



1 MONAT IN
10 BILDERN

November 2016



**Adrien
Pichoud**

Economist



**Wanda
Mottu**

Analyst



**Maurice
Harari**

Analyst

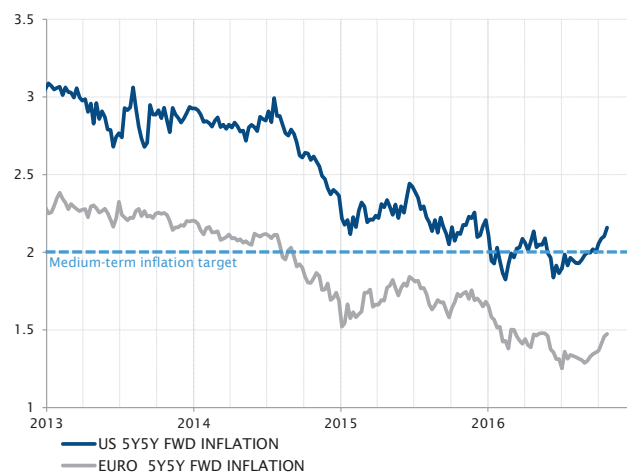
INDEX

- | | | | |
|---|---|--|---|
| 1. Erholung der Inflationserwartungen..... | 1 | 6. Trotz des soliden Wachstums in Grossbritannien ein schlechter Monat für die GBP-Märkte..... | 4 |
| 2. Erfreuliche Erholung des US-BIP, aber kein Grund zum Jubel | 2 | 7. Anleihen - ist die Anleihenhausse (endlich) vorbei?... 4 | |
| 3. Politisches Risiko ist jetzt das Hauptproblem für Europa | 2 | 8. Aktien - Korrelation zwischen dem Verteidigungssektor der USA und Trumps Popularität in den Umfragen..... | 5 |
| 4. Chinas kurzfristige Wachstumssorgen haben nachgelassen | 3 | 9. BoJ schiebt ihr Inflationsziel (erneut) auf..... | 5 |
| 5. US-Libor und TED-Spread erreichen 7-Jahres-Hoch | 3 | 10. Low Volatility ETF kann die niedrige Volatilität nicht halten | 6 |

1. Erholung der Inflationserwartungen

- In den letzten beiden Jahren sind die Inflationserwartungen stetig zurückgegangen. Sie wurden durch den Rückgang der Rohstoffpreise und die Besorgnis über das Wachstum der Weltwirtschaft gedämpft.
- Dieser Trend hat kürzlich umgeschlagen. Zusammen mit schwindenden Basiseffekten trieb die Erholung der Energiepreise eine Erholung der Gesamtinflationssindizes an. Der Wachstumshintergrund bereitet ebenfalls weniger Sorge, da sich das Wachstum in den USA und Europa recht robust zeigt und in China stabilisiert. Die zu Beginn des Jahres vorhandene Deflationsgefahr ist zumindest vorübergehend verschwunden.
- Diese Erholung der Inflationserwartungen von einem sehr niedrigen Ausgangspunkt ist jedoch noch sehr weit davon entfernt, auf ein Inflationsrisiko auf globaler Ebene hinzudeuten. Die tatsächliche und erwartete Inflation ist immer noch niedrig und liegt in vielen Industriestaaten immer noch weit unter der Zielhöhe. Durch die jüngste Trendwende reduziert sich jedoch der Druck auf die Zentralbanken, die nun nicht mehr gezwungen sind, wiederholt moderate Signale auszusenden.

Die mittelfristigen Inflationserwartungen haben sich kürzlich von ihren Tiefstwerten erholt



