



1 MONAT IN
10 BILDERN

Mai 2016



**Adrien
Pichoud**
Economist



**Wanda
Mottu**
Analyst



**Maurice
Harari**
Analyst

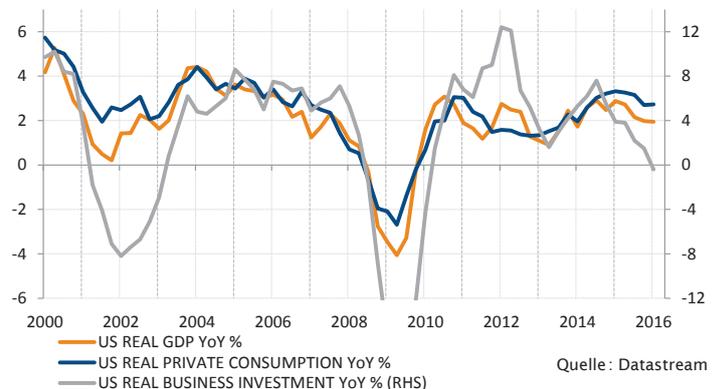
INDEX

- | | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. USA – Der Dienstleistungssektor hält die Wirtschaft über Wasser 1 | 6. China – Wie ein “Déjà-vu”... Stabilisierung des Kreditwachstums..... 4 |
| 2. US-Immobilien – Anzeichen für eine Schwäche am US-Immobilienmarkt 2 | 7. Anleihen – Risiken bei kurzfristigen Bundesanleihen..... 4 |
| 3. Eurozone – Es dauert ganze acht Jahre 2 | 8. Anleihen – Korrelation zwischen Hochzinsanleihen und dem Erdölpreis 5 |
| 4. Großbritannien – Das bevorstehende Referendum zum Brexit hat spürbare Auswirkungen 3 | 9. US-Aktien – Underperformance des Technologiesektors und Erholung der Energiewerte..... 5 |
| 5. Japan – Verlieren Abe und Kuroda den Kampf gegen die Deflation?..... 3 | 10. Europäische Aktien – Der Druck auf die Banken lässt nach 6 |

1. USA – Der Dienstleistungssektor hält die Wirtschaft über Wasser

- Die US-Wirtschaft entwickelte sich im ersten Quartal 2016 enttäuschend: Das Konjunkturwachstum verlangsamte sich deutlich und war mit +0,5% annualisiert im Berichtszeitraum so schwach wie zuletzt vor zwei Jahren. Dass das Wachstum überhaupt positiv war, ist insbesondere dem Dienstleistungssektor zu verdanken. Praktisch alle anderen Bestandteile des BIP entwickelten sich negativ oder blieben unverändert. Nur Wohnimmobilien und öffentliche Ausgaben leisteten ebenfalls einen positiven Beitrag.
- Die Unternehmensinvestitionen gingen im zweiten Quartal in Folge zurück (erstmalig seit 2009). Der Außenhandel leistete aufgrund der Zunahme des Handelsdefizits ebenfalls einen negativen Beitrag, und der Abbau der Lagerbestände der Unternehmen belastete die Konjunktur ebenfalls. Selbst der Konsum langlebiger Güter ging im Verlauf des ersten Quartals zurück.
- Wenn die US-Wirtschaft über einen Zwölfmonatszeitraum ein Wachstum von 2% aufrechterhalten konnte, ist das allein der robusten Binnennachfrage zu verdanken, die sich auf die anhaltende Schaffung von Arbeitsplätzen und insbesondere im Immobiliensektor auf äußerst günstige Finanzierungsbedingungen stützte. Doch die mangelnde zyklische Dynamik, die durch den Rückgang der Investitionen veranschaulicht wird, begrenzt die Möglichkeiten einer Beschleunigung. Dies zeigte sich in den letzten Prognosen des FMI (Erwartungen von +2,4% für 2016 und +2,5% für 2017).

