



1 MONAT IN
10 BILDERN

September 2016



**Adrien
Pichoud**

Economist



**Wanda
Mottu**

Analyst



**Maurice
Harari**

Analyst

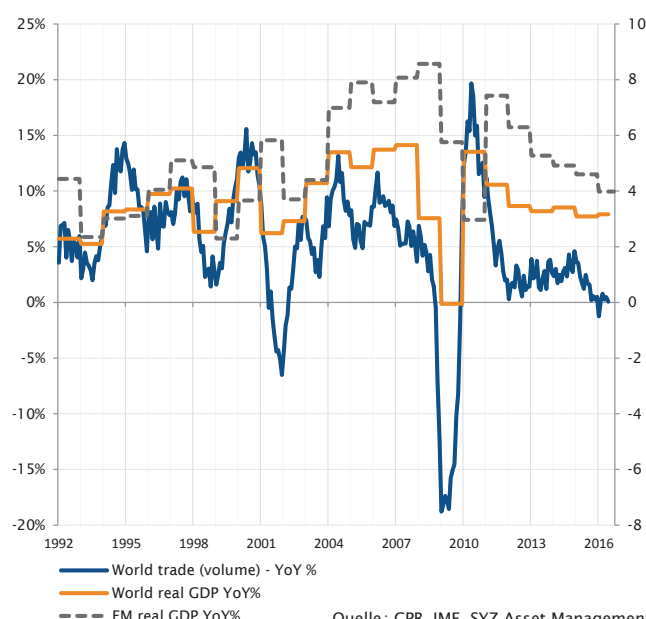
INDEX

- | | | | |
|--|---|---|---|
| 1. Stagnierender Welthandel belastet Wachstum in den Schwellenländern..... | 1 | 5. Begrenzte Auswirkungen des Brexit-Votums auf die britische Wirtschaft... vorerst | 3 |
| 2. Konsumausgaben und Privateinkommen in den USA weiterhin solide | 2 | 6. Die Bank of England (BoE) senkt die Zinsen auf neue historische Tiefstände | 4 |
| 3. Fed Funds Futures deuten mögliche Zinserhöhung auf 0,5% bis 0,75% bei der September-Sitzung des FOMC an | 2 | 7. Australien nähert sich der „neuen Normalität“ an | 4 |
| 4. Finanzierungskosten für Unternehmen im Euroraum konvergieren | 3 | 8. Die brasilianische Wirtschaft hat die Talsohle erreicht.... | 5 |
| | | 9. Spreadausweitung des Libor-OIS | 5 |
| | | 10. Schwellenländeranleihen sind nun stark überkauft.... | 6 |

1. Stagnierender Welthandel belastet Wachstum in den Schwellenländern

- Zwischen dem BIP-Wachstum in den Industrie- und den Schwellenländern bestand seit Mitte des vorherigen Jahrzehnts bis nach der Rezession von 2009 eine breite Kluft. Seither war allerdings eine Annäherung der Werte zu beobachten. Einige der Gründe für diese Wachstumsverlangsamung sind idiosynkratisch: ein struktureller Rückgang des BIP-Wachstums in China und eine Verlangsamung des Kreditbooms in Brasilien. Seit 2011 belasteten zudem der Einbruch der Rohstoff- und Energiepreise sowie in jüngerer Zeit auch der starke US-Dollar die Schwellenländer in ihrer Gesamtheit. Ein gemeinsamer Faktor war das schwache Wachstum des Welthandels. Anders als in den zwei vorherigen Jahrzehnten, in denen der Welthandel jährlich um 5-10% zulegte, wuchsen die tatsächlich gehandelten Volumen seit 2011 kaum mehr. Ursache ist die schwächere Nachfrage aus den großen Industrieländern (insbesondere in Europa) und eine Verlangsamung des vor 2009 herrschenden Auslagerungstrends. Dadurch schloss sich die Kluft zwischen den Arbeitskosten allmählich.