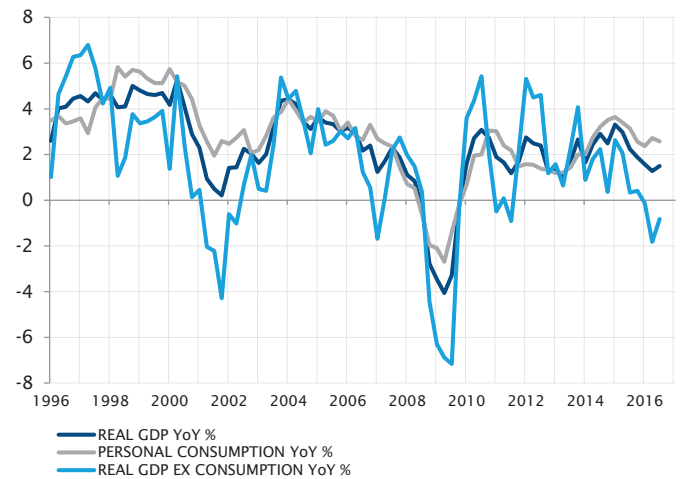
Quelle: SYZ Asset Management, Bloomberg



2. Erfreuliche Erholung des US-BIP, aber kein Grund zum Jubel

- Im 3. Quartal erholte sich das Wachstum in den USA. Das BIP stieg um 2,9% (annualisiert), nach +1,4% und +0,8% in den vorhergehenden Quartalen. Diese Erholung ist eher eine Erleichterung als eine sehr positive Entwicklung. Denn selbst wenn sie sich im 4. Quartal fortsetzt, führt dies kaum zu einer Jahreswachstumsrate von 2% für 2016.
- Darüber hinaus reflektiert die Erholung im Sommer keine Veränderung der zugrunde liegenden Struktur des Wachstums, das immer noch von den privaten Konsumausgaben getragen wird. Der US-Wirtschaft fehlen aber einfach die zyklischen Treiber, die eine nachhaltige Beschleunigung des Wachstums antreiben könnten. Im 3. Quartal gingen die Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen im vierten Quartal in Folge zurück, da sie durch die rückläufigen Unternehmensgewinne und die geringen Kapazitätsauslastungsraten gedämpft wurden. Selbst die Wohnbauinvestitionen sind in den letzten zwei Quartalen negativ geworden, und der Wohnbau trägt nicht mehr zum Wachstum bei.
- Tatsächlich stützt sich das BIP-Wachstum der USA seit 2015 ausschliesslich auf die Konsumausgaben. Ohne den Konsum war das BIP-Wachstum der USA seither negativ...

US-BIP-Wachstum bleibt nur dank der Konsumausgaben positiv



3. Politisches Risiko ist jetzt das Hauptproblem für Europa

- Der Euroraum verzeichnet seit 2013 ein stetiges Wachstum. Das letzte Quartal war keine Ausnahme, da das BIP im 3. Quartal um 0,3% stieg und über ein Jahr um 1,6%. Zudem verbesserten sich Anfang Oktober alle Indikatoren. Sie deuten auf eine robuste Wachstumsdynamik zu Beginn des 4. Quartals hin.
- Tatsächlich ist das wichtigste Thema, das die Aussichten für die Eurozone überschattet, das politische Risiko. Es ist nicht auszuschliessen, dass der gegenwärtige europäische Rahmen in den nächsten zwölf Monaten durch destabilisierende Wahlergebnisse gefährdet wird. Das italienische Verfassungsreferendum am 4. Dezember ist das erste Ereignis in dieser Serie und belastet bereits die Bewertungen italienischer Vermögenswerte, sodass sich die Spreads der Staatsanleihen seit dem Sommer stetig ausgeweitet haben.
- Das Brexit-Votum zeigte, dass Unzufriedenheit in der Bevölkerung trotz eines positiven Wachstumskurses eine reale politische Instabilität hervorrufen kann. Im Jahr 2017 bergen die Wahlen in Frankreich und Deutschland, aber auch in den Niederlanden ein ähnliches Risiko, das wie ein Damoklesschwert über einer Wirtschaft hängt, die eigentlich zufriedenstellend wächst.

Spreads italienischer Staatsanleihen widerspiegeln das wachsende politische Risiko vor dem Referendum





4. Chinas kurzfristige Wachstumssorgen haben nachgelassen

- Den jüngsten Daten zufolge ist es den chinesischen Behörden gelungen, eine «weiche Landung» der Wirtschaft zu bewerkstelligen. Im 3. Quartal blieb das BIP-Wachstum in China im dritten Quartal in Folge stabil bei 6,7%.
- Anders als im Jahr 2015 gab es 2016 keine Zinssenkung. Allerdings könnte sich der Effekt der Lockerung im letzten Jahr auf die Wirtschaftsaktivität ausgewirkt haben. Der Grossteil der aktiven Unterstützung kam von der Haushaltspolitik. Der Immobiliensektor und die Währungsabwertung machten sich aber ebenfalls positiv bemerkbar.
- Der Yuan setzte seine Talfahrt fort und fiel gegenüber dem US-Dollar auf seinen niedrigsten Stand seit sechs Jahren. Dies trug dazu bei, die Verlangsamung der Exporte einzudämmen, linderte aber auch den Deflationsdruck und löste somit eine leichte Erholung des nominalen BIP-Wachstums aus. Obwohl die strukturellen Probleme in China weiterhin akut sind (rasch wachsende Schulden, Überschusskapazitäten, demografische Entwicklung usw.) hat dieser entgegenkommende wirtschaftspolitische Mix das kurzfristige Risiko für das Wirtschaftswachstum vorerst unterdrückt.

