



1 MONAT IN
10 BILDERN

Dezember 2016



**Adrien
Pichoud**
Economist



**Wanda
Mottu**
Analyst



**Maurice
Harari**
Analyst

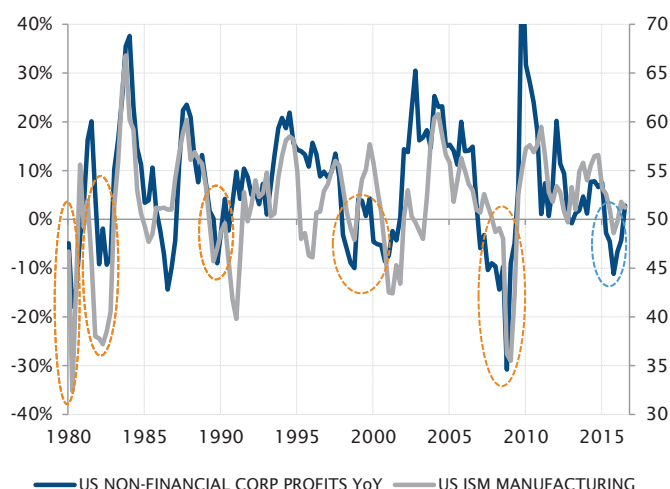
INDEX

- | | | | |
|---|---|--|---|
| 1. Die US-Konjunktur wehrt den Rückgang der Gewinne und Anlagen ab | 1 | 6. OPEC: Produktionsdrosselung, um einen erneuten Preisrückgang zu vermeiden | 4 |
| 2. Höhere US-Zinsen begrenzen das Steigerungspotenzial des Wachstums für 2017 | 2 | 7. Renditen - Anleihen werden vielleicht günstiger als Aktien | 4 |
| 3. Weiter keine Ruhe für die EZB | 2 | 8. Aktien - Werden Value-Anlagen wieder zum Trend? .. | 5 |
| 4. Der japanische Geschäftszyklus angetrieben durch den Yen | 3 | 9. Sektorrotation nach der Wahl | 5 |
| 5. Ermutigende Wachstumstrends in großen Schwellenländern | 3 | 10. Türkische Lira erreicht Rekordtief | 6 |

1. Die US-Konjunktur wehrt den Rückgang der Gewinne und Anlagen ab

- Alle Ampeln schalteten sich jüngst für die US-Wirtschaft auf Grün. Die Wahl von Donald Trump, sein veränderter Ton, der im Gegensatz zu der Ausgelassenheit während der Wahlkampagne steht, und der Fokus auf die fiskalische Komponente seines Programms waren das Sahnehäubchen einer sich bereits aufhellenden Konjunktur. Die Aktivität im Fertigungs- und Dienstleistungssektor beschleunigt sich und die vorherigen Sorgen in Bezug auf das Wachstum sind verflossen.
- In den vergangenen 35 Jahren folgte auf einen gleichzeitigen Rückgang der nichtfinanziellen Gewinne und des ISM-Index für den Fertigungssektor stets eine Rezession, es scheint jedoch, dass es „dieses Mal anders ist“, da das Gesamt-BIP dem Rückgang in der Industrie standgehalten hat, der durch fallende Ölpreise und einen starken Dollar ausgelöst wurde.
- Infolgedessen sind die Abwärtsrisiken für die amerikanischen Wachstumsaussichten stark zurückgegangen. Die Märkte sind jedoch immer optimistischer, weshalb man vielleicht im Hinterkopf behalten sollte, dass das Wertsteigerungspotenzial weiterhin begrenzt ist, da das Wachstum potenziell niedrig ist und die steigenden Zinsen sich auf eine höchst zinssensitive Wirtschaft auswirken...

Rückgänge der Gewinne und des ISM-Index haben dieses Mal ein falsches Rezessionssignal gesendet



