

Wirtschafts- und Marktausblick

Erkenntnisse zur Jahresmitte 2017:
kein Anlass zur Selbstzufriedenheit



Übersicht

Wie von uns erwartet, entwickelt sich derzeit ein breit angelegtes und verstärktes globales Wirtschaftswachstum. Die Inflation fiel jedoch schwächer als erwartet aus, und angesichts der fundamentalen Schwachstellen, die in den meisten Regionen noch immer bestehen, sollte der aktuelle zyklische Aufschwung eher als Katalysator für Veränderungen denn als Anlass zur Entspannung begriffen werden.

Nach einer stabilen ersten Jahreshälfte dürfte das sich verbessernde wirtschaftliche Umfeld noch einige Zeit fortbestehen; wir vermuten aber, dass sich das Tempo der Verbesserung im weiteren Jahresverlauf verlangsamen wird. Daher besteht aktuell die optimale Ausgangslage, um die bestehenden zahlreichen Ungleichgewichte und Strukturprobleme anzugehen. Während viele durch Wahlen bedingte Risiken abgenommen haben, hat sich das politische Umfeld zwar gewandelt, doch viele Missstände bleiben bestehen. Übermässige Schulden, stagnierende Produktivität und unsichere Arbeitsplätze sind globale Probleme, die es zu lösen gilt. In den meisten Regionen sind auch spezifische Strukturreformen erforderlich, wenn eine robustere Wachstumsdynamik erreicht werden soll.

In dem Abschnitt über die globalen Entwicklungen auf Seite 4 weisen wir darauf hin, dass zwar eine synchrone globale Erholung stattfindet, die Zyklen selbst jedoch nicht synchron verlaufen, was zu einer Verlängerung der Expansionsphase beitragen dürfte. Während die USA sich in einem fortgeschrittenen Stadium mit einer bereits eingeleiteten Normalisierung der Politik befinden, liegt die Eurozone etwas zurück, und viele Schwellenländer wie Brasilien und Russland treten erst jetzt in eine Wachstumsphase ein. Die Inflation bleibt in den meisten Teilen der Welt hinter den geldpolitischen Zielmarken zurück und wir erwarten diesbezüglich während der nächsten zwölf Monate keine grossen Veränderungen. Ab Seite 6 werden

wir detailliert die Perspektiven für die USA besprechen, wo eine restriktivere Ausrichtung der US-Notenbank zu beobachten ist und erste Schritte zur Beendigung der quantitativen Lockerung für Oktober erwartet werden. Wir erachten dies als notwendig, glauben aber, dass die Anzahl der Zinserhöhungen niedriger ausfallen wird als von der US-Notenbank angekündigt, da die hoch verschuldete US-Wirtschaft sehr sensibel auf Zinsanstiege reagiert. Mit Blick auf die Steuern scheint es unwahrscheinlich, dass die dringend benötigte Steuerreform vor dem nächsten Jahr eine Wirkung auf die Wirtschaft zeigen wird, obwohl wir zuversichtlich sind, dass hier Fortschritte erzielt werden.

In Grossbritannien steht der Handel im Fokus der Aufmerksamkeit, während das Austrittsverfahren mit der EU beginnt. Auf Seite 8 stellen wir fest, dass es unwahrscheinlich ist, dass das zweijährige Fenster zum Abschluss der Handelsverhandlungen eingehalten wird. Wir gehen davon aus, dass eine pragmatische Lösung gefunden werden muss. Dies scheint angesichts des Wahlergebnisses und der Abkehr vom «Hard Brexit» zunehmend wahrscheinlich. Das Wachstum wird dennoch beeinträchtigt, da Ausgaben und Investitionen sich wahrscheinlich verlangsamten werden.

Das Wachstum der Eurozone ist stark gestiegen und die Beschäftigungszahlen sind in der gesamten Region stark. Auf Seite 10 betrachten wir die Gründe hierfür und bewerten das politische Umfeld, bei dem wir Grund zu Optimismus sehen. Das Reformmandat des französischen Präsidenten Macron gibt Impulse, mit angestrebten Reformen von Arbeitsmarkt und Steuerwesen sowie der Idee eines gemeinsamen europäischen Haushalts- und Verteidigungsfonds. Obgleich wir einige Initiativen eher skeptisch betrachten, sind dies doch weitgehend die Punkte, die in dieser Erholungsphase angegangen werden müssen. Wir verweisen auf Seite 11 weiterhin auf die Anfälligkeit der europäischen Banken, wo ein umfassenderer Ansatz erforderlich ist, um die Bilanzen in einer Phase zu bereinigen und zu stärken, in der die Kapitalmärkte offen sind und die Finanzierung günstig ist.

In Asien sind wir in Bezug auf China zuversichtlich, wo das Wachstum wie geplant nur moderat zurückgeht. Es ist erfreulich, dass man Schattenbanken und übermässigen Unternehmensschulden nun endlich entgegenwirkt. Auf Seite 16 betrachten wir die ergriffenen Massnahmen sowie die damit

verbundenen Risiken. Das sich entwickelnde, potenziell dauerhaftere Wachstumsprofil unterstützt die ASEAN-Region allgemein, und wir erörtern spezifische Perspektiven sowie die für Indien auf den Seiten 18 und 19.

Was die Finanzmärkte anbelangt, ist der Ausblick immer noch gut und wird auf Seite 5 sowie in den regionalen Abschnitten näher beleuchtet. Die ökonomischen Rahmenbedingungen sind stabil, politische Initiativen wirken insgesamt immer noch unterstützend und die Daten zum Ertragswachstum geben Anlass zu mehr Zuversicht. Wir sind weiterhin der Auffassung, dass ein niedriges Inflationsumfeld, das nach wie vor politische Unterstützung erhält, zusammen mit den vorherrschenden hohen Schuldenständen einen Anstieg der Renditen von Staatsanleihen der Kernländer begrenzen wird.

