



1 MONAT IN  
10 BILDERN

Juni 2016



**Adrien  
Pichoud**  
Economist



**Wanda  
Mottu**  
Analyst



**Maurice  
Harari**  
Analyst

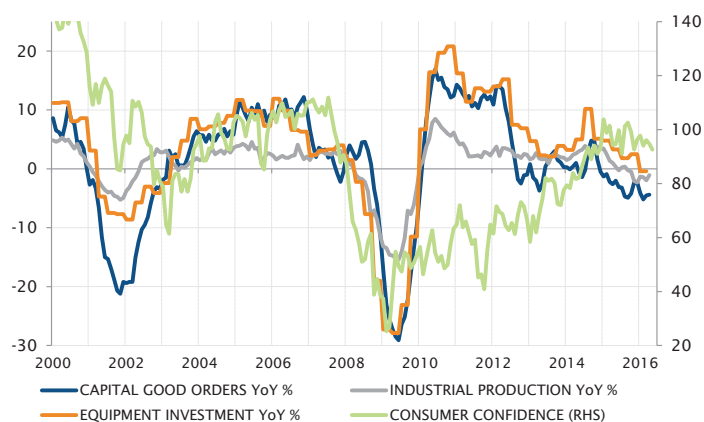
## INDEX

- |                                                                        |   |                                                                                           |   |
|------------------------------------------------------------------------|---|-------------------------------------------------------------------------------------------|---|
| 1. USA – Wachsende Nervosität bezüglich der Konjunktur .....           | 1 | 7. Gold – Preisrückgang des Edelmetalls bei gleichzeitiger Aufwertung des US-Dollar ..... | 4 |
| 2. Eurozone – Weiterhin solides Wachstum .....                         | 2 | 8. Aktien – Underperformance europäischer Banken bei sinkenden Renditen .....             | 5 |
| 3. Eurozone – Kreditvergabe als Wachstumsmotor .....                   | 2 | 9. Spanische Banken – Schmerzhafter Verlust für Aktionäre .....                           | 5 |
| 4. Japan – Die Wirtschaft benötigt mehr Impulse .....                  | 3 | 10. Volatilität – Rückkehr des VIX zu Tiefständen von 2015 .....                          | 6 |
| 5. China – Strukturell schwächeres Wachstum in der Zukunft .....       | 3 |                                                                                           |   |
| 6. US-Zinsen – Eine flachere Zinskurve ohne Intervention der Fed ..... | 4 |                                                                                           |   |

### 1. USA – Wachsende Nervosität bezüglich der Konjunktur

- In diesem Sommer beendet die US-Wirtschaft ihr siebtes Wachstumsjahr nach der Finanzkrise: Bis dato handelt es sich damit um einen der längsten Aufschwungzyklen aller Zeiten. Derzeit ist kein offensichtliches Ungleichgewicht zu erkennen, das den Zyklus gefährden könnte (wie der Investmentboom in den späten 1990er Jahren oder die Immobilienblase nach 2000). Dennoch kommt an den Märkten vermehrt die Frage auf, wie lange das Wachstum noch andauern wird.
- Mehrere Konjunkturindikatoren signalisieren, dass die Dynamik nachlässt: So ist die Industrietätigkeit seit 2015 rückläufig, bedingt durch den Einbruch der Investitionsausgaben im Ölsektor und die Auswirkungen des stärkeren US-Dollar. Diese Entwicklungen belasteten die Unternehmensgewinne und führten zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen, da sich die Banken angesichts der weiter steigenden Verschuldung der Unternehmen vorsichtiger zeigen.
- Bis vor Kurzem behauptete sich der Verbraucherdienstleistungssektor noch gut, doch seit Jahresbeginn hat auch dieses inländische (und größte) Segment der US-Wirtschaft an Fahrt verloren. Die Zahlen für den Dienstleistungssektor sind schwächer geworden, das Verbrauchervertrauen sinkt und die Schaffung von Arbeitsplätzen verlangsamte sich in letzter Zeit ebenfalls. Der schwächere Trend bei vielen wichtigen Indikatoren sorgt nun für wachsende Nervosität in Bezug auf die Wachstumsstärke der US-Wirtschaft.