Abwertung des Yuan trägt zur Stabilisierung des BIP-Wachstums in China bei



5. US-Libor und TED-Spread erreichen 7-Jahres-Hoch

- Die USD-Libor-Sätze sind auf das höchste Niveau seit 2009 geklettert. Der Anstieg des Dreimonatssatzes um 27 Basispunkte in diesem Jahr wurde von einer Reform der US-Geldmarktfondsbranche angetrieben, die zu einer Umschichtung von etwa USD 1 Bio. an Mitteln aus Prime Funds in Staatsanleihenfonds führte.
- Der daraus resultierende Anstieg der Marktfinanzierungskosten für Banken und Unternehmen stand nicht in Bezug zur Geldpolitik der Fed, anders als beim Anstieg des Libor im Jahr 2015. Tatsächlich sind die kurzfristigen Staatsanleihenrenditen unterdessen stabil geblieben: Die Dreimonatssätze verharrten bei rund 0,3%.
- Infolgedessen weitete sich der TED-Spread (die Differenz zwischen dem 3-Monats-Libor und dreimonatigen US-Treasury-Renditen) auf das höchste Niveau seit der Krise von 2008/2009 aus. Der jüngste Anstieg lässt sich zwar nicht direkt mit der Entwicklung von 2008/2009 vergleichen, deutet aber dennoch auf weniger günstige Kreditkonditionen für Unternehmen hin und zeigt die unbestreitbare Präferenz der Anleger für Liquidität.

Selbst ohne Zinserhöhung der Fed sind die Finanzierungsbedingungen weniger expansiv geworden

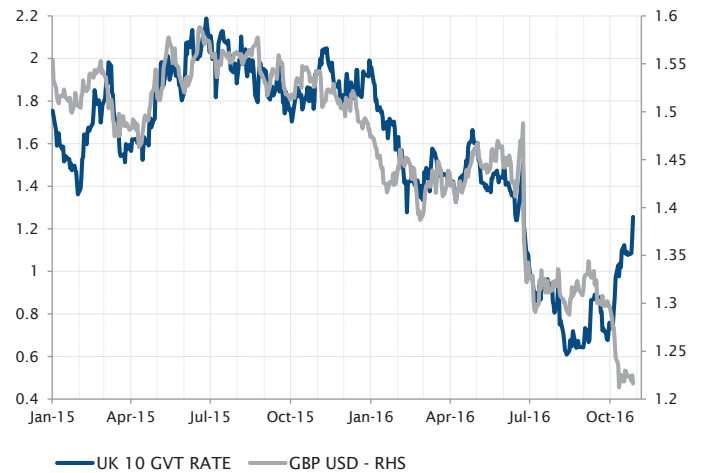




6. Trotz des soliden Wachstums in Grossbritannien ein schlechter Monat für die GBP-Märkte

- Die britische Wirtschaft zeigte sich nach dem Brexit-Votum unerwartet robust: Das BIP stieg im 3. Quartal um 0,5%, wobei es vom Dienstleistungssektor unterstützt wurde. Die möglichen Auswirkungen auf das Wachstum könnten sich zwar später noch zeigen, wenn der Austrittsprozess in eine konkrete Phase eintritt. Bei der Währung und den langfristigen Zinsen macht es sich jedoch bereits bemerkbar.
- Die Klarstellungen von Theresa May in Bezug auf den Zeitpunkt und die erwartete Form der Brexit-Verhandlungen führten zu einem weiteren Rückgang des GBP im Oktober (-6%), auf ein 30-Jahres-Tief gegenüber dem USD. Anders als direkt nach dem Votum ging dieser Rückgang des GBP jedoch nicht mit sinkenden Zinssätzen einher. Die Inflationserwartungen sind, angetrieben durch den inflationären Effekt der Währungsabwertung, sogar gestiegen, und die langfristigen Zinsen sind wieder auf die Niveaus der Zeit vor dem Referendum zurückgeschnellt. Dies ist eine unangenehme Situation für die BoE, die sich im Spannungsfeld zwischen einer steigenden Inflation und einer fallenden Währung sowie – auf der anderen Seite – einer voraussichtlichen Verlangsamung der Aktivität im Jahr 2017 befindet...