Die Kreditspreads haben sich weiter verengt, während die Marktpreise auf Entspannung hindeuten. Der Verschuldungsgrad hat zugenommen, die Unternehmensausgaben sind gestiegen und wir glauben, dass Aktienanleger gegenüber Kreditgebern im Vorteil sind. Die Kombination aus besseren Erträgen, steigenden Dividenden und laufenden Aktienrückkäufen dürfte eine fortgesetzt starke Dynamik sichern, obwohl uns bewusst ist, dass Aktien auch teuer sind. Spätzyklische Regionen und Sektoren werden voraussichtlich begünstigt, darunter die Eurozone und die Schwellenländer.

Unser Fazit lautet: Die aktuelle zyklische Erholung des Wirtschaftswachstums sowie die robusten Finanzmärkte sind eine Chance für Reformen und kein Anlass zur Selbstzufriedenheit.



Guy Miller
Chief Market Strategist
& Head of Macroeconomics

Inhalt

Übersicht	02
Global	04
USA	06
Grossbritannien	08
Eurozone	10
Schweiz	12
Japan	14
China	16
ASEAN	18
Australien	20
Lateinamerika	22
Brasilien	24

Globale Entwicklung

Ausblick

- Die synchron stattfindende globale Erholung setzt sich fort, weitere Wachstumsanstiege sind jedoch begrenzt
- Die Konjunkturzyklen verlaufen nicht synchron und ausserhalb der USA sind reichlich Kapazitätsreserven vorhanden
- Der Inflationsdruck ist zu schwach, um eine globale geldpolitische Straffung auszulösen

Implikationen

- Anleiherenditen sind zu niedrig, aber tiefe Inflation und geldpolitische Unterstützung dürften sie verankert halten
- Unternehmensanleihen dürften schlechter abschneiden als Aktien, da ihr weiteres Gewinnpotenzial begrenzt ist
- Aktien werden im weit vorangeschrittenen Zyklus bevorzugt, obwohl die Bewertungen hoch sind

Risiken

- Das bessere Wachstumsumfeld könnte zu Selbstzufriedenheit und geldpolitischen Fehlern führen
- Der Straffungszyklus der US-Notenbank könnte verschuldete Unternehmen weltweit beeinträchtigen
- Die Risiken europäischer Banken bleiben eine Schwachstelle, während die Anleger sich wenig zu sorgen scheinen

Die synchrone Erholung dürfte sich fortsetzen, doch das Potenzial für einen weiteren Wachstumsanstieg ist begrenzt

Die globale Erholung hat sich über die Regionen hinweg ausgeweitet und wird zudem durch stärkeren Handel und vermehrte Investitionen beflügelt. Der Welthandel ist auf dem Weg, 2017 erstmals seit 2014 schneller als das globale BIP zu expandieren. Während die erste Etappe des globalen Wachstumsanstiegs vom Industriesektor getrieben wurde, der sich von dem rohstoff-induzierten Einbruch erholte, verlagert sich der Impuls nun auf Dienstleistungen, während stabile globale Zahlen zu Neuaufträgen und Beschäftigung zeigen, dass die Erholung ihren Schwung behält.

Wir gehen davon aus, dass das globale Wachstum 2017 leicht über dem langfristigen Durchschnitt liegt, sich 2018 aber wieder verlangsamen und in Richtung des Trends einpendeln wird. Während dies eine weitgehend stetige Expansion im zweiten Halbjahr bedeutet, erscheint eine Wachstumsbeschleunigung unwahrscheinlich. Die USA befinden sich in der späten Phase eines verlängerten Zyklus und das Potenzial eines Wachstumsanstiegs erscheint begrenzt, vor allem, da die US-Notenbank eine Normalisierung der Geldpolitik anstrebt. In China ist eine weitere Beflügelung des Wachstums aufgrund der langfristigen Ziele, die Wirtschaft zu verlangsamen und auszugleichen, unwahrscheinlich. Japan und die Eurozone expandieren bereits über dem Potenzial, was einen weiteren Anstieg schwierig macht. Bleiben noch die Schwellenländer, die derzeit mit niedrigen Rohstoffpreisen und einem sich abzeichnenden Ende des Aufschwungs im Handelswachstum konfrontiert sind.

Investitionen nehmen zu, aber die Herausforderungen bleiben bestehen

Das globale Wachstum könnte zu einer positiven Überraschung werden, wenn Unternehmen zu investieren beginnen. In gewissem Masse geschieht dies bereits, da die Investitionsausgaben sich von ihrem Tiefstand erholen. In den vergangenen zwei

Quartalen wiesen die Ausrüstungsinvestitionen in den USA ein durchschnittliches Wachstum von 4,5 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal (annualisierte Rate) auf. Ähnliche oder höhere Wachstumsraten wurden in vielen asiatischen Ländern sowie der Eurozone erreicht. Dies ist zwar ermutigend und steht im Einklang mit Daten, die zeigen, dass die Kapitalrendite attraktiv bleibt, doch bleiben strukturelle Gegenwinde bestehen. Überkapazitäten in einigen Bereichen des Industriesektors, niedrige und sinkende Rohstoffpreise, das Aufkommen von Unternehmen mit geringer Kapitalausstattung und hohe Unternehmensschulden deuten auf ein begrenztes Aufwärtspotenzial bei den Investitionen hin.