*Die meisten Indikatoren signalisieren derzeit eine nachlassende Wirtschaftsdynamik*





## 2. Eurozone – Weiterhin solides Wachstum

- Anders als in den USA begann der Wachstumszyklus in der Eurozone erst vor drei Jahren. Durch die scharfen Sparmaßnahmen und Haushaltskürzungen, die durch die „Staatschuldenkrise“ erforderlich geworden waren, entstand in Europa 2011 und 2012 unabhängig von der Weltwirtschaft eine eigenständige Rezession. Die binnenwirtschaftlichen Wachstumstreiber befinden sich derzeit immer noch in einer Erholungsphase, da der Rückgang der Arbeitslosigkeit den Konsum fördert und Unternehmen allmählich ihre Investitionsausgaben wieder aufnehmen.
- Die jüngsten Konjunkturindikatoren signalisieren für 2016 ein anhaltendes Wachstum. Gegenüber 2015, als sich die niedrigeren Energiepreise und der schwächere Euro stützend auswirkten, ist nur eine leichte Verlangsamung erkennbar. Die Einkaufsmangerindizes stehen im Einklang mit einem BIP-Wachstum von 1,5%. Nach der Schwäche im ersten Quartal stieg das Vertrauen wieder und ist nach wie vor hoch. Das Wachstum in den Peripherieländern wird sich möglicherweise mit den nachlassenden haushaltspolitischen Anreizen etwas verlangsamen; in Deutschland erweist es sich jedoch weiterhin als solide.
- Die im Inneren der Eurozone entstandene Rezession von 2011/12 verlief weitgehend losgelöst von der wachsenden Weltwirtschaft. Deshalb erscheint das aktuelle Wachstum im Euroraum ausreichend binnenwirtschaftlich bestimmt, um in einem gewissen Maße von globalen Wachstumsturbulenzen abgeschirmt zu sein. Es ist jedoch nach wie vor stark von der Aufrechterhaltung wirtschaftspolitischer Impulse abhängig.

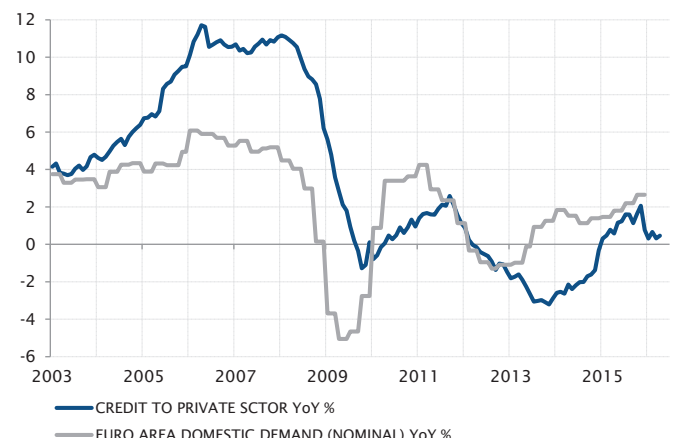
### Die Eurozone verzeichnet ein anhaltendes Wachstum