Der inflationäre Effekt der Währungsabwertung treibt die Zinsen letztlich in die Höhe



Quelle: Datastream, SYZ Asset Management

7. Anleihen - ist die Anleihenhausse (endlich) vorbei?

- Im Oktober stiegen die Zinssätze kräftig an, wodurch die Renditen von langfristigen Staatsanleihen auf das höchste Niveau seit dem letzten Frühjahr getrieben wurden. Die Kombination aus weltweit positiven Konjunkturdaten und Erholung der Inflationserwartungen trug zu der Kehrtwende nach dem Zinsrückgang im Anschluss an das Brexit-Votum im Sommer bei. Tatsächlich trieben die steigenden Ölpreise und die positiven Basiseffekte bei den Inflationsindizes die mittelfristigen Inflationserwartungen auf ihr höchstes Niveau des Jahres. Die Nominalzinsen wurden auch durch die Aussicht auf eine weniger akkommodierende Geldpolitik in diesem Wachstums- und Inflationsumfeld in die Höhe getrieben. Mittlerweile rechnet der Markt mit einer Zinserhöhung der Fed vor dem Jahresende und spekuliert auf eine Reduzierung der quantitativen Lockerung der EZB im Jahr 2017. Infolgedessen stiegen die 10-jährigen US-Renditen auf 1,83% am Ende des Monats (+23 Basispunkte im Oktober).
- Viele Anleger machen sich jetzt Sorgen, dass dies die ersten Signale für das Ende dieser Haussephase am Anleihenmarkt sein könnten. Es könnte aber auch einfach eine weitere zyklische Phase mit steigenden Renditen sein...

Rendite 10-jähriger US-Treasuries seit 1980

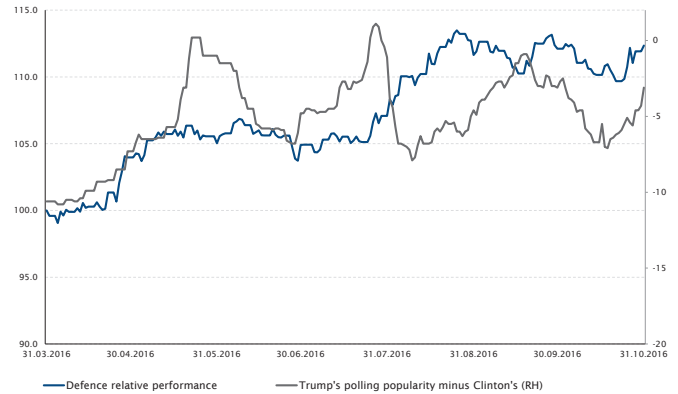




8. Aktien - Korrelation zwischen dem Verteidigungssektor der USA und Trumps Popularität in den Umfragen

- In Europa und den USA entfallen 18% bzw. 10% des BIP auf Verteidigungsausgaben. Dies liegt unter dem zwanzigjährigen Durchschnitt, befindet sich aber in letzter Zeit im Aufwärtstrend. Im Vergleich zu den russischen Verteidigungsausgaben, die in den letzten fünf Jahren um knapp 50% gesteigert wurden, sind sie aber immer noch niedrig.
- In den USA könnte Donald Trump als neuer Präsident die Verteidigungsausgaben um 15% anheben (gegenüber dem aktuellen Haushaltsentwurf von Barack Obama für 2017).
- Trump erwähnte auch, dass die Unterstützung seines Landes für die Mitglieder des Nordatlantikpakts (NATO) nur dann aufrechterhalten würde, wenn diese ihre Verteidigungsausgaben auf 2% des BIP anheben (im Augenblick erfüllen nur zwei Länder diese Bedingung).
- Deshalb entwickelte sich der US-Verteidigungssektor logischerweise, mit steigenden Zustimmungsqoten zu Trump in den Umfragen, besser als der breitere US-Aktienmarkt. Darüber hinaus weist der Sektor eine geringe Korrelation zum Markt auf, da er nicht an den Konjunkturzyklus gebunden ist.