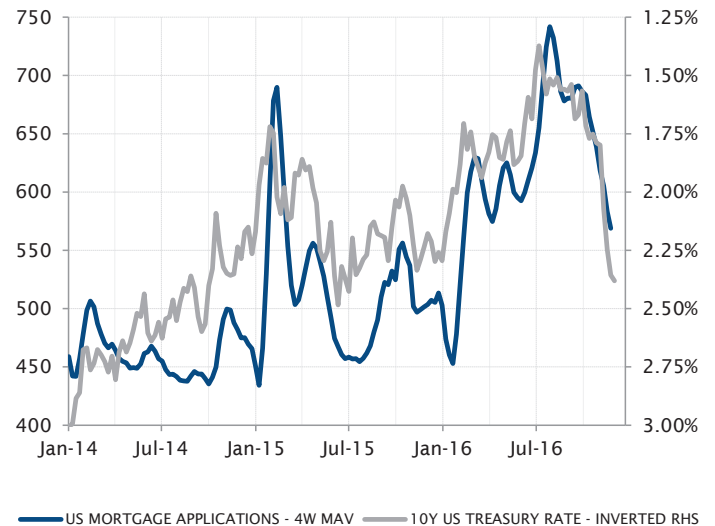
Quelle: Datastream, SYZ AM



2. Höhere US-Zinsen begrenzen das Steigerungspotenzial des Wachstums für 2017

- In den vergangenen zwei Jahren erlitt der industrielle Teil der US-Wirtschaft eine eigene Rezession, die durch das Zusammenwirken von Investitionskürzungen im Energiesektor und der Stärke des US-Dollar verursacht wurde. Gleichzeitig war der Haushaltssektor widerstandsfähig und hielt das BIP-Wachstum im positiven Bereich, während die niedrige und abnehmende Arbeitslosenquote, aber auch die steigenden Immobilienpreise und lockeren Finanzierungsbedingungen, die Verbraucherausgaben förderten.
- Wenn wir einen Blick in das Jahr 2017 werfen, werden Steuersenkungen und eine niedrige Arbeitslosenquote weiter die Ausgaben unterstützen, der Verbrauch wird jedoch durch den jüngsten Anstieg der Zinsen und insbesondere seine Auswirkungen auf die positive Dynamik im Immobiliensektor gedrosselt werden. In der Tat zeichnet sich bei der Anzahl der beantragten Hypothekenkredite bereits ein Rückgang ab. Die Verbraucherkredite dürften aufgrund der höheren Zinsen ebenfalls abnehmen. Der Nettoeffekt der Mischung aus fiskalischen Fördermaßnahmen und restriktiveren finanziellen Bedingungen auf das Gesamt-BIP-Wachstum im kommenden Jahr fällt möglicherweise nicht so spektakulär aus, wie erwartet...

Steigende Zinsen sind für den Immobiliensektor von Nachteil

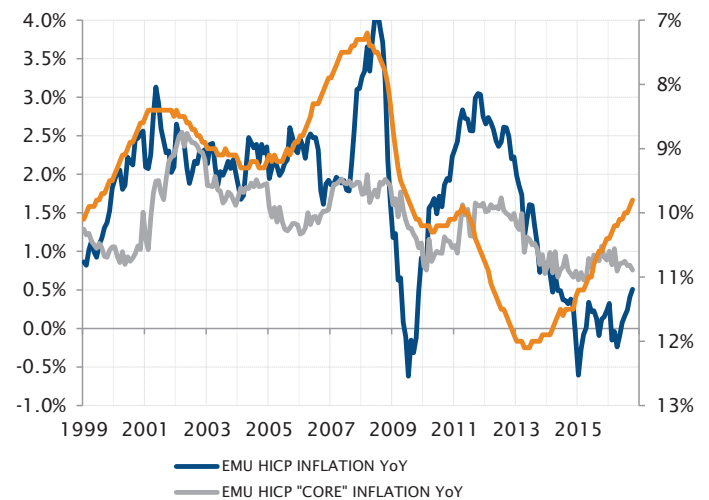


Quelle: Datastream, SYZ AM

3. Weiter keine Ruhe für die EZB

- Die jüngsten Konjunkturdaten dürften der EZB nach einigen Jahren des Aktivismus zur Umkehrung des Abwärtstrends von Wachstum und Inflation Entlastung bringen. In der Tat zeigen die Aktivitätsindikatoren ein kräftiges Wachstum im Euroraum, wobei Deutschland und Spanien an der Spitze stehen. Die Arbeitslosenquote ist gerade das erste Mal seit 2009 unter 10% gefallen. Die Gesamtinflation entfernt sich dank der positiven Basiseffekte auf die Rohstoffpreise vom Nullpunkt.
- Die EZB kann jedoch ihre Deckung nicht herunternehmen. Das politische Risiko aufgrund der bevorstehenden Wahlen in den Niederlanden, Frankreich und Deutschland sowie der politischen Instabilität in Italien könnte Ängste vor einem Ende der Eurozone hervorrufen und einen Aufwärtsdruck auf die Spreads von Staatsanleihen ausüben. Des Weiteren könnte jeder Versuch der Fed, ihre Geldpolitik zu normalisieren, während Donald Trump seine fiskalischen Fördermaßnahmen umsetzt, dazu führen, dass die europäischen Zinsen steigen und die schwache aber stetige Erholung des Kreditwachstums untergraben. Noch gibt es keine Ruhe für die EZB...