## 3. Eurozone – Kreditvergabe als Wachstumsmotor

- Die Konjunkturerholung in der Eurozone macht laut EZB-Präsident Mario Draghi „allmählich Fortschritte“. Doch diese Dynamik muss durch Impulse weiter aufrechterhalten werden. Für die Marktwirtschaft bestehen diese Impulse in Krediten, die Unternehmensinvestitionen fördern sollen.
- Natürlich ist es der EZB bereits gelungen, die Zinsen für Großunternehmen und Banken, die Zugang zu den Anleihemärkten haben, bereits deutlich zu senken. Die Finanzierungsbedingungen an den Märkten sind nun selbst für nachrangige Instrumente im historischen Vergleich besonders attraktiv. Dadurch können die Emittenten aufsichtsrechtliche Anforderungen mit Zinsen erfüllen, die ihre Ergebnisse nicht übermäßig belasten, und zugleich Anleger anziehen, die auf der Suche nach Renditen sind.
- Anders als in den USA stammt jedoch in Europa die Finanzierung vorwiegend aus dem Bankensektor, insbesondere jene für kleine und mittelständische Unternehmen. Aus diesem Grund legt die EZB so viel Wert darauf, die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen zu fördern, denn für das weitere Wachstum ist sie entscheidend. Im Juni wird die Notenbank mit der ersten Runde ihrer Liquiditätsspritzen beginnen und Banken zu äußerst attraktiven Bedingungen (womöglich sogar Negativzinsen) Finanzierungsmittel zur Verfügung stellen. Voraussetzung ist, dass die Banken ihr Portfolio von Unternehmenskrediten ausbauen.
- Die Maßnahmen der EZB richten sich aus gutem Grund auf die Kreditvergabe der Banken. Indem die Notenbank Liquidität zu Zinssätzen anbietet, die den Banken noch eine gewisse Rentabilität ermöglichen, will sie das Kreditwachstum beleben. Denn nach der willkommenen Erholung im Jahr 2015 ist die Kreditvergabe an den privaten Sektor nun fast zum Erliegen gekommen und wächst nicht schnell genug, um das Wirtschaftswachstum nachhaltig zu stützen. Ebenso wie das zu rasche Kreditwachstum Anfang dieses Jahrtausends eine schädliche Wirkung zeigte, gefährdet das zu langsame Kreditwachstum nun den laufenden Wirtschaftsaufschwung.

### Kreditwachstum ist eine Voraussetzung für Wirtschaftswachstum





#### 4. Japan – Die Wirtschaft benötigt mehr Impulse

- Im Verlauf des ersten Quartals erreichte die japanische Wirtschaft ein annualisiertes Wachstum von +1,7%. Diese Zahl übertraf zwar die Erwartungen, doch an der Einschätzung der aktuellen Richtung der japanischen Wirtschaft ändert sie nichts: Der Wachstumstrend der ersten Monate nach Einführung von Abenomics hat deutlich nachgelassen. Japan wächst – wenn überhaupt – nur minimal.
- Alle Kennzahlen – von den umfassenden Konjunkturindizes bis hin zu spezifischeren Indizes wie dem an der Binnenwirtschaft orientierten Vertrauen von Kleinunternehmen – deuten darauf hin, dass die Wirtschaft keinen anhaltenden Wachstumstrend etablieren konnte. Nach einer geldpolitischen Lockerung in einem nie zuvor da gewesenen Umfang erscheint die Bank of Japan nun machtlos. Belegt wird dies durch die seit der Einführung von Negativzinsen vor vier Monaten ununterbrochene Aufwertung des Yen.
- Wenn die Geldpolitik nicht mehr in der Lage ist, die Konjunktur anzukurbeln, bleibt die Haushaltspolitik als einziges Instrument, selbst wenn die Staatsverschuldung bereits bei 250% des BIP liegt. Premierminister Shinz Abe kündigte deshalb einen Aufschub der für Anfang 2017 geplanten Mehrwertsteuererhöhung an. Inzwischen erwägt er eine Erhöhung der Staatsausgaben, um das Wirtschaftswachstum in Japan wieder in Gang zu bringen. Die äußerst schwierige Wirtschaftslage lässt der Wirtschaftspolitik kaum eine andere Wahl, als mit den Maßnahmen fortzufahren, mit denen die japanische Wirtschaft bislang nicht aus ihrer Falle befreit werden konnte.