Die Konjunkturzyklen verlaufen nicht synchron, was den globalen Zyklus verlängern kann

Auch wenn das Wachstum in der Weltwirtschaft nun endlich auf breiter Basis erfolgt, laufen die Konjunkturzyklen nicht synchron ab. Die USA, wo die Arbeitslosenquote einen 16-jährigen Tiefstand erreicht hat, befinden sich in einem späten Stadium des Zyklus. Die Eurozone hinkt mit noch immer vorhandener Kapazitätsreserve und einem geringen Überhitzungsrisiko hinterher. Lateinamerika steht am Anfang des Zyklus, wobei eine sinkende Inflation und geldpolitische Lockerungen eine Erholung unterstützen. Viele asiatische Volkswirtschaften beginnen mit strukturellen Reformen und Infrastrukturinvestitionsprogrammen, die zusammen mit einer moderaten Inflation dazu führen, dass ihre Zyklen sich verlängern können. Die Tatsache, dass sich die Zyklen auf verschiedenen Stufen befinden, ist ermutigend, da grosse Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft bestehen bleiben und nur eine verlängerte Periode mit gesundem Wachstum und Inflation helfen kann, diese anzugehen. Entscheidend ist jedoch, dass die politischen Entscheidungsträger angesichts besserer Wachstumszahlen nun nicht nachlässig werden und Anreizprogramme zu früh beenden oder Strukturreformen zurückziehen. Unsere Forderung an die Regierungen, fiskalpolitische Spielräume – sofern verfügbar – zu nutzen, um die Investitionen zu erhöhen, bleibt ebenfalls bestehen, da der Aufschwung vor allem zyklisch bedingt

ist und das Produktivitätswachstum weiterhin enttäuscht.

Die Inflation wird zu keiner Verschärfung der Geldpolitik führen, da die Trends in den meisten Regionen noch immer schwach ausgeprägt sind

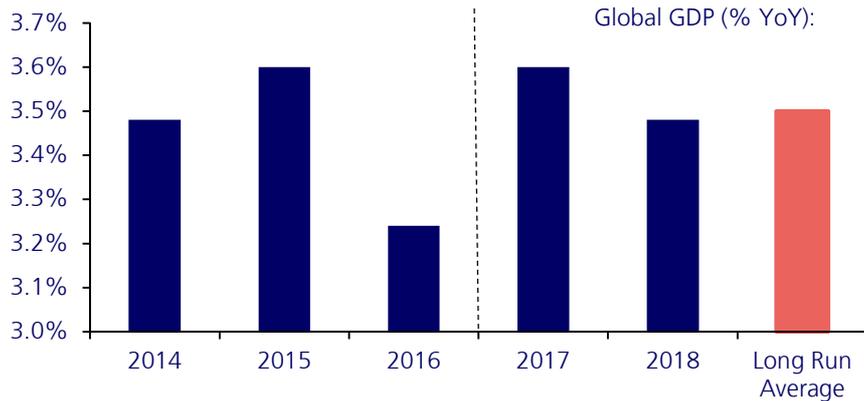
Ein weiterer wichtiger Grund, warum wir erwarten, dass der globale Zyklus länger andauert, ist die in den meisten Regionen niedrige Inflation, so auch in den USA, wo sie weit hinter das Ziel der US-Notenbank zurückgefallen ist. Betrachtet man die Inflation allein, besteht ganz klar keine Notwendigkeit für die Zentralbanken, die Anreize zu beseitigen. Infolgedessen haben sich die Risiken um die geldpolitische Normalisierung in den USA erhöht, da die US-Notenbank nun restriktiver vorgeht und beschlossenen hat, schwache Inflationszahlen zu ignorieren. Ausserhalb der USA könnte das bessere Wachstum in Japan und Europa auch zu Selbstzufriedenheit führen, einschliesslich eines vorzeitigen Austritts aus den QE-Programmen. Obwohl sie nicht Teil des Basisszenarios sind, müssen diese Risiken beobachtet werden.

Anleiherenditen dürften niedrig bleiben, obwohl die aktuellen Bewertungen hoch sind

Die Kernrenditen sind wieder gefallen und die von der US-Wahl geschürte Erwartung steigender Inflationsraten ist abgeflaut, wobei die langfristigen Inflationserwartungen in allen Regionen sinken. Der Median der Leitzinsprognosen des FOMC und die Marktpreise laufen auseinander, da der Markt offenbar nicht damit rechnet, dass die US-Notenbank in der Lage sein wird, die Geldpolitik in den kommenden Jahren zu normalisieren. Ein flacherer Verlauf deckt sich auch mit der Ansicht, dass die Wirtschaft für höhere Zinsen nicht stark genug ist.

Auch wenn wir bei unserer grundsätzlichen Ansicht bleiben, dass das Renditepotenzial aufgrund des hohen Verschuldungsgrads und der fortgesetzten geldpolitischen Unterstützung begrenzt ist, scheinen die aktuellen Niveaus unter Druck zu stehen.

Globales Wachstum dürfte dieses Jahr kulminieren



Quelle: ZIG, Consensus Economics, IMF, Bloomberg; Hinweis: Berechnet nach KKP-Gewichtungen

Die geplanten Leitzinsanhebungen der US-Notenbank dürften zwar den Grad der Straffung zu hoch ansetzen, doch die Markterwartungen fallen mit nur zwei berücksichtigten weiteren Zinserhöhungen bis Ende 2018 zu positiv aus. Der Rückgang der Inflationserwartungen sowohl in den USA als auch weltweit ist ebenfalls schwer zu rechtfertigen, da die jüngsten schwachen Inflationszahlen teilweise vorübergehende Faktoren widerspiegeln. Wir erwarten daher weiterhin, dass die Treasury-Renditen steigen, wenn auch sehr bescheiden. Ein grosses Risiko bei dieser Ansicht ist allerdings ein weiterer Rückgang der Ölpreise. Ausserhalb der USA bestehen weiterhin geldpolitische Verzerrungen, die trotz eines besseren Konjunkturausblicks verhindern, dass die Renditen steigen. Wir erwarten, dass die EZB in der zweiten Jahreshälfte eine Reduktion der quantitativen Lockerung vorankündigt, was einen Anstieg der Bund-Renditen wahrscheinlich macht.