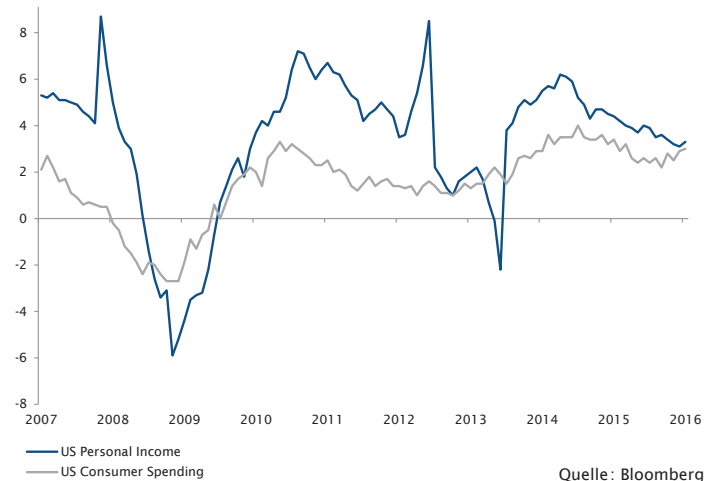
Welthandelsvolumen, jährliche Veränderung des realen BIP weltweit und in den Schwellenländern



2. Konsumausgaben und Privateinkommen in den USA weiterhin solide

- Das US-Wirtschaftswachstum wurde im zweiten Quartal zwar leicht nach unten korrigiert (1,1% gegenüber der ursprünglichen Schätzung von 1,2%), doch der Binnenkonsum und die Privateinkommen sind weiterhin solide und tragen zur Stützung der Konjunktur bei.
- Die Konsumausgaben, die zwei Drittel des US-BIP ausmachen, stiegen im vierten Monat in Folge. Im Juli erhöhten sie sich um 0,3%, also etwas weniger als im Juni (+0,5%), doch im Einklang mit den Erwartungen. Sie sind Ausdruck des anhaltenden Verbrauchervertrauens, das durch solide Zuwächse bei den Arbeitsplätzen in einem Umfeld niedriger Zinsen und Kraftstoffpreise gestützt wird. Die Kombination aus Konsumausgaben, Schaffung von Arbeitsplätzen und den gegenwärtigen Arbeitslosenzahlen in den USA könnten signalisieren, dass die Fed ihr Ziel einer Normalisierung erreicht hat. Anleger könnten daher allmählich mit einer Zinserhöhung rechnen.

Jährliche Veränderung von Konsumausgaben und Privateinkommen in den USA



3. Fed Funds Futures deuten mögliche Zinserhöhung auf 0,5% bis 0,75% bei der September-Sitzung des FOMC an

- Die sommerliche Flaute an den Finanzmärkten wurde im vergangenen Monat kaum gestört. Die zunehmende Wahrscheinlichkeit einer Zinsanhebung durch die Fed in den kommenden Monaten (September und Dezember) war der Haupteinflussfaktor. Die Erwartungen wurden zunächst durch die sehr starken US-Beschäftigungszahlen für Juli zum Monatsbeginn und anschließend durch über Erwarten optimistisch ausgefallene Reden von Fed-Mitgliedern, insbesondere von Vize-Präsident Stanley Fischer, ausgelöst. Ein recht schwacher Beschäftigungsbericht für August und enttäuschende ISM-Zahlen dämpften jedoch plötzlich die Erwartungen, dass eine Zinserhöhung noch in diesem Jahr stattfinden würde. Die günstige Gelegenheit, die sich Anfang August eröffnet hatte, ist daher vielleicht im Begriff zu verschwinden.
- Die Märkte werden die September-Sitzung des FOMC aufmerksam verfolgen. Vorher stehen allerdings noch einige wichtige Daten an, wie die Einzelhandelsumsätze oder der Empire State Manufacturing Survey der New Yorker Fed, der die Fed Fund Futures und damit die implizite Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung durch die Fed beeinflussen könnten.