Der Konsum stützt das Wachstum trotz des Investitionsrückgangs

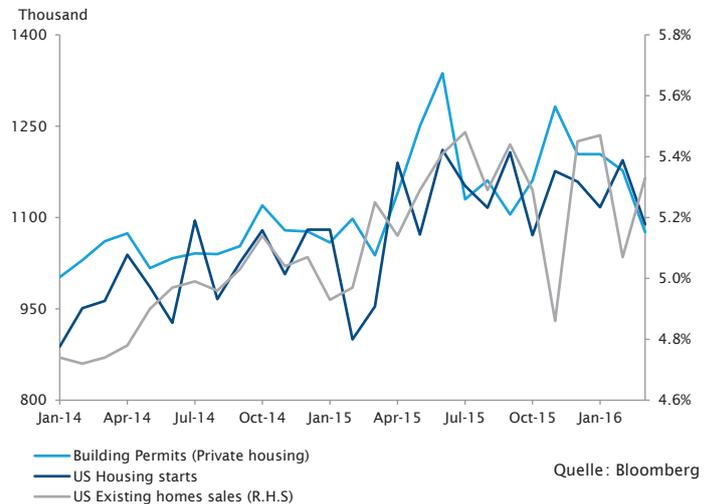




2. US-Immobilien – Anzeichen für eine Schwäche am US-Immobilienmarkt

- Trotz einer über Erwarten starken Erholung der Verkäufe bestehender Wohnimmobilien deuten die jüngsten Zahlen zu den Baubeginnen und Baugenehmigungen auf eine Verlangsamung des Immobilienmarktes hin. Die Baubranche war in den letzten Jahren ein wichtiger Motor für das Wirtschaftswachstum in den USA, doch ihr Beitrag zum Bruttoinlandsprodukt könnte sich 2016 abschwächen.
- Die Statistiken zu den neuen Baubeginnen wiesen im März einen Rückgang um -8,8% aus, der damit deutlicher als von den Märkten erwartet ausfiel. Auch die Baugenehmigungen, ein Frühindikator für die Aktivität in diesem Sektor, sind mit -8,6% im selben Zeitraum rückläufig. Der starke Anstieg bei den Verkäufen bestehender Wohnimmobilien im März (+5,1%) ist eine gute Nachricht. Er allein reicht jedoch nicht aus, um das Risiko einer Verlangsamung abzuwenden, da bestehende Wohnimmobilien keinen neuen Wert schaffen.
- Trotzdem bleibt das Umfeld für den Immobilienmarkt aufgrund der akkommodierenden Geldpolitik der Fed, wie die außergewöhnlich niedrigen Zinsen zeigen, in Verbindung mit der robusten Dynamik des Arbeitsmarktes günstig. Im kommenden Monat werden wir mehr darüber wissen, ob die Schwäche am Immobiliensektor vorübergehend ist und wie groß ihre Auswirkungen sein werden.

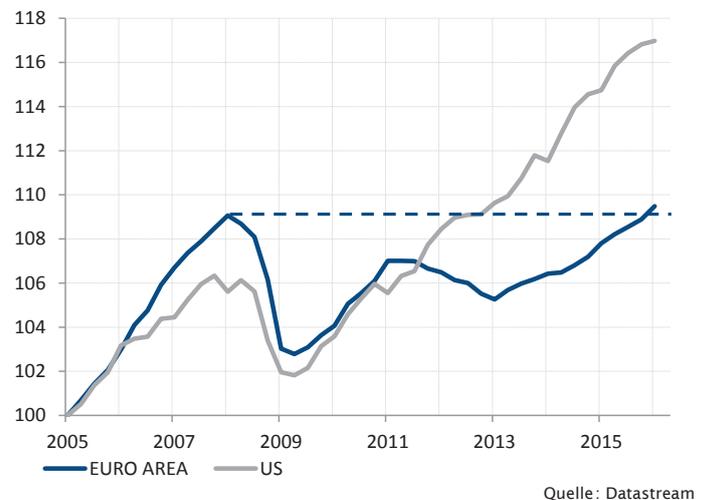
Baugenehmigungen, neue Baubeginne und Verkäufe bestehender Wohnungen



