langfristigem Konsolidierungstrend	Keine grössere Fiskalexpansion über Haushaltsplänen 2016 hinaus	Expansiv mit extrabudgetären Ausgaben

einer neuerlichen Währungsschwäche dem weltweiten Reflationstrend helfen. Die Inflation könnte in China über 2% klettern, aber unter dem Ziel der People's Bank of China von 3% bleiben und so die Beibehaltung niedriger Zinsen 2017 rechtfertigen.

Eine Reihe von Faktoren könnte unser Hauptszenario beeinträchtigen. Ein alternatives positiveres Konjunkturszenario erfordert eine bedeutende fiskalische Expansion in grossen Volkswirtschaften, insbesondere den USA. Eine wesentlich stärkere US-Angebotspolitik als erwartet könnte beispielsweise das US-Wachstum 2018 bis auf 3,0% anheben. Angesichts steigender Anlagepreise könnten auch (wieder) auftauchende irrationale Verhaltenselemente Aufwärtspotenzial bedeuten. Andererseits bestehen mit wichtigen Wahlen in Europa und anhaltender Ungewissheit über den Kurs der Administration Trump bei Immigration und Protektionismus erhebliche Abwärtsrisiken unseres Hauptszenarios. Und es lässt sich nicht ausschliessen, dass schwelende finanzielle Ungleichgewichte (u. a. erhebliche auf Dollar lautende Anleihen) einigen Schwellenländern zu schaffen machen, insbesondere auch China.

### Markttrends bevorzugen Aktien gegenüber Anleihen

Unser Hauptszenario für Finanzmärkte wird von unserer Ansicht bestimmt, dass die Inflation nächstes Jahr bei einer Weltwachstumsbelebung zurück sein wird, die prozyklische Fiskalpolitik anläuft und wieder Aufwärtsdruck auf Erzeugerpreisen entsteht. Dieses Umfeld halten wir für günstig zumindest für moderate Erträge von Industrieländeraktien. Bewertungen – gemessen an KGV-Prognosen – scheinen gegenüber ihrem historischen Durchschnitt überzogen und haben in einem Umfeld mit steigenden Zinsen kaum Raum für eine weitere Expansion. Aber erstmals seit vier Jahren gibt es Anzeichen für einen Wiederanstieg der Unternehmensgewinne in den USA und in Europa. Laut unserem Hauptszenario wird der Anstieg der Langfristzinsen nicht ausreichen, um die Aussichten für Aktien zu beeinträchtigen, solange die Zinssätze geordnet ansteigen. Nach einer klaren Unterperformance gegen Ende 2016 sehen wir in Schwellenländeraktien zumindest einige taktische Gelegenheiten.

Unseres Erachtens werden anziehende Kapitalmarktzinsen weiter die Attraktivität von Staatsanleihen

schmälern (*siehe Kasten*). Für US-Treasuries erwartet unser Hauptszenario 2017 negative nominale Gesamterrenditen. Bei Unternehmensanleihen sehen wir begrenztes Potenzial für eine weitere Spread-Verengung. Investment-Grade-Unternehmensanleihen bieten kaum noch Mehrrenditen gegenüber Treasuries, was ihr Potenzial bei steigenden Zinsen begrenzt.

Während sich die US-Konjunktur belebt und die Fed sich 2017 auf zwei Zinserhöhungen um 25 Bp vorbereitet, dürfte sich die Dollarstärke in unseren Augen nächstes Jahr fortsetzen (obwohl sich der langfristige Trend der Dollarfestigung seinem Ende nähert). Da keine andere wichtige Zentralbank so schnell ihre Zinsen anheben wird, dürften die geldpolitischen Divergenzen den US-Dollar gegenüber G10- und Schwellenmarktwährungen weiter stützen. Dagegen dürfte die Entschlossenheit der BoJ, die Anleihenrenditen nach oben zu begrenzen, eine fortgesetzte Yen-Schwäche bedeuten.