Implizite Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung um 25 Bp. am 21. September

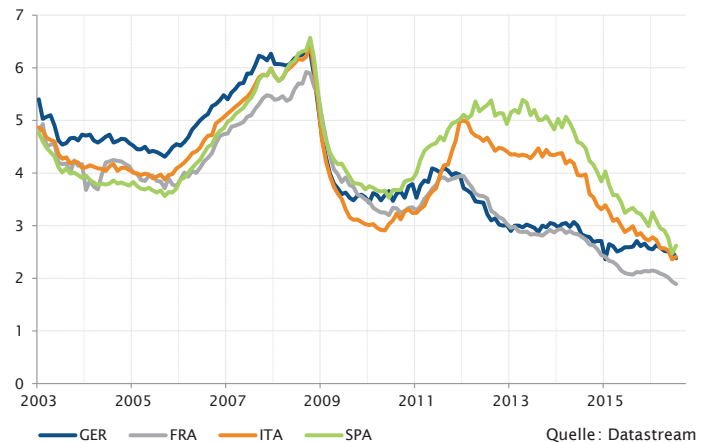




4. Finanzierungskosten für Unternehmen im Euroraum konvergieren

- Im Zuge der Staatsschuldenkrise entstanden erhebliche Unterschiede bei den Finanzierungskosten. Dadurch vergrößerte sich die Kluft zwischen den Volkswirtschaften der „Kern-“ und der „Peripherieländer“, die bereits durch die Haushaltskonsolidierung entstanden war. Die Schließung dieser Finanzierungskostenlücke war eines der Hauptziele der EZB. Die Gewährleistung einer flächendeckenden und effizienten Umsetzung der äußerst expansiven Geldpolitik der EZB bestimmte Maßnahmen wie die Einführung negativer Einlagensätze, bedingte Liquiditätsspritzen und Ankäufe von Unternehmensanleihen. Und der Erfolg hat sich tatsächlich eingestellt! Noch vor zwei Jahren waren die Zinsen für Bankkredite in Italien oder Spanien deutlich höher als in Deutschland; heute haben sie sich weitgehend angeglichen.
- Die Lockerung der Finanzierungsbedingungen bewirkte ein erneutes, wenngleich langsames Kreditwachstum. Beschränkungen bleiben sowohl auf der Angebots- als auf der Nachfrageseite bestehen. Doch der EZB gelang es, durch ihre Maßnahmen ein Umfeld zu schaffen, in denen Liquidität zu attraktiven Zinsen verfügbar ist, wenn Banken und Unternehmen sie benötigen.

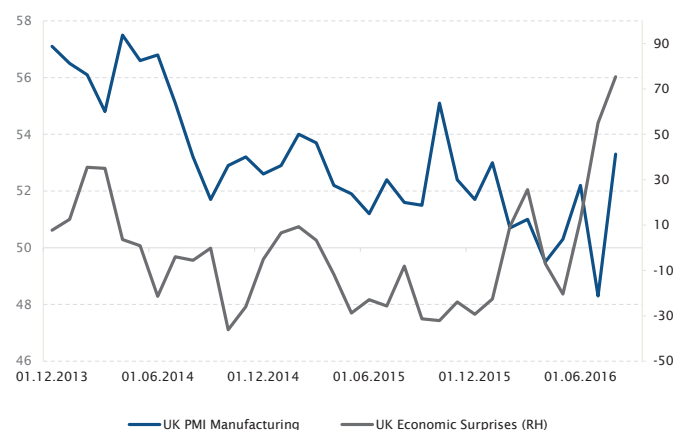
Durchschnittlicher Zinssatz von Bankkrediten an nicht finanzielle Unternehmen nach Land



5. Begrenzte Auswirkungen des Brexit-Votums auf die britische Wirtschaft... vorerst

- Nach dem Brexit-Votum im Juni besteht in Großbritannien nach wie vor große Unsicherheit aufgrund der Sorge um die bevorstehenden Verhandlungen mit Europa und deren unklaren Auswirkungen.
- In Großbritannien brachen die Konjunkturdaten unmittelbar nach dem Referendum ein, doch zwei Monate später haben sie sich bereits erholt (wie beispielsweise am Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe und am UK Economic Surprises Index deutlich wird). Der von Citi berechnete UK Economic Surprises Index ist sogar auf den höchsten Stand in den vergangenen drei Jahren gestiegen.
- Auch die britischen Einzelhandelsumsätze fielen in den letzten Wochen höher als erwartet aus. Die schwächere Währung und das bessere Wetter im Juli trugen zu der Verbesserung bei. Alle diese Indikatoren signalisieren, dass die britische Wirtschaft momentan widerstandsfähiger ist als erwartet. Die Situation dürfte jedoch weiterhin fragil bleiben, bis mehr Klarheit über die Auswirkungen des Votums herrscht und feststeht, wie und wann das Ergebnis umgesetzt wird.