##### *Japan braucht weitere Impulse*

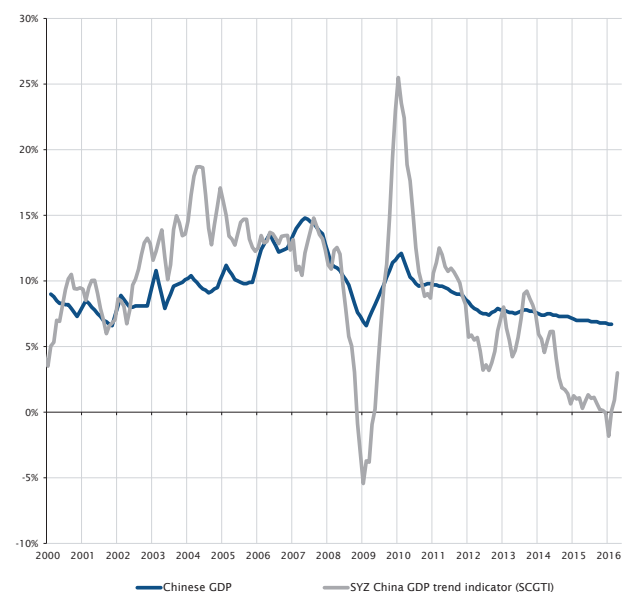


Quelle: Datastream

#### 5. China – Strukturell schwächeres Wachstum in der Zukunft

- In den vergangenen Monaten versuchte die chinesische Regierung, das Wirtschaftswachstum durch eine Belebung des Kreditwachstums zu stimulieren oder bei 6,5% zu stabilisieren.
- Zum Jahresbeginn war die Sorge um China einer der Hauptfaktoren, die zum Absturz der Märkte führten.
- Seither ist die zuletzt beobachtete Erholung der chinesischen Konjunktur (siehe Anstieg des SYZ China GDP Trend Indicator, SCGTI) wieder abgeflaut, da die Behörden nicht zulassen wollen, dass das von Krediten angetriebene Wachstum die schwer verschuldete Wirtschaft noch weiter aus dem Gleichgewicht bringt. Die Belebung der Konjunktur war zudem weitgehend durch den Immobiliensektor bedingt, der durch eine aggressive Politik unterstützt wurde. Dennoch hält die strukturell bedingte Verlangsamung des Wachstumstrends an.
- Obgleich in der chinesischen Wirtschaft neue Anzeichen der Schwäche erkennbar sind, dürfte der Trend zu einer Lockerung der Kreditvergabebedingungen anhalten, nach Aussagen aus chinesischen Regierungskreisen allerdings in verlangsamer Form. Dort besteht ein allgemeiner Konsens, dass die Erholung des Wirtschaftswachstums eher in Form eines „L“ statt eines „V“ oder „U“ erfolgen dürfte. Letzteres wird dadurch verhindert, dass eine Erhöhung der Verschuldung eine geringere marginale Wirkung hat und die Systemrisiken erhöht.
- Das Ziel der Regierung wurde daher von einer Förderung und Stabilisierung des Wachstums auf die Kontrolle und Verringerung von Systemrisiken verlagert.