In Europa haben sich die politischen Risiken mit der Wahl von Emmanuel Macron zum französischen Präsidenten verringert, was dazu beiträgt, die Spreads in den Peripherieländern zu komprimieren. Im Weiteren werden die Spreads von politischen Entwicklungen sowie dem Ausblick für die Geldpolitik der EZB bestimmt werden. In Italien bestehen weiterhin politische Risiken, da hier Datum und Ergebnis der Wahlen weiter ungewiss sind. Wir gehen ausserdem davon aus, dass die EZB-Geldpolitik später im Jahr 2017 sowie 2018 einen Aufwärtsdruck auf die Spreads ausüben wird, da wir mit einer Reduzierung der Wertpapieraufkäufe durch die EZB sowie schliesslich 2018 mit deren Beendigung rechnen.

Outperformance von Unternehmensanleihen geht zu Ende

In einem positiven gesamtwirtschaftlichen Umfeld mit reichlich vorhandener Liquidität haben sich die Anleger auf die Suche nach Renditen konzentriert, was den Unternehmensanleihen zugutekam. Allerdings gehen wir nun davon aus, dass die Outperformance von Unternehmensanleihen innerhalb der riskanten Anlagen wahrscheinlich zu Ende gehen wird. Die Fundamentaldaten haben sich abgeschwächt, während hohe Bewertungen das Risiko-Rendite-Verhältnis verzerrt haben, weshalb nun Aktien im Vergleich zu Unternehmensanleihen attraktiver werden.

Die Fundamentaldaten von Unternehmensanleihen sind weit schwächer als die Spreads implizieren, wie es typischerweise in den späten Stadien des Kreditzyklus der Fall ist. Die Verschuldung hat sich

insbesondere bei Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors erhöht, wobei eine hohe Verschuldungslast nunmehr niedrige Zinssätze kompensiert und Finanzierungskosten zu einem zunehmenden Problem macht. Daher könnte ein Schock bei den Ertrags- oder Finanzierungskosten das Ende des Kreditzyklus auslösen. Während die aktuelle Verschuldung bereits hoch ist, fühlen sich die Unternehmen unter Druck gesetzt, noch mehr Schulden aufzunehmen, um die Aktionäre zu belohnen. Gleichzeitig glauben wir auch, dass die europäischen Banken weiterhin sehr hoch verschuldet und damit anfällig bleiben. Die jüngsten regulatorischen Massnahmen zum Umgang mit Problembanken in Italien und Spanien haben uns davon überzeugt, dass beim nächsten Abschwung, wenn nicht schon vorher, die Kreditgeber die Kosten für die Rekapitalisierung schwächerer Banken in Europa tragen werden. Und schliesslich werden die überfälligen Forderungen bei den zugrunde liegenden Darlehen zunehmen, sogar in einigen Teilen der ABS-Märkte.

Während sich die Fundamentaldaten von Unternehmensanleihen verschlechtert haben, befinden sich die Spreads in der Nähe von historischen Tiefständen. Bei den aktuellen Bewertungen ist das Potenzial für weitere Spreadrückgänge begrenzt, selbst wenn die Aktienmärkte weiter steigen.

Trotz alledem bleiben die Daten zu Angebot und Nachfrage nach wie vor stark, wobei die potenzielle Rückführung von Bargeld in den USA einen weiteren Schub darstellt. Daher erwarten wir, dass Unternehmensanleihen zwar hinter Aktien zurückbleiben, aber dennoch in den nächsten zwölf Monaten Staatsanleihen übertreffen werden.

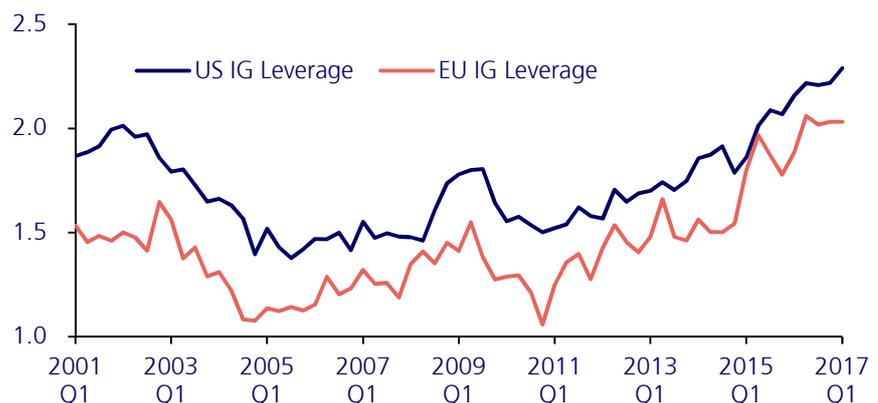
Vorangeschrittener Zyklus begünstigt Aktien, trotz überzogener Bewertungen

Globale Aktien haben 2017 bislang ein starkes Jahr erlebt und dürften noch einige Zeit in einem Bullenmarkt bleiben. Die Überraschung war für uns die geringe Volatilität, da die meisten Märkte trotz der bestehenden Risiken einen ungewöhnlich reibungslosen Anstieg erlebt haben. So waren es sowohl Aktien der Schwellenländer als auch die des Euroraums, welche die grössten Kapitalzuflüsse verbuchten und den globalen Durchschnitt übertrafen. Dennoch erwarten wir in den kommenden Monaten mehr Volatilität, was ein gewisses Mass an Vorsicht erfordert.