3. Eurozone – Es dauerte ganze acht Jahre...

- Dank eines BIP-Wachstums von 0,6% im ersten Quartal 2016 erreichte die Eurozone endlich wieder das Niveau von Anfang 2008. Acht Jahre später... Zum Vergleich: Die US-Wirtschaft brauchte weniger als vier Jahre, um an ihren Höchststand vor dem Jahr 2008 anzuknüpfen und das BIP liegt heute 10% über diesem Niveau.
- Inzwischen überstand die Eurozone natürlich eine zweite Rezession, die durch die Sparmaßnahmen im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise hervorgerufen wurde. Das Wachstumspotenzial der Eurozone ist strukturell niedriger als das der USA. Dennoch ist die Kluft der BIPs, die sich zwischen den Ländern beiderseits des Atlantiks aufgetan hat, spektakulär.
- So befinden sich die beiden Regionen in verschiedenen Phasen des Konjunkturzyklus: Die USA nähern sich ohne Zweifel dem Ende des Zyklus, während dem Gehaltserhöhungen notwendig sind, um das Wachstum und die Investitionen weiter anzukurbeln. Die Eurozone hingegen befindet sich immer noch inmitten einer Konjunkturerholung. Die Arbeitslosigkeit ist nach wie vor hoch (höher als 2009), während die Investitionstätigkeit bisher kaum an Fahrt aufgenommen hat. Angesichts dieses Umfeldes ist die Divergenz zwischen der Politik der Fed und derjenigen der EZB kaum überraschend!

Die europäische Wirtschaft hat gerade ihren Höchststand von 2008 überschritten.

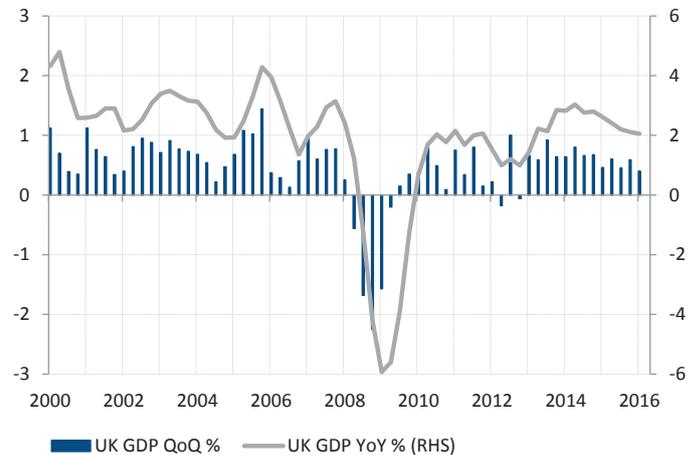




4. Großbritannien – Das bevorstehende Referendum zum Brexit hat spürbare Auswirkungen

- Die mit dem Referendum zum Brexit verbundene Ungewissheit beginnt die Konjunktur zu belasten. Der BIP-Anstieg im Jahresvergleich ist so niedrig ausgefallen wie zuletzt vor drei Jahren. Die Ergebnisse im Einzelhandel gingen zurück, während die Arbeitslosenzahlen stiegen (zum ersten Mal seit mehr als drei Jahren). Die Industriertätigkeit verzeichnete einen deutlichen Rückgang.
- Sicher ist diese Entwicklung vor dem Hintergrund des insgesamt schwachen weltweiten Wachstums und der weniger günstigen Wirtschaftspolitik in Großbritannien nach den Haushaltsanreizen vor den Parlamentswahlen zu sehen. Dennoch lässt die jüngste Verstärkung des Trends darauf schließen, dass die Ungewissheit in Bezug auf die Zukunft der britischen Wirtschaft sich belastend auf eine der bislang dynamischsten Volkswirtschaften in Europa auswirkt.
- Auch wenn die Wahrscheinlichkeit eines Votums für den Verbleib in der EU derzeit größer erscheint, zeigt diese Verlangsamung zumindest eines: Ungewissheit schadet der Konjunktur. Ohne Aussagen über die langfristigen Folgen eines eventuellen Austritts aus der EU machen zu wollen, ist davon auszugehen, dass im Falle eines Votums für einen Brexit die zahlreichen unbekanntenen Faktoren im Zusammenhang mit den bevorstehenden Verhandlungen über die Austrittsmodalitäten, den Inhalt der Handelsvereinbarungen mit der EU oder das erneute Aufkommen einer Debatte über eine Unabhängigkeit Schottlands die Investitionen und den Arbeitsmarkt stark belasten dürften.