Britischer Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe und UK Economic Surprises Index





6. Die Bank of England (BoE) senkt die Zinsen auf neue historische Tiefstände

- Nach dem britischen Referendum im Juni erwarteten die Märkte gemeinhin eine Reaktion der Bank of England (BoE), nachdem sie wiederholt vor den nachteiligen Auswirkungen eines Votums für den EU-Austritt gewarnt hatte. Im Juli wartete die BoE noch ab, kündigte aber im August schließlich ein umfassendes Paket geldpolitischer Lockerungsmaßnahmen an.
- So senkte sie nicht nur den kurzfristigen Zinssatz um -25 Bp. auf einen neuen Tiefstand von 0,25%, sondern kündigte auch die Wiederaufnahme ihres Anleihenkaufprogramms unter Einschluss von Staats- und Unternehmensanleihen im Gesamtvolumen von GBP 70 Mrd. an. Schließlich lancierte die BoE ein Programm zur Bereitstellung von Liquidität zu äußerst niedrigen Zinsen an Banken, die zur Kreditvergabe an die Realwirtschaft bereit waren. Das Paket weist eine starke Ähnlichkeit mit der gegenwärtigen Politik der EZB auf. Nach dieser Ankündigung fielen die GBP-Renditen auf einen neuen historischen Tiefstand. Auch die Spreads von Unternehmensanleihen verengten sich deutlich.

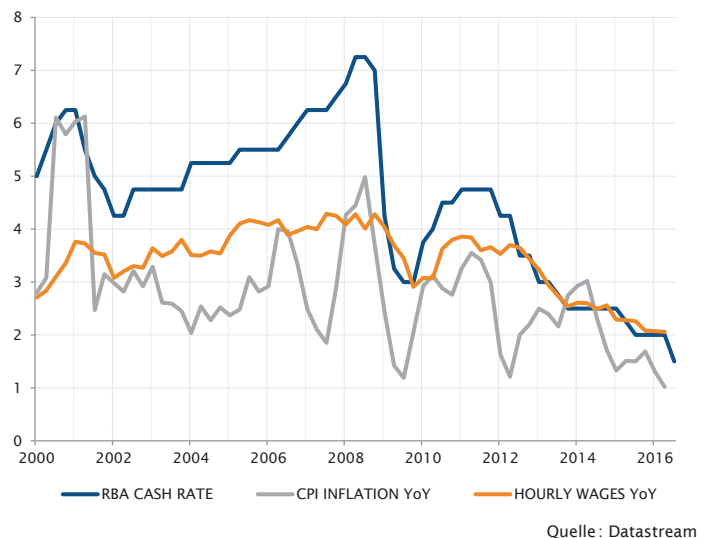
Renditen 10- und 5-jähriger britischer Staatsanleihen



7. Australien nähert sich der „neuen Normalität“ an

- Der australischen Wirtschaft erging es in den Jahren nach 2009 deutlich besser als anderen Industrieländern. Im Durchschnitt lagen das BIP-Wachstum bei 3% und die Inflation bei 2%.
- Im Sog der Konjunkturverlangsamung in China und des Einbruchs der Rohstoffpreise scheint das „Lucky Country“ jedoch nun schließlich in der „neuen Normalität“ des niedrigen Real- und Nominalwachstums angekommen zu sein.
- Um die negativen Folgen der gesunkenen Exporte nach China und der schwachen Geschäftsinvestitionen auszugleichen, hat die australische Zentralbank in regelmäßigen Abständen die geldpolitischen Bedingungen weiter gelockert und den Leitzins schließlich im August auf den historischen Tiefstand von 1,5% gesenkt. Die Lockerungsmaßnahmen stützten zwar die Binnennachfrage, konnten eine Verlangsamung des Lohnwachstums allerdings nicht verhindern. Bis zum letzten Jahr blieb die Inflation aufgrund der Abwertung des AUD bei ungefähr 2%, doch die Aufwertung der Währung in diesem Jahr trägt zum Disinflationsdruck bei. Trotz aller Bemühungen der Zentralbank und der Tatsache, dass das Wachstum immer noch höher ist als in der westlichen Welt, scheint Australien unaufhaltsam demselben Muster zu folgen wie zuvor Japan, Europa und in jüngerer Zeit auch die USA.