Aktien sind in nahezu jeder Hinsicht hoch bewertet, obwohl es bislang wenige Zeichen von übermäßigem Überschwang seitens der Anleger gibt. Die Preis-EBITDA-Kennzahlen sind in manchen Fällen so hoch wie auf dem Höhepunkt des Dotcom-Booms, doch aus einer Reihe von Gründen sind weitere Zugewinne wahrscheinlich. Das globale Liquiditätsumfeld ist trotz der Straffung seitens der US-Notenbank immer noch günstig. Die EZB, die BoJ und einige andere Zentralbanken stellen weiterhin Liquidität zur Verfügung. Das Wirtschaftswachstum ist stabil, was in den meisten Regionen positive Überraschungen bei den Erträgen zur Folge hatte. Dies trifft insbesondere auf Japan und die Eurozone zu, während Aktienrückkäufe, Dividendenerhöhungen und die Eigenkapitalrendite renditehungrige Anleger weiterhin anlocken dürften. Angesichts unseres weiterhin positiven Konjunkturausblicks für dieses und den Anfang des nächsten Jahres erwarten wir, dass die Ertragsituation attraktiv bleibt. Anleger werden wahrscheinlich den späten Zyklus und Regionen mit höherem Beta – insbesondere Schwellenländer und die Eurozone – favorisieren, immer vorausgesetzt, dass sich der US-Aktienmarkt wie von uns erwartet hält. Während diese Bereiche zum Marktkonsens geworden sind, bedeutet die fünf oder sechs Jahre andauernde relative Underperformance, dass sich die Dynamik noch in einem frühen Stadium befindet und die Kurse weiter steigen können.

Allgemeiner gesagt, bevorzugen die Unternehmensführungen mit steigenden Geschäftsinvestitionen, Aktienrückkäufen und Verschuldungsgraden zunehmend Aktionäre gegenüber Inhabern von Unternehmensanleihen. Dies deutet auf eine relative Outperformance von Aktien im kommenden Jahr hin, da die Anleger zunehmend Mittel aus Unternehmensanleihen in Aktien umschichten.

Unternehmensverschuldung deutlich erhöht



Quelle: ZIG, Bloomberg; Verschuldung dargestellt für mediane Nettoverschuldung gegenüber EBITDA von Unternehmen

Ausblick

- Die Konsumausgaben dürften sich von der jüngsten Schwäche erholen
- Steuerreform und fiskalpolitische Anreize verzögern sich und werden in naher Zukunft kaum Auswirkungen haben
- Die US-Notenbank wird die Geldpolitik weiter normalisieren und in diesem Jahr mit der Bilanz-Verkürzung beginnen

Implikationen

- Treasury-Renditen erfahren Gegenwind angesichts einer niedrigeren Inflation, dürften aber langsam steigen
- Unternehmensanleihen dürften hinter Aktien zurückbleiben, während Signale für eine späte Zyklusphase auftreten
- Aktien sind anfällig für Enttäuschungen bei den Gewinnen, doch die Stimmung ist nicht übermässig optimistisch

Risiken

- Die US-Notenbank agiert zu aggressiv und erstickt die Inflationserwartungen und die wirtschaftliche Expansion
- Der politische Aufruhr um Präsident Trump löst Marktturbulenzen aus
- Konsumenten und Firmen verlieren den Glauben an den Konjunkturausblick und die erwarteten fiskalpolitischen Anreize

Die Konsumenten verhalten sich eher zögernd, während sich der Investitionsausblick verbessert hat

Nach drei relativ soliden Quartalen stiegen die Haushaltsausgaben im ersten Quartal um bescheidenere 1,1 Prozent, was nur 0,8 Prozentpunkte zur annualisierten BIP-Wachstumsrate von 1,4 Prozent beitrug. Die Konsumausgaben wurden durch einen starken Rückgang der Fahrzeugverkäufe nach unten gedrückt, die im vergangenen Jahr die annualisierte Anzahl von 18,29 Millionen Autos erreicht hatten, den höchsten Stand in mehr als einem Jahrzehnt. Die Fahrzeugverkäufe sind im zweiten Quartal wieder angestiegen, was auch anderen Metriken für Konsumausgaben wie dem Einzelhandelsabsatz oder persönlichen Ausgaben entspricht. Während wir im Vergleich zum Vorjahr keine deutliche Steigerung der Konsumausgaben erwarten, bleiben die Aussichten für die Haushalte positiv. Die Verknappung am Arbeitsmarkt hat sich weiter verschärft, da die Arbeitslosenquote im Mai auf 4,3 Prozent sank – dies ist der tiefste Stand seit 2001. Die allgemeine Unterbeschäftigungsquote sank auf 8,4 Prozent und nähert sich rasch den Tiefstständen des letzten Zyklus, was darauf hindeutet, dass es auf dem Arbeitsmarkt nicht mehr viel Spielraum nach unten gibt. Dies bestätigt auch die NFIB-Umfrage zu kleinen Unternehmen, die zeigt, dass die Besetzung offener Positionen für Unternehmen mittlerweile eine grosse Herausforderung darstellt, wobei der betreffende Index auf den Höchstwert seit Herbst 2000 stieg.