Das Wachstum der britischen Wirtschaft verlangsamt sich vor dem Referendum zum Brexit

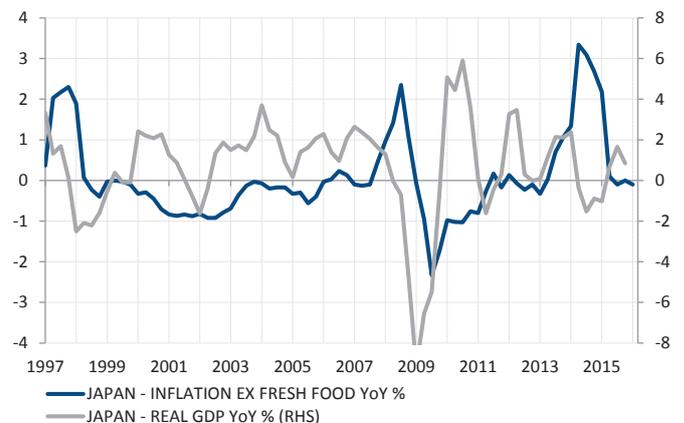


Quelle: Datastream

5. Japan – Verlieren Abe und Kuroda den Kampf gegen die Deflation?

- Drei Jahre nach der durch den Regierungsantritt von Shinzo Abo ausgelösten Hoffnungswelle scheint die japanische Wirtschaft (fast) wieder an ihrem Ausgangspunkt angekommen zu sein. Die massive geldpolitische Lockerung der Bank of Japan (BoJ) und die daraus resultierende Abwertung des Yen kamen exportorientierten Unternehmen zunächst zugute und führten zu einem Anstieg der Inflation auf ein Niveau wie zuletzt vor 20 Jahren.
- Doch zugleich unterminierten die importierte Inflation und die Mehrwertsteuererhöhung im Jahr 2014 die Kaufkraft der Verbraucher, da sie nicht durch gleichwertige Gehaltserhöhungen kompensiert wurden: Das Realeinkommen der Haushalte ist also seit 2013 zurückgegangen.
- So scheint das Ziel, eine ausreichend dynamische Binnennachfrage zu schaffen, um der Deflation ein Ende zu bereiten, heute gescheitert: Das Wachstum ist eben so gerade positiv (Erwartung für 2016 ebenso wie 2015 bei +0,5%) und die Inflation ist wieder auf 0% gesunken. Der japanischen Regierung bleibt ebenso wie der Notenbank heute ein äußerst begrenzter Spielraum: So hat die BoJ bereits Negativzinsen eingeführt, und ihre Anleihenkäufe haben ihre Bilanz aufgebläht, die 80% des BIP ausmacht. Das öffentliche Defizit liegt über 5% des BIP, und die Verschuldung hat 250% des BIP erreicht.

Schwaches Wachstum und keine Inflation: Japan flirtet erneut mit der Deflation



Quelle: Datastream



6. China – Wie ein “Déjà-vu”... Stabilisierung des Kreditwachstums

- Die chinesische Regierung versucht durch die Steigerung der Kreditvergabe das Wachstum anzukurbeln oder um 6,5% zu stabilisieren.
- Die umfassenden geld- und haushaltspolitischen Impulse werden dem verarbeitenden Gewerbe vielleicht kurzfristig helfen. Doch damit sind Kosten verbunden, die einfach in die Zukunft verlagert werden und letztendlich die strukturellen Probleme der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt noch verschlimmern werden.
- Vor diesem Hintergrund müsste die öffentliche Verschuldung deutlich steigen, um die mit der privaten Verschuldung verbundene Verlangsamung auszugleichen. Mit anderen Worten: China bläht seine Kreditblase weiter auf.
- Man kann sich zwar berechtigterweise die Frage stellen, ob ein Ankurbeln der Kreditvergabe mittel- bis langfristig Sinn macht, da das Land bereits stark verschuldet ist und sowohl die Industrie als auch die Immobilienbranche über besorgniserregende Überkapazitäten verfügen. Kurzfristig scheint diese Lockerung der geldpolitischen Bedingungen jedoch das BIP-Wachstum und die Konjunkturindikatoren zu stabilisieren.
- Sehr wahrscheinlich wird dieser Trend der Lockerung der Kreditbedingungen fortgeführt, sollte die chinesische Konjunktur erneut schwächeln.