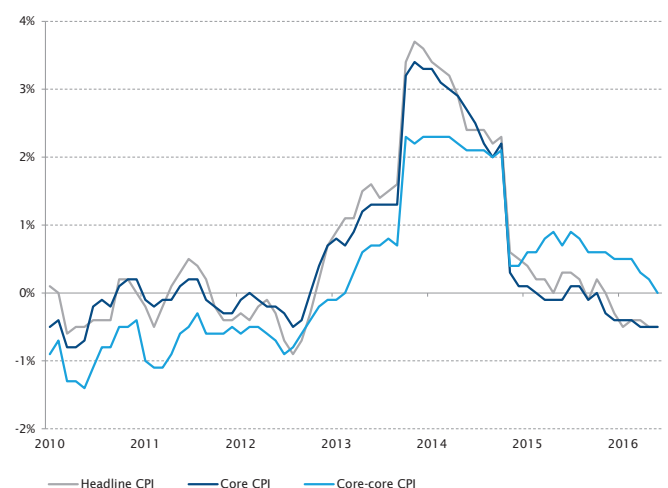
Relative Performance des US-Verteidigungssektors im Vergleich zur Popularität von Trump in den Umfragen



9. BoJ schiebt ihr Inflationsziel (erneut) auf

- Drei Jahre nach dem Beginn einer überraschend aggressiven quantitativen und qualitativen geldpolitischen Lockerung hat Japan immer noch Probleme, die Inflation anzukurbeln. Der Kern-Konsumentenpreisindex (KPI) ohne frische Lebensmittel liegt bei -0,5% und die BoJ sah sich gezwungen, ihre Inflationsprognosen zu senken. Kuroda räumte ein, dass die Zentralbank nicht in der Lage sein werde, ihr Inflationsziel von 2% bis März 2018 zu erreichen, und verschob es auf März 2019.
- Der Rückgang der Rohstoffpreise, die Verlangsamung der Konsumausgaben nach der Umsatzsteuererhöhung und das schwächere Wachstum in den Schwellenländern sind die Hauptfaktoren für das siebte negative Ergebnis des Kern-KPI.
- Trotz der Einführung verschiedener Fiskal- und geldpolitischer Massnahmen scheint Japan nicht aus dem Niedrig-Inflationsumfeld herauszukommen. Während sich die Inflationserwartungen in den USA und in Europa infolge der Erholung der Ölpreise verbessern, verharren die fünfjährigen Inflationsswaps in Japan unter 0,5%.

Japanische Inflationsrate auf einem Dreijahrestief





10. Low Volatility ETF kann die niedrige Volatilität nicht halten

- Nach der starken Verkaufswelle Anfang 2016 wandten sich die Anleger auf der Suche nach Stabilität für ihre Portfolios alternativen Anlagen zu. Der S&P Low Volatility ETF zog signifikante Zuflüsse an, versprach er doch ein Engagement in US-Aktien mit geringerer Volatilität im Vergleich zum Markt. Im Sommer setzte eine Trendwende mit starken Abflüssen ein.
- Da die Aussichten für die Weltwirtschaft unklar und die Zinsen niedrig waren, bevorzugten die Anleger Aktien mit niedriger Volatilität. Diese wurden als Ergänzung zu Unternehmensanleihen angesehen. Die hohe Nachfrage nach diesen Aktien trieb ihre Bewertungen weit über den historischen Durchschnitt hinaus in die Höhe. Zusätzlich veranlasste die Aussicht auf eine Zinserhöhung viele dazu, ihre Allokation in Aktien mit niedriger Volatilität zu überdenken.
- Eine Reihe dieser Aktien wurden im Sommer allmählich abgestossen. Sie entwickelten sich schwächer als der S&P, riefen unerwünschte Volatilität im S&P Low Volatility ETF hervor und lösten eine Welle von Rückgaben aus. Langfristig ist es immer noch sehr wahrscheinlich, dass dieser ETF weniger volatil bleibt als der S&P. Kurzfristige Anleger könnten jedoch enttäuscht werden.

Der S&P 500 Low Volatility ETF entwickelte sich erheblich schwächer als der S&P 500 Index