Wir sind ferner überzeugt, dass das Klima sich für alternative Anlagen als günstig erweisen wird. Laut unserer Analyse der Hedgefonds-Performance erzielen Hedgefonds bei einer Rückkehr der Zentralbanken zur

konventionellen Politik und bei steigenden Zinsen eine kurz- wie langfristige Outperformance.

Wie bei unseren Konjunkturprognosen berücksichtigen wir auch für Finanzanlagen alternative Szenarien. Ein optimistischeres Szenario gibt den erwarteten angebotspolitischen Anreizen in den USA mehr Platz. In diesem Fall könnten die US-Gewinnerwartungen auch 2018 weiter steigen und so Aktien aus Schwellen- wie Industrieländern beflügeln. Bessere Erwartungen könnten auch zu einer neuerlichen Spread-Verengung bei Unternehmensanleihen führen. Ein düstereres Szenario umfasst die Möglichkeit des Ausbruchs einer „schlechten“ Inflation mit zunehmendem Protektionismus, was Erzeugerpreisdruck und leidende Unternehmensgewinne bedeuten würde. Dies würde bei derzeit niedrigen Niveaus Aktienmarktvolatilität auslösen und schon hohe Bewertungen gefährden. In jedem der beiden Szenarien würden Langfristzinsen schneller steigen als bisher, und somit die „Great Rotation“ weg von Treasuries verstärken.

### Regimewechsel weg von 60/40-Allokation

Wir rechnen damit, dass die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen, die bereits zu erkennen ist, im Jahr 2017 fortbesteht. Angesichts unterschiedlicher Inflationserwartungen dürfte diese negative Korrelation in Europa ausgeprägter sein als in den USA. Die Hauptgefahr für dieses Szenario ist eine höhere

Inflationsspitze als erwartet, die die Aktien-Anleihen-Korrelation von negativ wieder zu positiv bringen könnte. Aber ganz allgemein stehen bei steigenden Zinsen die Diversifikationsvorteile und der Schutz, die Kernstaatsanleihen wie US Treasuries bieten, auf dem Spiel. Die lang vorhergesagte „Great Rotation“ weg von Anleihen und hin zu Aktien könnte letztendlich bevorstehen und so schnell gehen, dass Kapital aus einem Anleihenmarkt abgezogen wird, der lange Zeit als einer der liquidesten weltweit galt.

Die 60/40-Portfoliodiversifizierung (60% Aktien, 40% Staatsanleihen)

könnte daher nicht mehr die bestgeeignete Allokation für ausgewogene Portfolios sein. Nun da die Inflation kommt, könnten Fondsmanager verschiedene Ansätze für die Vermögensallokation in Betracht ziehen und sich dem Potenzial weniger liquider Anlagen wie Private Equity und Immobilien zuwenden.

Im Allgemeinen werden Vermögensverwalter im veränderlichen Wirtschafts- und Marktumfeld in unserer taktischen Vermögensallokation aktiv bleiben müssen, was Chancen für die Verbesserung des Risiko-Ertrags-Profils eröffnen dürfte.

### „GREAT ROTATION“: REGIMEWECHEL FÜR FESTVERZINSLICHE

Gewisse Wendepunkte von Anlageklassen sind leichter zu erkennen als andere. Einer der deutlichsten betrifft langfristige US Treasury Bonds. Donald Trumps Wahl zum US-Präsidenten beschleunigte bereits laufende Veränderungen der Anleihen-Performance und stellte Fragen über die Rolle von US Treasuries in einem diversifizierten Portfolio noch stärker heraus.

Von 1982 (Anfang der so genannten „Great Moderation“, gekennzeichnet durch eine Abnahme der Volatilität von Konjunkturzyklusschwankungen) bis zu den ersten Vorbeben der Finanzkrise von 2007 fiel die Inflation von 14% bis auf 1%. In dieser Zeit warfen US Treasuries eine Jahresgesamtrendite von 9% (in US-Dollar) ab. Nur in fünf dieser 25 Jahre war die Rendite negativ.

Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass Anleihen in den nächsten Jahren wieder solche Renditen abwerfen. Der Grund dafür ist ganz einfach: Entweder stabilisieren sich die Langfristzinsen auf ihrem aktuellen Niveau und die Erträge entsprechen dem Coupon (etwa 2,3% für 10-jährige US Treasuries Ende November) oder, wie viele erwarten, ziehen Wirtschaftswachstum und Inflation in den USA an. In diesem Fall könnten die Zinsen weiter steigen, bis sie sich dem (nicht inflationsbereinigten) nominalen BIP-Wachstum annähern, das in den USA auf durchschnittlich etwa 4,5% geschätzt wird. In diesem Fall würden US-Treasuries bei Annahme einer Rendite von 1,2% (durchschnittliche Jahresgesamtrendite, die unsere eigenen Modelle derzeit für die nächsten zehn Jahre erwarten) letztendlich Wert zerstören. Besser könnten die Aussichten für Anleiherträge nur werden, wenn die Kapitalmarktzinsen unter 1% fallen, was unwahrscheinlich scheint.

**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:** 2. Dezember 2016 **Übersetzung** | Holger Albrecht, Juliette Blume, Anita Waser **Layout** | Production Multimédia Pictet Papier | Gedruckt auf FSC-zertifiziertem Papier

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

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

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

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

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

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

# US-Small-Caps begrüßen Trumps Sieg

November war ein schlechter Monat für Edelmetalle, was eine Zunahme des Risikoappetits spiegelt, die auch im Anleihenmarkt zu erkennen ist. Zehnjährige US-Anleiherenditen stiegen im November kräftig an (von 1,8% auf 2,4%). Andererseits legten Aktienmärkte weiter zu, wobei vor allem der Index für US-Small-Caps, der Russell 2000, positiv auf den Wahlsieg von Donald Trump reagierte.

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

## WICHTIGSTE WIRTSCHAFTSINDIKATOREN

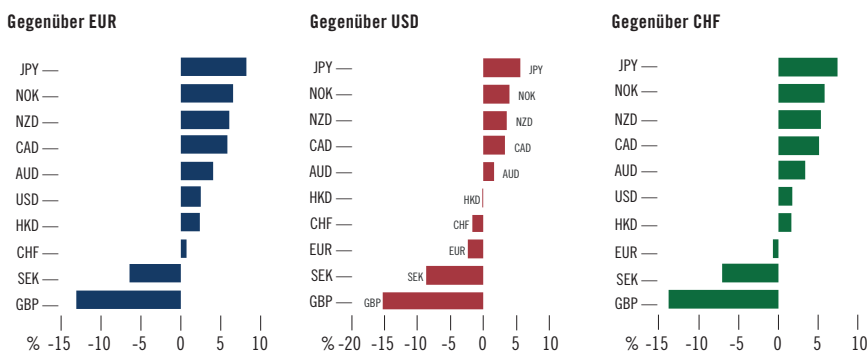
BIP-Wachstum	Schätzungen Pictet – (Konsens*)			
	2014	2015	2016G	2017G
USA	2.4%	2.6%	1.5% (1.5%)	2.0% (2.2%)
Euro-Zone	0.9%	1.6%	1.6% (1.6%)	1.3% (1.3%)
Schweiz	2.0%	0.8%	1.5% (1.5%)	1.4% (1.5%)
Grossbritannien	3.1%	2.2%	2.0% (2.0%)	1.1% (1.1%)
Japan	-0.1%	0.6%	0.8% (0.6%)	0.8% (0.9%)
China	7.3%	6.9%	6.7% (6.7%)	6.2% (6.4%)
Brasilien	0.1%	-3.9%	-3.2% (-3.3%)	1.0% (1.2%)
Russland	0.5%	-3.3%	-0.7% (-0.6%)	1.3% (1.2%)