Trotz des zunehmend engen Arbeitsmarktes kam es bislang zu keinem deutlichen Lohnanstieg. Der jährliche Zuwachs des durchschnittlichen Stundenlohns lag im Mai bei 2,5 Prozent, was bedeutet, dass die realen Löhne im vergangenen Jahr kaum gestiegen sind. Allerdings haben die Beschäftigungskosten, die Vergütungspläne der Unternehmen und die breiteren Lohnrenditeindikatoren kürzlich zu steigen begonnen, was möglicherweise auf eine anstehende Beschleunigung des Lohnwachstums hindeutet. Höhere Löhne werden entscheidend sein, um das weitere Konsumwachstum zu unterstützen,

da die Anzahl der Personen, die in den Arbeitsmarkt eintreten, angesichts der fortgeschrittenen Stadiums des Konjunkturzyklus sowie der Knappheit auf dem Arbeitsmarkt voraussichtlich abflachen wird. Einstweilen bleibt die Konsumentenstimmung sehr hoch und die Konsumentenkredite sind weiter gestiegen, was die Ausgaben der Haushalte weiter unterstützt. Allerdings hat das Kreditwachstum vor allem in Bezug auf Kreditkarten und Autokredite sich zu verlangsamen begonnen, wobei letzterer Faktor im Einklang mit dem Rückgang der Fahrzeugverkäufe steht. Während die Konsumentenkredite insgesamt weiterhin steigen, sank die Konsumentenverschuldung in Bezug auf das verfügbare Einkommen im ersten Quartal weiter und erreichte im Vergleich zum Höchststand von 124 Prozent im Jahr 2007 nun 93 Prozent. Allerdings fand die Entschuldung vor allem bei den Hypotheken statt. Klammert man diese aus, steigt die Verschuldung der Konsumenten weiter auf neue Höchststände, vor allem wenn man die höchsten Einkommensgruppen ausschliesst. Bisher war die Schuldenlast dank der tiefen Zinsen überschaubar und die Schuldendienstquote blieb in der Nähe ihres Allzeittiefs. Doch auch wenn sie sich noch immer auf einem tiefen Niveau befinden, sind die Ausfallquoten von Kreditkarten während des letzten Quartals weiter gestiegen. Sollte der Zinssatz wie erwartet weiter ansteigen, werden sich höhere Schuldendienstkosten belastend auf die Konsumausgaben auswirken.

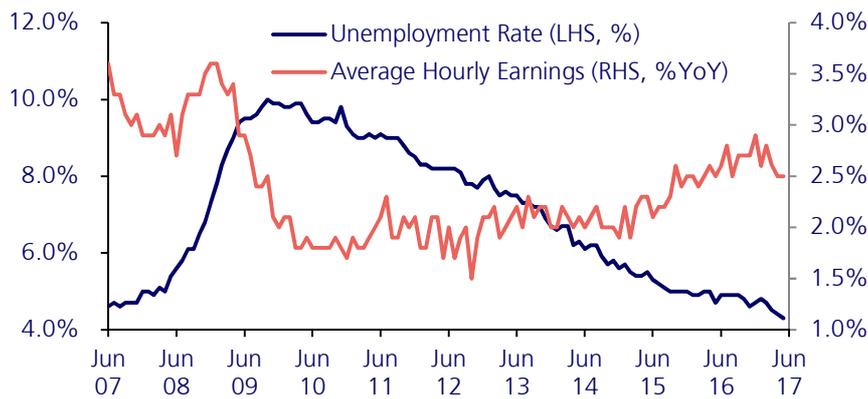
Während das BIP-Wachstum im ersten Quartal durch schwache Ausgaben der Privathaushalte verlangsamt wurde, glichen Unternehmen diesen Rückgang teilweise wieder aus. Es scheint, dass die Unternehmen nun endlich ihre Investitionsausgaben wieder erhöhen, da die Reservekapazitäten schrumpfen, die Geschäftsstimmung positiv bleibt und die Kapitalrendite steigt. Der Ausblick für einen weiteren Anstieg der Investitionen ist vielversprechend, wie Umfragen zum Geschäftsklima wie der Investitionsausblick der Federal Reserve Bank of Philadelphia oder der NFIB Small Business Capital Expenditure Plans andeuten.

Fiskalpolitische Anreize und Steuerreform verzögern sich und werden auf Widerstand stossen

Ein halbes Jahr nachdem Präsident Trump sein Amt angetreten hat, wurde hinsichtlich der während des Wahlkampfs angekündigten geschäftsfreundlichen Politik zur Stimulierung des Wachstums noch nicht viel erreicht. Stattdessen lag der politische Fokus auf strengeren Grenzkontrollen und der Aufhebung des Affordable Care Act, wobei Letzteres potenziell negative Auswirkungen auf die Konsumentenstimmung hat, da Millionen von Amerikanern Gefahr laufen, ihre Krankenversicherung zu verlieren.

Die Trump-Regierung hat zwar ihren Plan zur Steuerreform vorgestellt, der Steuersenkungen für Einzelpersonen und Firmen, eine Aufhebung staatlicher und kommunaler Steuerabzüge sowie die Verabschiedung eines territorialen Steuersystems beinhaltet, was ausländische Einkünfte von der US-Steuer befreien würde. Der Plan beinhaltet aber keinen Grenzsteuerausgleich, der ein wichtiger Teil der Blaupause der Republikaner zur Steuerreform ist, was darauf hindeutet, dass die Trump-Regierung eine solche Verschiebung nicht unterstützt. Da es zudem auch erheblichen Widerstand im Senat gibt, erscheint es unwahrscheinlich, dass das US-Steuermodell zu einem System des steuerlichen Grenzgleichs wechseln wird. Das beseitigt ein grosses Aufwärtsrisiko für die Inflation, da die Besteuerung der Importe zu einer Erhöhung der Einfuhrpreise geführt hätte. Auf der anderen Seite beseitigt es eine wichtige Finanzierungsquelle für die geplanten Steuersenkungen, so dass der aktuelle Plan schwieriger durch den Kongress zu bringen sein wird, da er höchstwahrscheinlich zu einem höheren Defizit führen würde. Die Regierung hat darauf verwiesen, dass die meisten Auswirkungen der Steuersenkung durch ein schnelleres BIP-Wachstum ausgeglichen würden, doch die vorhergesagten Wachstumsraten sehen sehr optimistisch aus. Es ist daher zu erwarten, dass der Steuervorschlag im Kongress auf Widerstand stossen dürfte und wohl kaum in seiner derzeitigen Form umgesetzt wird. In jedem

Bescheidenes Lohnwachstum trotz geringer Arbeitslosigkeit



Quelle: Bloomberg

Fall wird der Steuergesetzgebungsprozess einige Zeit in Anspruch nehmen, so dass wachstumsfördernde Effekte nicht vor 2018 zu erwarten sind.