##### *China – BIP-Wachstum (im Jahresvergleich) und SYZ China Trend Indicator*



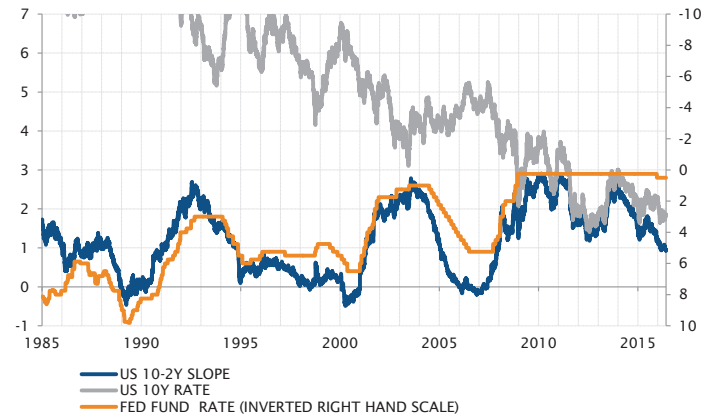
Quelle: Datastream



## 6. US-Zinsen – Eine flachere Zinskurve ohne Intervention der Fed

- Drei Jahrzehnte lang bestand eine enge Beziehung zwischen der Entwicklung der kurzfristigen Zinsen der Fed (Fed Funds Rate) und der Neigung der US-Renditestrukturkurve (Unterschied zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen). Während der geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen der Fed (d.h. Senkung der Fed Funds Rate) kam es zu einer Versteilerung der Kurve, da die langfristigen Zinsen langsamer sanken. Als die Fed ihre Geldpolitik straffte, wurde die Kurve tendenziell flacher, da die langfristigen Zinsen durch die Erwartungen eines geringeren Aufwärtsdrucks auf Wachstum und Inflation begrenzt wurden.
- Diese Beziehung besteht nun in dieser Form nicht mehr: Da die Fed Funds Rate seit mehr als sieben Jahren nahe an null liegt, hat sich die Neigung der Renditekurve de facto nur bei Schwankungen der langfristigen Zinsen geändert, die wiederum von Wachstums- und Inflationserwartungen beeinflusst werden. Durch das schleppende globale Wachstum und den mangelnden Inflationsdruck sind die langfristigen US-Zinsen auf einen historischen Tiefstand gesunken. Dadurch wurde ohne Intervention der Fed eine Verflachung der Kurve herbeigeführt (die Zinserhöhung um 25 Basispunkte im vergangenen Dezember ist im Gesamtbild weitgehend symbolisch). Die bereits niedrigen langfristigen Zinsen und die leichte Steilheit der Kurve begrenzen den Spielraum der Fed für eine Straffung.

*Die US-Kurve verflacht sich, bevor die Fed mit Zinserhöhungen beginnen kann*

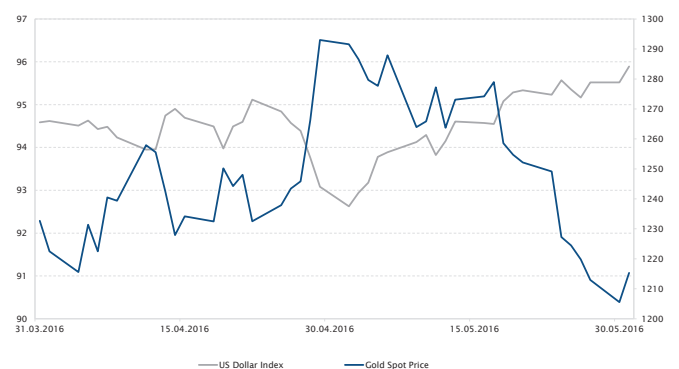


Quelle: Datastream

## 7. Gold – Preisrückgang des Edelmetalls bei gleichzeitiger Aufwertung des US-Dollar

- Zum Jahresbeginn unterstützte der vorsichtiger Ansatz der Fed bei der Erhöhung ihrer Leitzinsen, der auch den Aufwärtsdruck auf den US-Dollar reduzierte (-5,2% gegenüber dem Euro seit Jahresbeginn per Ende April), auch die Erholung des Goldpreises (+21,6%).
- Im Mai konzentrierten sich die Märkte aber wieder auf eine mögliche Zinserhöhung der Fed im Juni und die potenziell besseren globalen Wachstumsaussichten. Die Preise mehrerer Vermögenswerte wurden daraufhin angepasst. Der US-Dollar wertete auf (+2,9% im Mai), während Gold einen Teil seines im Jahresverlauf erzielten Gewinns wieder einbüßte (-6,0%). Der Dollar belastete auch andere Anlageklassen, wie etwa Anleihen, Währungen und Aktien aus Schwellenländern, die den Monat alle in den roten Zahlen beendeten.
- Gold wird in Portfolios für gewöhnlich zur Diversifizierung eingesetzt, um sich gegen eine Dollar-Abwertung abzusichern. Im Berichtsmonat notierte das Edelmetall mit einer negativen Korrelation zum US-Dollar. Das heißt, der US-Dollar wertete auf, während Edelmetalle an Wert verloren. Beide Vermögenswerte erreichten schließlich eine äußerst hohe negative Korrelation, wie sie seit 2014 nicht mehr beobachtet worden war. Darüber hinaus verlor Gold etwas an Glanz und die Kapitalabflüsse aus Gold-ETFs nahmen im Mai zu.