Verbesserte Wachstums- und Inflationsdynamik reicht der EZB nicht



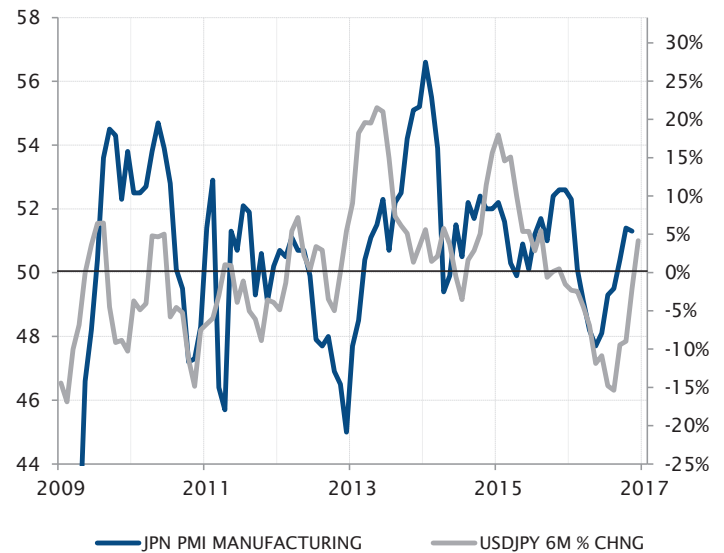
Quelle: Datastream, SYZ AM



4. Der japanische Geschäftszyklus angetrieben durch den Yen

- Seit dem Platzen der durch die Abenomics geschürten Hoffnung und dem darauffolgenden Irrtum durch die Anhebung der Mehrwertsteuer hat die japanische Wirtschaft ihr langsames und schwankendes Wachstum wieder aufgenommen. Das Land durchlief in den vergangenen sechs Jahren in der Tat drei technische Rezessionen, wobei es ein durchschnittliches jährliches Wachstum von etwa 1% verzeichnete, was weiterhin über seiner potenziellen Wachstumsrate liegt.
- Interessant ist hier, dass nun sogar die Währungsschwankungen selbst kurzfristig der Hauptgrund für die Volatilitätsschwankungen zu sein scheinen. In starken Phasen des Yen werden die zyklischen/industriellen Teile der Wirtschaft belastet, während der nicht-zyklische Teil, bestehend aus Dienstleistungen und Konsumgütern, leicht positiv und stabil ist. Sobald der Yen jedoch gegenüber dem Dollar abwertet, erholt sich der japanische Konjunkturzyklus und die Industrie verbucht erneut einen Aktivitätsanstieg. Es gibt bei der Fiskal- und Geldpolitik nur begrenzten Spielraum, weshalb die Währung zur wichtigsten Variable für die Wachstumsentwicklung der Inselgruppe aufgestiegen ist.

Der Yen steht im Mittelpunkt...