China – reales und nominales BIP und Bankkredite (Schwankung im Jahresvergleich in %)



7. Anleihen – Risiken bei kurzfristigen Bundesanleihen

- Zwei Jahre lang waren die mittelfristigen Inflationserwartungen (gemessen durch die erwartete Inflationsrate über fünf Jahre in fünf Jahren) der Haupteinflussfaktor auf die Entwicklung der deutschen Langfristzinsen. 2014 sanken diese Erwartungen unter das von der EZB vorgegebene Ziel von 2% und führten dazu, dass die deutschen Zinsen auf den niedrigsten Stand aller Zeiten fielen. Zugleich zwangen sie die EZB zu einer drastischen Lockerung ihrer Geldpolitik (QE, Negativzinsen).
- Vor genau einem Jahr resultierten ermutigende Konjunkturindikatoren und der Eingriff der EZB in einer Erholung der erwarteten Inflation und einem plötzlichen Anstieg der deutschen Zinsen. Der Einbruch der Erdölpreise und die Wachstumssorgen ließen die erwartete Inflation 2016 wieder nahe an ihren Tiefstand von 2015 sinken.
- Heute scheinen alle Bedingungen für eine Wiederholung des Szenarios von 2015 gegeben: Das Wirtschaftswachstum bleibt positiv und übertraf im ersten Quartal in der Eurozone sogar die Erwartungen. Der Anstieg der Erdöl- und Rohstoffpreise sowie die jüngsten Maßnahmen der EZB zur Ankurbelung der Kreditvergabe könnten in diesem Umfeld erneut zu einem Anstieg der erwarteten Inflation führen. Der deutschen Bundesanleihe droht derzeit eine kurzfristige Korrektur.

Kurzfristige Risiken für deutsche Bundesanleihen

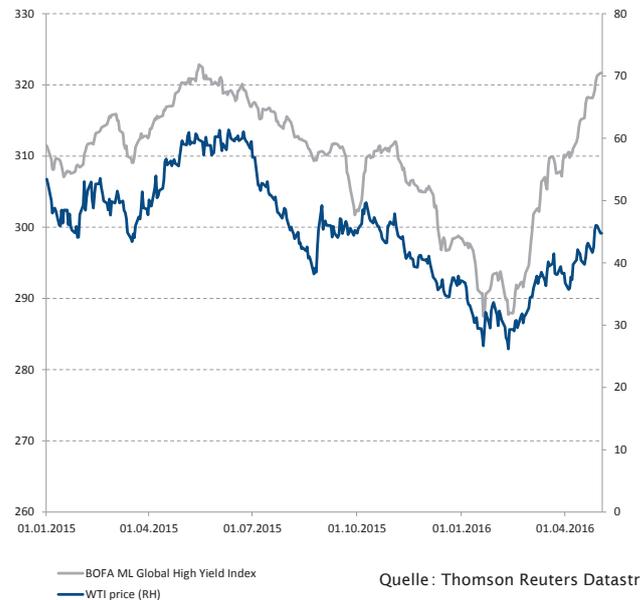




8. Anleihen – Korrelation zwischen Hochzinsanleihen und dem Erdölpreis

- Seit Jahresbeginn zählen Hochzinsanleihen in puncto Wertentwicklung (+7,6% bzw. +3,8% bei US- und europäischen Hochzinsanleihen) zu den lohnenswertesten Anlageklassen. Nach dem Anstieg der Spreads am Jahresanfang ist die Risikoprämie für diese Anlageklasse in den vergangenen zwei Monaten deutlich gesunken.
- Gleichzeitig setzte der Erdölpreis ebenfalls zu einem Höhenflug an: So kletterten die Preise für WTI und Brent um +23,8% bzw. +33,0%. In deren Sog stiegen die Preise des gesamten Rohstoffsegments.
- In den USA kamen von der Fed zudem gemäßigte Äußerungen. Infolgedessen wandten sich die Anleger wieder riskanteren Anlagen wie Hochzinsanleihen zu. In Europa setzt die EZB ihre akkommodierende Geldpolitik fort und ist noch nicht zu einer Kursänderung bereit. Im April gab sie Einzelheiten zu ihrem Anleihenkaufprogramm bekannt, das sie in den kommenden Monaten umsetzen wird. Das Ausmaß der geplanten Maßnahmen überraschte die Märkte positiv.
- Schließlich bieten diese Anleihen von Unternehmen mit geringerer Bonität im derzeitigen Umfeld, das durch Nullzinsen, ein zwar positives, aber schwaches Wachstum und die akkommodierende Politik der Notenbanken gekennzeichnet ist, attraktive risikobereinigte Renditen.