*Entwicklung des Goldpreises und des US-Dollar-Index*



Quelle: Bloomberg



## 8. Aktien – Underperformance europäischer Bankaktien bei sinkenden Renditen

- Nach dem holprigen Jahresauftakt schrieb der Terminmarkt (im Verhältnis zur Fed Funds Rate) eine Zinserhöhung nach dem vergangenen Dezember, als die Fed-Mitglieder noch von vier Zinserhöhungen im Jahr 2016 ausgingen, weitgehend ab. Eine besonders starke Wirkung übte dies auf die Rendite 10-jähriger US-Treasuries aus, die von 2,27% Ende Dezember auf 1,85% Ende Mai sank.
- An der anderen Front erwies sich 2016 als besonders kompliziertes Jahr für Anleger, die auf europäische Banken setzten. Seit Jahresbeginn verzeichnete der Sektor einen Rückgang von -16,3%, verglichen mit -5,0% beim Stoxx 600 als Ganzem.
- Europäische Banken und die Renditen 10-jähriger US-Treasuries wiesen in der Vergangenheit eine sehr starke Korrelation auf: Wenn die Renditen sanken, fielen auch die Kurse von Bankaktien, während sie bei steigenden Renditen ebenfalls wieder kletterten.
- Derzeit könnten die höheren Zinssätze höhere Nettozinssmargen für Banken bedeuten und ihre Rentabilität ebenso wie ihre Attraktivität steigern. Diese Beziehung funktioniert, solange die globalen Finanzmärkte nicht durch höhere Renditen destabilisiert werden, die sich auf Banken nicht stützend auswirken.