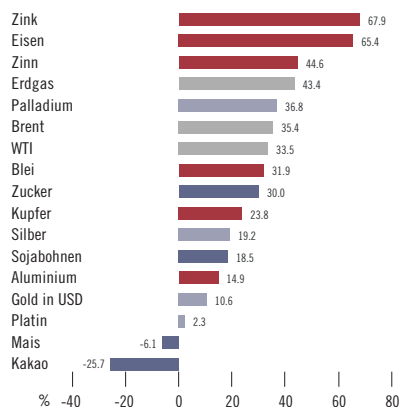
Inflation (VPI) Jahresdurchschnitt (ausser für Brasilien: Jahresende)	2014	2015	2016G	2017G
USA	1.6%	0.1%	1.4% (1.2%)	2.4% (2.3%)
Euro-Zone	0.4%	0.0%	0.2% (0.2%)	1.3% (1.3%)
Schweiz	0.0%	-1.1%	-0.3% (-0.4%)	0.4% (0.3%)
Grossbritannien	1.5%	0.0%	0.8% (0.7%)	2.7% (2.5%)
Japan	2.7%	0.8%	-0.3% (-0.2%)	0.3% (0.4%)
China	2.0%	1.4%	2.0% (1.9%)	2.2% (1.9%)
Brasilien	6.3%	9.0%	8.0% (6.9%)	5.4% (5.1%)
Russland	7.8%	15.5%	6.5% (6.1%)	5.5% (5.1%)

\* Quelle: Consensus Economics Inc

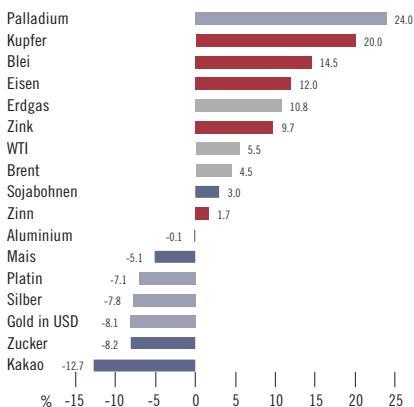
## WECHSELKURSSCHWANKUNGEN (SEIT 31.12.2015)



### Performance seit 31.12.2015



### Performance vom Vormonat

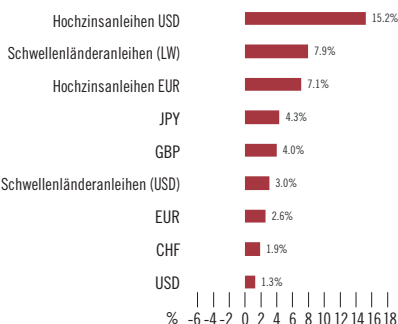


## ZINSEN

	3 Monate	10 Jahre
USA	0.50%	2.4%
Euro-Zone	0.0%	0.28%
Schweiz	-0.75%	-0.2%
Grossbritannien	0.25%	1.42%
Japan	0.0%	0.0%
China	2.10% (1 Jahr)	4.75% (5 Jahre)
Brasilien	14.0%	11.9%

## ANLEIHEMÄRKTE

### Performance seit 31.12.2015



## AKTIENMÄRKTE

### Performance seit 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	5.6%	8.1%	7.5%	24.6%
S&P 500*	9.8%	12.4%	11.7%	29.5%
MSCI Europe*	-4.8%	-2.5%	-3.1%	12.3%
Tokyo SE (Topix)*	2.4%	4.8%	4.2%	20.7%
MSCI Pacific ex. Japan*	7.9%	10.5%	9.8%	27.3%
SPI*	-6.8%	-4.6%	-5.2%	9.9%
Nasdaq	6.3%	8.9%	8.2%	25.4%
MSCI Em. Markets*	11.3%	14.0%	13.2%	31.3%
Russell 2000	16.4%	19.2%	18.5%	37.3%

\* Dividenden reinvestiert

## SEKTOREN

Performance seit 31.12.2015	USA	Europa	Welt
Industriewerte	15.9%	3.6%	9.9%
IT	10.2%	-2.8%	8.7%
Grundstoffe	13.9%	21.3%	18.4%
Telekom	9.9%	-21.4%	-3.3%
Gesundheit	-5.0%	-16.1%	-9.6%
Energie	20.2%	14.0%	18.6%
Versorger	7.4%	-13.9%	-1.2%
Finanzwerte	15.7%	-10.0%	5.4%
Basiskonsumgüter	0.0%	-6.7%	-3.2%
Zykl. Konsumgüter	4.6%	-9.1%	0.2%

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