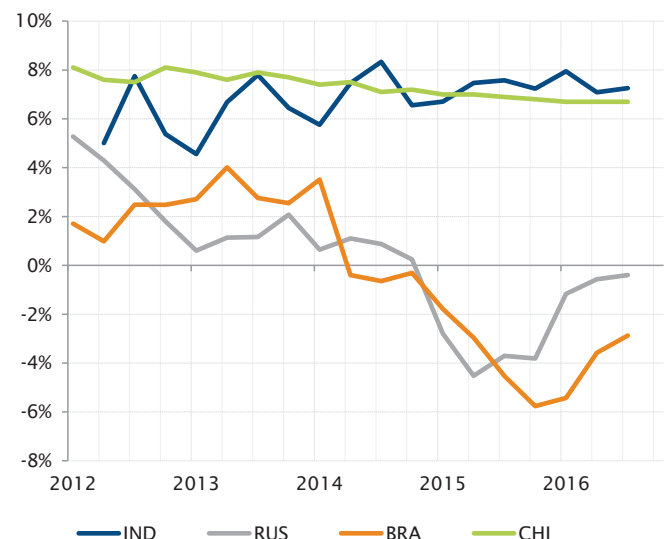


Quelle: Datastream, SYZ AM

5. Ermutigende Wachstumstrends in großen Schwellenländern

- Die Schwellenländer standen im Jahr 2015 stark unter Druck, da sie von der Mischung aus fallenden Energie- und Rohstoffpreisen, einem stärkeren US-Dollar und Sorgen über die Abkühlung in China und die Abwertung des Yuan beeinträchtigt wurden. All diese Probleme sind zwar nicht verschwunden, ihre Auswirkungen waren 2016 jedoch geringer.
- Das BIP-Wachstum in China hat sich knapp über 6,5% stabilisiert, nachdem es sich sechs Jahre in Folge abgeschwächt hatte. Unterstützt wurde dies durch die Ausweitung der Währungsabwertung und lockerere Kreditbedingungen. Russland setzt sein positives Wachstum fort, was von den steigenden Ölpreisen unterstützt wird. Brasilien befindet sich weiterhin in seiner tiefsten Rezession der vergangenen dreißig Jahre, die Wirtschaft erreichte jedoch die Talsohle, da die Zentralbank aufgrund der vernünftigeren Fiskalpolitik die Zinsen lockern kann. Währenddessen wird das Wachstum Indiens weiter von einer positiven Dynamik der Demografie und der Produktivität angekurbelt, wobei der jüngste Geldentwertungsschock wohl nur vorübergehender Natur sein dürfte. Insgesamt sind die Wirtschaftstrends ermutigend und in den Schwellenländern eindeutig besser als noch vor einem Jahr.

Ermutigende Dynamik in wichtigen Schwellenländern



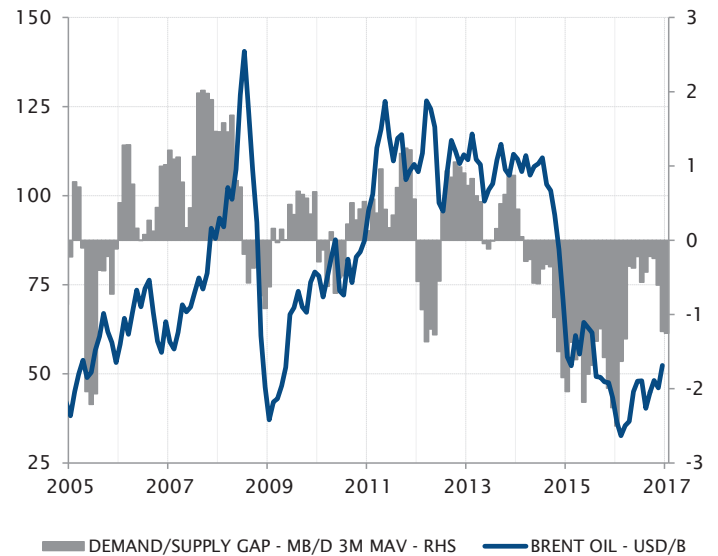
Quelle: Datastream, SYZ AM



6. OPEC: Produktionsdrosselung, um einen erneuten Preisrückgang zu vermeiden

- Am 30. November erzielte die OPEC endlich eine Einigung zur Drosselung der Ölproduktion um 1,2 Millionen Barrel pro Tag im Januar. Russland kündigte am selben Tag an, dass es mit einer Drosselung um 300.000 Barrel pro Tag folgen könne. Diese Ankündigung ließ die Ölpreise auf ihre höchsten Stände seit mehr als einem Jahr steigen, was die Erholung seit den Tiefständen von Anfang 2016 (+100% seitdem) verstärkte.
- Diese Produktionsdrosselung scheint im Wesentlichen zum Ziel zu haben, einen erneuten Rückgang des Ölpreises zu vermeiden. 2014 und 2015 war es eine umfassende Angebotsschwemme, die den Preiseinbruch antrieb und erst Anfang 2016 abnahm, als die Ölpreise die Talsohle bei unter 30 USD/Barrel erreichten, was die Schließung von Ölquellen in den USA zur Folge hatte. Seit dem Frühjahr nahm die Anzahl der US-Bohranlagen allerdings erneut zu, da die Ölpreise sich erholt hatten. Daraufhin entstand eine erneute Angebotsschwemme, die von der US EIA auf... 1,2 Millionen Barrel pro Tag für Januar 2017 geschätzt wurde. Umfang und Zeitpunkt der Einigung der Produktionsdrosselung der OPEC passen also wie die Faust auf's Auge...