**Stoxx 600 Banks Price Index  
und Rendite 10-jähriger US-Treasuries**

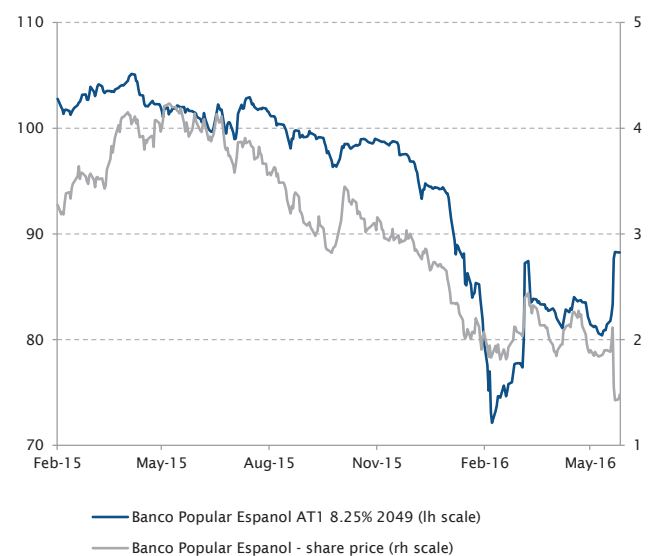


Quelle: Thomson Reuters Datastream

## 9. Spanische Banken – Schmerzhafter Verlust für Aktionäre

- Nach Ankündigung einer Kapitalerhöhung brach der Aktienkurs der spanischen Kreditbank Banco Popular Español um mehr als 30% ein. Die Banco Popular beschloss, zusätzliche Aktien im Wert von insgesamt 2 Milliarden EUR für 1,25 EUR je Aktie zu verkaufen. Es handelt sich dabei um einen deutlichen Abschlag von 47%, der für die bestehenden Aktionäre eine erhebliche Verwässerung zur Folge hat.
- Für Aktionäre spanischer Banken bleibt das Umfeld weiterhin schwierig, da mehrere Finanzinstitute von der Aufsichtsbehörde zu Kapitalerhöhungen gezwungen werden, um Verluste leistungsgestörter und notleidender Kredite abzusichern. Das Hauptproblem besteht darin, dass es nicht allen Banken in Bezug auf notleidende Kredite gleich ergeht, da einige Banken sich früh mit dieser Frage auseinandersetzten und ihre Portfolios notleidender Kredite verkauften, während andere bislang recht wenig zur Bewältigung dieses Problems getan haben.
- Inhaber von Anleihen kam die Nachricht indes zugute, wie die Entwicklung bei dem CoCo-Bond zeigt. Die Anleihe legte nach der Nachricht rund 8 Punkte zu, da regulatorische Kapitalinstrumente durch eine Stärkung des Puffers durch Kapitalerhöhungen weniger riskant werden. Für Anleger, die ein Engagement in diesem Sektor aufbauen wollen, ist Selektivität weiterhin ausschlaggebend, da unterkapitalisierte Banken denselben Weg einschlagen werden wie die Banco Popular.

**ATI-Anleihe und Aktienkurs der Banco Popular**



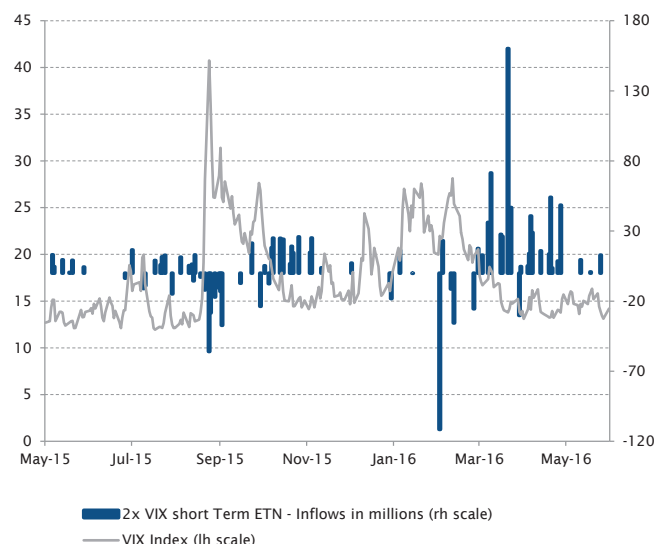
Quelle: Bloomberg



## 10. Volatilität – Rückkehr des VIX zu Tiefständen von 2015

- Mit der wachsenden Dynamik der Rally an den Aktienmärkten ging die Volatilität gemessen am traditionellen VIX Index auf das Niveau von August 2015 zurück, obwohl einige Ungewissheiten immer noch nicht geklärt sind. Zu den Unbekannten zählen das Tempo der Zinserhöhungen durch die Fed und langfristige Ereignisse wie die Präsidentschaftswahlen in den USA. Bekannte Faktoren sind die Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Faktoren in den USA und die Ölpreise, die den Markt in diesem Jahr belasteten und sich vorerst auf einem komfortablen Niveau stabilisiert haben.
- Nach den starken Zuflüssen in Long-VIX-ETFs (TVIX) im März und April nutzten nur wenige Anleger die Gelegenheit, ihre Absicherungsstrategie auf- oder auszubauen. Im Mai waren die Zuflüsse in TVIX gering. Daraus lässt sich entnehmen, dass die Anleger wahrscheinlich unterinvestiert sind und nicht allzu viel Performance auf Absicherungsprodukte verwenden möchten.
- Der VIX ist in der Vergangenheit jedoch selten unter die Schwelle von 10 gefallen. Anleger ohne Absicherung könnten deshalb die Gelegenheit wahrnehmen, um Kapital für Absicherungsstrategien zu verwenden, entweder Long-TVIX oder anspruchsvollere konvexe Strategien, um eine potenzielle Umkehr der aktuellen Rally bei US-Aktien abzufedern.

*VIX Index und Zuflüsse in Long-VIX-ETF*



Quelle: Bloomberg