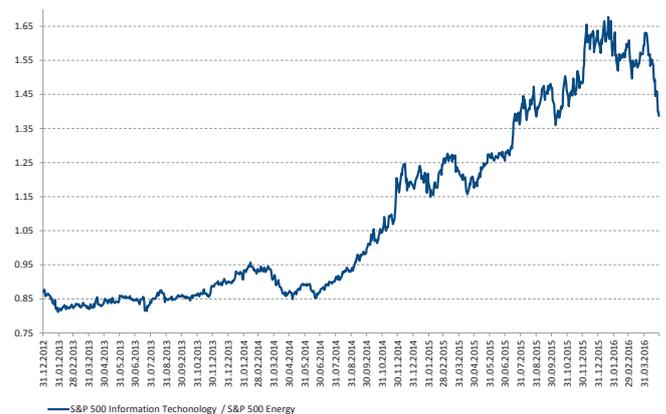
Entwicklung von Hochzinsanleihen und des Erdölpreises



9. US-Aktien – Underperformance des Technologiesektors und Erholung der Energiewerte

- Seit einigen Jahre schnitten US-Technologiewerte an den Aktienmärkten besser ab als Energietitel, die insbesondere im vergangenen Jahr durch den Einbruch der Erdölpreise und der Rohstoffpreise im Allgemeinen unter Druck gerieten. Der S&P 500 Information Technology schloss das Jahr 2015 mit einem Plus von +4,3% ab. Im Vergleich dazu verbuchte der S&P 500 Energy mit -23,6% einen deutlichen Verlust.
- Zu Beginn dieses Jahres waren nur wenige Anleger bereit, Titel von Unternehmen zu kaufen, die von der Entwicklung des Barrelnpreises abhängig waren. Die meisten Fonds wiesen Anfang 2016 eine weitgehende Untergewichtung in diesem Sektor auf, und nur wenige Analysten gaben Kaufempfehlungen für Energietitel ab. Zudem folgte eine schlechte Nachricht der anderen, was rückwirkend den positiven Überraschungseffekt erhöhte. Die Bewertung dieser Unternehmen ist auf einen historischen Tiefstand gesunken. Im April wies der Sektor jedoch eine Wertentwicklung von +8,7% auf und übertraf den allgemeinen Markt (S&P 500) damit deutlich (+1,0%).
- Umgekehrt war die Underperformance des Technologiesektors (-5,5% im April und -3,4% seit Jahresbeginn) eine der größten Enttäuschungen für die Märkte. Zahlreiche führende Unternehmen des Sektors veröffentlichten im April Quartalsergebnisse, die unter den Konsenserwartungen lagen... die sie noch im letzten Jahr in den Himmel gehoben hatten.

Relative Wertentwicklung des S&P 500 Information Technology und des S&P 500 Energy





10. Europäische Aktien – Der Druck auf die Banken lässt nach

- Europäische Finanztitel weisen zwar gegenüber dem Euro Stoxx 50 immer noch eine Underperformance von mehr als 8% auf, doch der Abwärtstrend scheint nachgelassen zu haben. Nach einem katastrophalen Start scheint der Druck auf den europäischen Bankensektor Anfang des zweiten Quartals ein wenig nachzulassen.
- Bislang bekamen die europäischen Finanztitel die Negativzinspolitik, die ihre Ergebnisse stark belastete, mit voller Wucht zu spüren. Die Zinsmargen sanken deutlich, was zu Abwärtsrevisionen der Quartalsergebnisse führte. Des Weiteren wirkt sich das restriktivere aufsichtsrechtliche Umfeld negativ auf die Wertentwicklung aus.
- Dennoch gibt es weiterhin Anlagechancen für Anleger mit einer gewissen Risikobereitschaft. So ist beispielsweise die Entscheidung Italiens, einen Unterstützungsfonds mit dem Namen „Atlante“ einzurichten, ein ermutigendes Signal. Der Markt betrachtet diese Maßnahme zwar derzeit mit ein wenig Skepsis, doch sie dürfte Italien bei der Bewältigung des Problems notleidender Kredite helfen, die dem dortigen Bankensystem so viel Schaden zugefügt haben. Der politische Wille, das Problem in diesem Sektor im Kern anzugehen, könnte durchaus positive Folgen für die italienischen Banken haben.

Wertentwicklung des Euro Stoxx 50 und der europäischen Banken (Mai 2015=100)



Quelle: Bloomberg/SYZ AM