Sinkende Inflationserwartungen als Gegenwind für Renditen

Die langfristigen Treasury-Renditen sind auf den tiefsten Stand seit dem Wahlsieg von Präsident Trump im vergangenen November gefallen, da sie durch niedrigere langfristige Inflationserwartungen negativ beeinflusst wurden. Die Gesamtinflation hat im ersten Quartal ihren Höchstwert erreicht, bedingt durch den Energie-Basiseffekt, der bis zur Jahresmitte beinahe vollständig verschwunden ist. Die Verlangsamung der Inflation ist jedoch relativ breit gefächert. So fiel die Inflation im Dienstleistungssektor im zweiten Quartal trotz einer noch stärkeren Straffung des Arbeitsmarkts unter 3 Prozent und wurde dabei durch einen deutlichen Rückgang der Mobilfunkkosten beeinflusst. Wir erwarten, dass die Inflation im Weiteren wieder höher ausfallen wird, da die wichtigsten Komponenten, Wohnungswesen und medizinische Versorgung, weiter deutlich über 2 Prozent wachsen. Die langfristigen Inflationserwartungen wurden durch die Erkenntnis gesenkt, dass die Trump-Regierung nicht der protektionistischen und inflationären Politik folgt, die während des Wahlkampfes angekündigt worden war. Dazu trug auch eine relativ restriktiv agierende US-Notenbank bei. Trotz der jüngsten Verlangsamung der Inflation und einer reduzierten Inflationsprognose für das laufende Jahr hat die US-Notenbank im Jahr 2017 zweimal die Zinsen erhöht und eine weitere Erhöhung noch in diesem Jahr signalisiert. Darüber hinaus hat sie ihre Pläne angekündigt, relativ bald mit der Verkürzung ihrer Bilanz zu beginnen. Zunächst sollen 6 Milliarden US-Dollar in Treasuries und 4 Milliarden in MBS jeden Monat auslaufen, wobei die Volumen alle drei Monate erhöht werden, bis sie 30 Milliarden US-Dollar für Treasuries und 20 Milliarden US-Dollar für MBS erreichen. Diese Volumen liegen am oberen Ende der Markterwartungen und sollten in Kombination mit einer Stabilisierung der Inflationsraten im weiteren Verlauf die Renditen stützen.

Unternehmensanleihen dürften schlechter abschneiden als Aktien

Der Kreditzyklus in den USA scheint sich in seinen späten Stadien zu befinden, was sich nicht nur in einer erhöhten Verschuldung von Nicht-Finanzunternehmen zeigt, sondern auch in steigenden Ausfallraten in einigen Teilen des Verbraucher-

kreditsektors. Die schwächsten US-Unternehmen sind recht anfällig für einen unerwarteten Ertragsrückgang oder einen plötzlichen Anstieg der Fremdkapitalkosten, da der Vorteil der niedrigen Zinssätze durch höhere Schuldenbelastungen für durchschnittliche Unternehmen ausgeglichen wurde. Es scheint uns, dass ein erheblicher Teil der operativen Cashflows für Aktionärsausschüttungen ausgegeben wurde, wobei die höhere Verschuldung nun das Ende des Kreditzyklus einläutet. Wenn die US-Notenbank zu aggressiv die Zinsen erhöht und ihre Bilanz reduziert, könnte das der Auslöser sein, der den Kreditzyklus tatsächlich beendet. Der Verschuldungsgrad kann sich verbessern, wenn Unternehmen den erwarteten Gewinnanstieg zur Verringerung der Schulden einsetzen oder zumindest das Tempo des Schuldenaufbaus reduzieren. Die Risiken für diese Prognose bestehen jedoch überwiegend in einer Abwärtsbewegung. In diesem Stadium des Zyklus, in dem die Kreditrisikoprämien so niedrig sind, werden die Unternehmensleitungen natürlich versucht sein, die Verschuldung zu erhöhen, statt sie zu reduzieren.

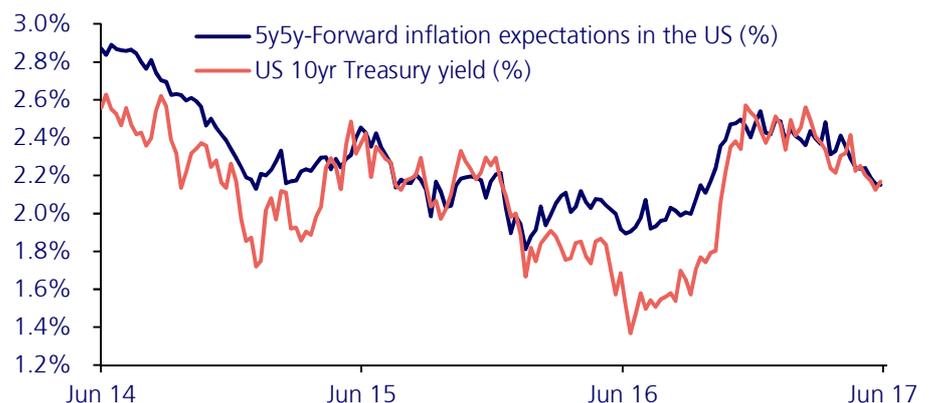
Ein weiteres Signal für das Spätstadium ist die Senior Loan Officer Survey der US-Notenbank, die eine Verschärfung der Kreditvergabestandards für einige Kreditsektoren anzeigt. Erfahrungsgemäß ist dies einer der besten Indikatoren für Ausfälle und überfällige Forderungen, und die jüngsten Rückgänge verheissen nichts Gutes für Sektoren wie beispielsweise Autokredite. Dennoch bewerten wir vorrangige ABS positiv, da der Investorenschutz heute deutlich besser ist als vor der Krise. In Bezug auf US-Gemeinden erwarten wir weitere Einzel-