Preis- und Lohninflation sowie Leitzins der Zentralbank in Australien

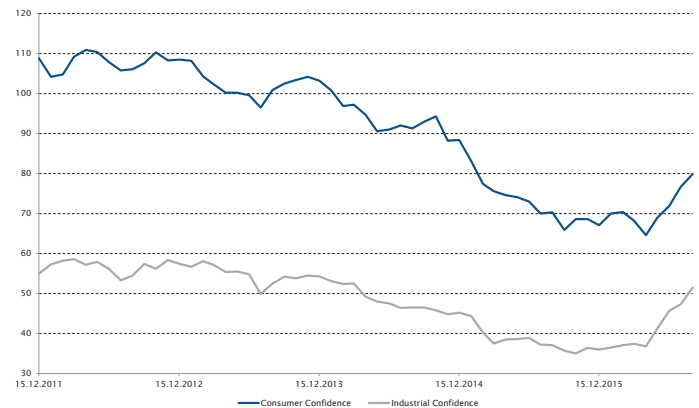




8. Die brasilianische Wirtschaft hat die Talsohle erreicht

- Die brasilianische Wirtschaft zeigt in den vergangenen Monaten gewisse Anzeichen einer Verbesserung. Die Industrieproduktion stieg in diesem Sommer nach einem fast ununterbrochenen zweijährigen Rückgang. Die Vertrauensindikatoren der Verbraucher und der Industrie steigen weiter, und der IWF korrigierte jüngst eine BIP-Prognose für 2017 von null auf +0,5% nach oben.
- Was die politische Entwicklung angeht, so stimmte der Senat nach dem Korruptionsskandal in der brasilianischen Regierung offiziell für die Amtsenthebung von Dilma Rousseff. Die stärker wirtschaftsorientierte Regierung von Präsident Temer kann infolgedessen nun die erwarteten Reformen einleiten, die notwendig sind.
- Geldpolitisch gesehen sind von der BCB gemäßigte Töne zu hören, was auf einen möglicherweise bevorstehenden Lockerungszyklus in den kommenden Monaten hindeutet.
- Weniger erfreulich ist, dass die Verbraucher immer noch unter den sinkenden Einkommen und dem Anstieg der Arbeitslosenquote über 11% leiden. Dem Präsidenten steht ferner die schwierige Aufgabe bevor, das Haushaltsdefizit zu verringern.
- Letztendlich wird die Entwicklung der brasilianischen Wirtschaft und des Aktienmarktes im kommende Jahr wesentlich vom Fortschreiten und von der Umsetzung der wichtigsten Reformen abhängen.

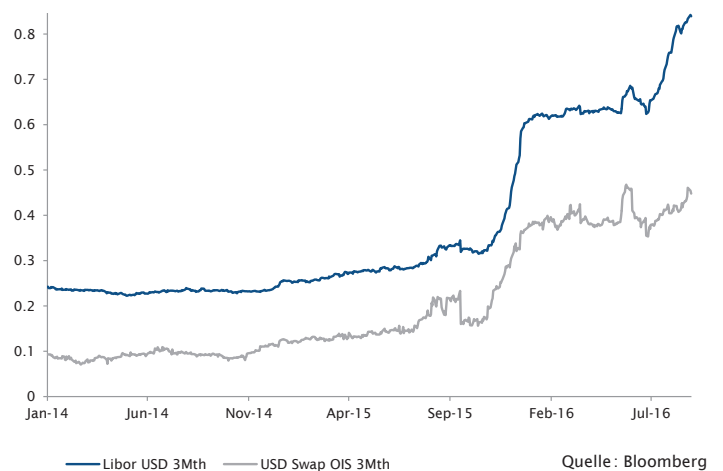
Die brasilianischen Indizes für das Vertrauen der Verbraucher und der Industrie