Die Produktionsdrosselung der OPEC stimmt mit der erneut aufkommenden Angebotsschwemme überein

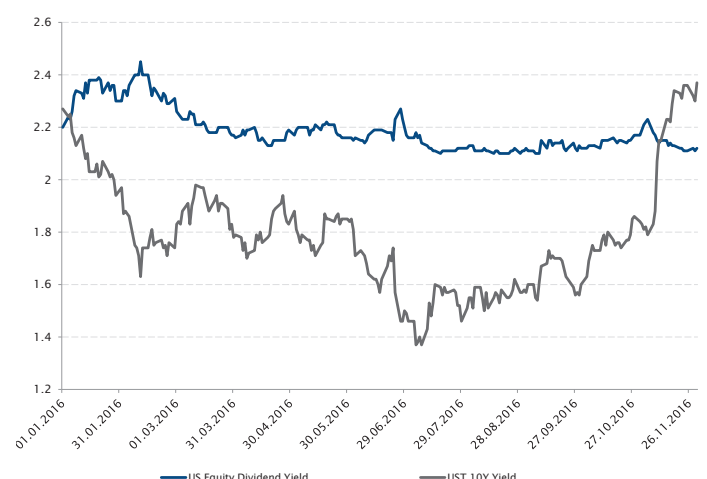


Quelle: Datastream, US EIA, SYZ AM

7. Renditen - Anleihen werden vielleicht günstiger als Aktien

- Eines der wichtigsten geopolitischen Ereignisse des Jahres stand schließlich an und das für unmöglich gehaltene Szenario traf ein: Donald J. Trump wurde zum 45. Präsidenten der USA gewählt. Die Erwartungen der Anleger im Hinblick auf einen neuen Wachstumsmix in den USA lösten zahlreiche Umschichtungen an den Märkten aus.
- Im November stiegen die Zinssätze weiter kräftig an, wodurch die Renditen von langfristigen Staatsanleihen auf das höchste Niveau seit dem letzten Frühjahr getrieben wurden und die US-Aktienmärkte neue Höchstwerte erreichten. Die nominalen Anleihen wurden ebenfalls nach oben getrieben, da nun aufgrund dieses Wachstums- und Inflationsumfelds mit einer weniger expansiven Geldpolitik gerechnet, eine Zinsanhebung durch die Fed im Dezember erwartet und über ein Auslaufen der quantitativen Lockerung der EZB im Jahr 2017 spekuliert wird.
- Vor diesem Hintergrund stieg die 10-jährige Rendite der US-Treasuries am Monatsende um 53 Bp. auf 2,37% an, weshalb sie nun höher ist, als jene von US-Aktien (gemessen an der Dividendenrendite von Datastream für den S&P 500).

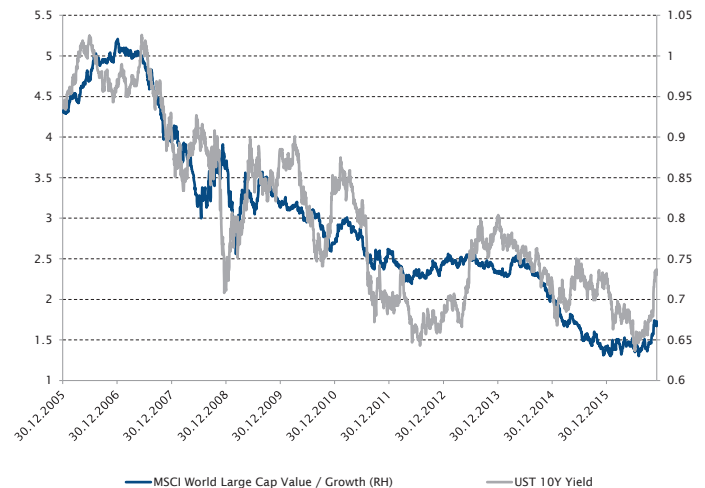
Dividendenrendite für US-Aktien und Rendite der 10-jährigen US-Treasuries