9. Spreadausweitung des Libor-OIS

- Der Libor-OIS-Spread, der den Unterschied zwischen einem Zinssatz mit Kreditkomponente und einem Zinssatz ohne Kreditrisiko wiedergibt, zog in letzter Zeit verstärkt die Aufmerksamkeit der Anleger auf sich.
- Einige Anleger stellen sich die Frage, ob der Anstieg des Spreads als Frühindikator für wachsenden Stress an den Märkten gewertet werden kann. Da der Libor-Satz auf einem extrem niedrigen Niveau lag, könnte der Anstieg einerseits auf technische Faktoren zurückzuführen sein, wie etwa die Tatsache, dass die Marktteilnehmer in diesem Markt statt an anderen Märkten kaufen. Andererseits hat die SEC eine Reihe neuer Vorschriften für Geldmarktfonds eingeführt, durch die sich Käufe von kurzfristigen Unternehmensanleihen verlangsamen und Käufe von kurzfristigen Staatsanleihen beschleunigen dürften. Dies wiederum dürfte zu einer Ausweitung der Spreads führen.
- Beide Erklärungen ergeben Sinn, doch Anleger sollten den Libor-OIS-Spread weiterhin aufmerksam beobachten.

3-monatiger USD-Libor und 3-monatiger USD Swap OIS



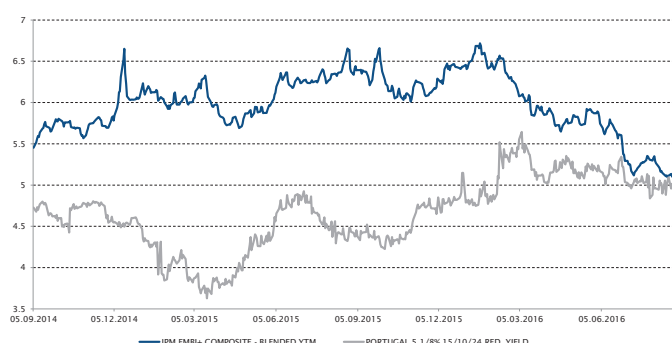
Quelle: Bloomberg



10. Schwellenländeranleihen sind nun stark überkauft

- Nach einem schwierigen Jahresauftakt hatte die wiederkehrende Risikobereitschaft seit Februar eine starke Performance von Schwellenländeranlagen zur Folge. Schwellenländeranleihen gehörten zu den Anlageklassen mit den besten Ergebnissen: So verzeichneten Anleihen in Lokalwährung und Hartwährungen seit Jahresbeginn ein Plus von 10,2% bzw. 14,6% (verglichen mit dem breiten US-Markt mit 6,0%).
- Die Kombination aus dem schwächeren US-Dollar, der äußerst expansiven Haltung der Zentralbanken in den meisten Ländern und den gegenüber der Vergangenheit verbesserten Fundamentaldaten der Schwellenländer zog Mittelflüsse von den Anlegern an.
- Die Erholung der Schwellenländeranlagen könnte rasch gefährdet sein, wenn die Fed in ihrem Zinserhöhungszyklus aggressiver vorgeht. Die erste Folge wäre eine Aufwertung des US-Dollar. Dadurch entstünde Druck auf die Währungen und Aktienmärkte der Schwellenländer, der wiederum unter anderem höhere Kapitalabflüsse zur Folge haben würde.
- Doch einige Anleihen der Peripherieländer (z.B. auf US-Dollar lautende portugiesische Anleihen) rentieren derzeit ähnlich wie einige Schwellenländeranleihen in Hartwährung und bieten dadurch Spielraum für eine Analyse des relativen Werts.

JPM EMBI+ Composite Index YTM & Portugal 5,125% 2024 YTM



Quelle: Bloomberg