8. Aktien - Werden Value-Anlagen wieder zum Trend?

- Seit einigen Jahren entwickelten sich Value-Aktien strukturell schwächer als Wachstumsaktien. Wir sehen eine starke Korrelation zwischen der Rendite der 10-jährigen US-Treasuries und der Outperformance von Substanzwerten gegenüber Wachstumsaktien, das heißt, wenn die 10-jährigen US-Renditen steigen, entwickeln sich Value-Anlagen generell besser als Wachstumsanlagen. Des Weiteren wurden Value-Werte jüngst im Vergleich zu Wachstumswerten mit einem Abschlag gehandelt, wenn man beispielsweise das Kurs-Buchwert-Verhältnis betrachtet.
- Die US-Geldpolitik wird restriktiver, was einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Zinsen ausübt. Dies spricht eher für eine Rückkehr zu Value-Anlagen, wie man es jüngst beobachten konnte.
- Der Markt könnte jedoch zu zuversichtlich sein, wenn er eine zu hohe Wahrscheinlichkeit für einen nachhaltigen und sich beschleunigenden Zinsanhebungszyklus zusammen mit einer Überbewertung der Gewinnndynamik annimmt. Schließlich könnte die jüngste Euphorie aufgrund des Wahlsiegs von Donald Trump in naher Zukunft ebenfalls langsam abflauen.

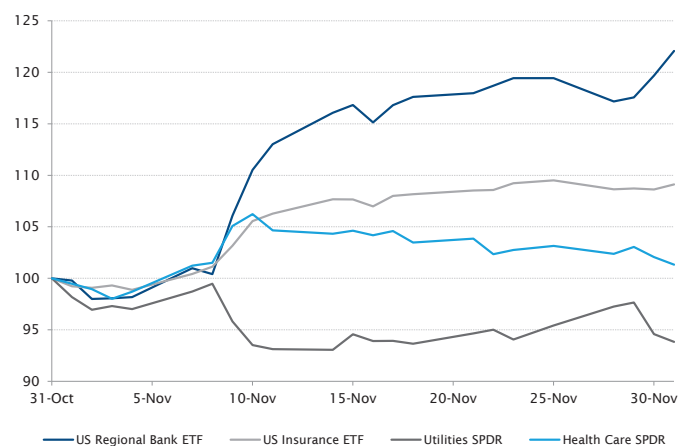
MSCI World Large Cap Value/Growth und Rendite 10-jähriger US-Treasuries



9. Sektorrotation nach der Wahl

- Nach der überraschenden Wahl von Donald Trump zum nächsten US-Präsidenten litten die Aktienmärkte unter einer harschen Sektor- und Faktorrotation. Der designierte Präsident Trump verpflichtete sich zu robusten Investitionen in die Infrastruktur, fiskalischen Fördermaßnahmen sowie einer potenziellen Außerkraftsetzung der Dodd-Frank-Vorschriften. Zum aktuellen Zeitpunkt ist es zwar schwierig vorherzusagen, ob diese Maßnahmen wirklich vollständig umgesetzt werden, der Markt begrüßte die Ankündigung allerdings mit einer sektorspezifischen Rally.
- Auf Sektorebene verbuchten Banken ein Plus, da prozyklische und reflationorientierte Maßnahmen die Zinsen ansteigen ließen, was den Banken zugute kam, da dies zu weniger Druck auf die Margen führte. Auch die Versicherungen erhielten Auftrieb, da ihre Erträge aus Reinvestitionen aufgrund der höheren Zinsen steigen dürften. Schließlich zählen Telekommunikationsanbieter und Versorger zu den großen Verlierern des Trump-Reflationstrades, da die Anleger ihre Portfolios in prozyklische Werte umschichteten.

Eindrucksvolle Sektorabweichung



Quelle: Bloomberg, SYZ AM



10. Türkische Lira erreicht Rekordtief

- Das erste Mal seit 2014 straffte die Zentralbank ihre Geldpolitik, indem sie ihren Leitzins um 50 Bp. anhob. Diese unerwartete Ankündigung konnte die Schwäche der Lira jedoch nicht aufhalten. Die Währung wertete lediglich während der ersten Handelsstunde nach der Entscheidung auf und fiel dann auf ein Rekordtief.
- Die türkische Lira steht seit dem gescheiterten Militärputsch im Juli unter ständigem Verkaufsdruck und wertete nach dem Wahlsieg von Donald Trump weiter ab. Die Währung ist anfällig für Erwartungen eines stärkeren Inflationsdrucks und höheren Zinsen in den USA, weshalb sie ebenfalls weiter unter der aktuellen politischen Instabilität im Land leidet.
- Die Entscheidung der Zentralbank wurde zwar als positives Anzeichen ihrer Unabhängigkeit angesehen, die Maßnahme wurde vom Markt jedoch als unzulänglich betrachtet. In diesem Umfeld dürfte die Stabilität der türkischen Lira in den kommenden Monaten weiter ungewiss sein.

Die Lira wertete seit Jahresbeginn gegenüber dem US-Dollar 15% ab



Quelle: Bloomberg