heiten über Steuerreformen. Verknüpft mit der Steuerreform ist auch das Thema der Rückführung von Bargeldbeständen durch US-Unternehmen, was die Angebot/Nachfrage-Situation in Bezug auf US-Kredite weiter verzerren kann. Die starken technischen Marktdaten zu Angebot und Nachfrage sind für den derzeitigen Rückgang der Spreads trotz schwacher Fundamentaldaten verantwortlich. Daher erwarten wir, dass US-Unternehmensanleihen Treasuries weiterhin übertreffen werden, obwohl wir im Bereich der riskanten Anlagen Aktien gegenüber Unternehmensanleihen bevorzugen.

Aktien sind teuer, doch die Anlegerstimmung ist nicht euphorisch

Trotz negativer Überraschungen bei den Wirtschaftsdaten stieg der US-Aktienmarkt bedingt durch solide Erträge, reichlich vorhandene Liquidität und die Erwartung, dass die fundamentale Schwäche vorübergehend sein dürfte, auf neue Höchststände. Die Rally wurde von Technologieaktien angeführt, wobei der NASDAQ-Index bis Mitte Juni um mehr als 15 Prozent anstieg. Finanzwerte haben eine relativ schwache Performance gezeigt, da die Erwartungen hinsichtlich einer massiven Deregulierung und schnell steigender Zinsen enttäuscht wurden. Positiv ist dagegen, dass die Performance des Industriesektors sich seit dem Nachlassen der anfänglichen Trump-Euphorie stabilisiert hat. Der jüngste Anstieg der relativen Performance ist ein positives Signal, da die Geschäftsaussichten gut bleiben und der Fertigungssektor sich von der energiebedingten Schwäche erholt hat. Angesichts der hohen Bewertungen ist der Aktienmarkt anfällig für Enttäuschungen bei den Gewinnen, da ein deutlicher Optimismus bereits in den Kursen berücksichtigt wurde. Dennoch bleibt die Profitabilität hoch, die Erwartungen sind nicht übertrieben und die Anlegerstimmung scheint nicht euphorisch zu sein. Diese Faktoren dürften den Aktienmarkt vorerst stützen.

Inflationserwartungen lasten auf Renditen



Quelle: Bloomberg

Grossbritannien

Ausblick

- Die Wirtschaft verliert an Dynamik, da sich die Konsumausgaben verlangsamen
- Eine hohe Inflation und schwaches Lohnwachstum drücken die Kaufkraft der Haushalte
- Politische Ungewissheit behindert Geschäftsinvestitionen und Personaleinstellung

Implikationen

- Die Gilt-Renditen stabilisieren sich, doch die realen Renditen verbleiben tief im negativen Bereich
- Auf britische Pfund lautende Unternehmensanleihen dürften mit Abwärtsrisiken hinter Aktien zurückbleiben
- Der britische Aktienmarkt dürfte hinter anderen Märkten zurückbleiben, bleibt aber aus Renditeperspektive attraktiv

Risiken

- Die Brexit-Verhandlungen könnten scheitern, wenn beide Parteien nicht bereit sind, von ihren entgegengesetzten Positionen abzurücken
- Die BoE beginnt die Geldpolitik trotz des schwächeren wirtschaftlichen Umfelds zu straffen
- Eine politische Pattsituation oder sogar Neuwahlen könnten weiteren Gegenwind für die Wirtschaft auslösen

Die Haushalte spüren ihre Kaufkraft zunehmend schrumpfen

Die britische Wirtschaft hat die zunehmenden politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten nach dem Brexit-Referendum zunächst gut verkraftet, doch die Auswirkungen werden nun, da das Wachstum sich verlangsamt und die Inflation steigt, immer deutlicher sichtbar. Nach einem soliden vierten Quartal 2016 verlangsamt sich das BIP-Wachstum im ersten Quartal 2017 auf nur 0,2 Prozent. Während die Geschäftsinvestitionen leicht anstiegen, wuchsen die Haushaltsausgaben mit der niedrigsten Rate in mehr als zwei Jahren. Die Konsumentenstimmung hat etwas gelitten, bleibt aber im Vergleich zu ihrem Stand vor einigen Jahren relativ hoch. Allerdings werden die Haushalte durch einen deutlichen Anstieg der Inflation und eine Verlangsamung des Lohnwachstums belastet. Die Einzelhandelspreise waren im Mai um 3,7 Prozent höher als im Vorjahr. Auf der anderen Seite stieg der durchschnittliche Wochenverdienst nur um 2,1 Prozent – oder 1,7 Prozent unter Ausschluss von Boni –, obwohl die Arbeitslosenquote im zweiten Quartal das niedrigste Niveau in mehr als 40 Jahren erreichte. Die Beschäftigungsaussichten haben sich bislang nicht wesentlich verschlechtert.

Die Beschäftigung stieg um rund 100'000 Arbeitsplätze pro Monat auf einer fortlaufenden dreimonatigen Basis, während Anträge auf Arbeitslosenunterstützung nur geringfügig gestiegen sind. Es ist jedoch eine Schwächung des Arbeitsmarktes zu erwarten, da sich die Unternehmen angesichts der gestiegenen Geschäftsunsicherheit bei Einstellungen zurückhalten werden. Während der globale ökonomische Hintergrund weiterhin positiv bleibt, werden die politische Ungewissheit und die unklare künftige Beziehung zur EU in den kommenden Quartalen einen Gegenwind für die britische Wirtschaft darstellen.

Britische Wähler verweigern Theresa May ein klares Mandat für einen «harten Brexit»

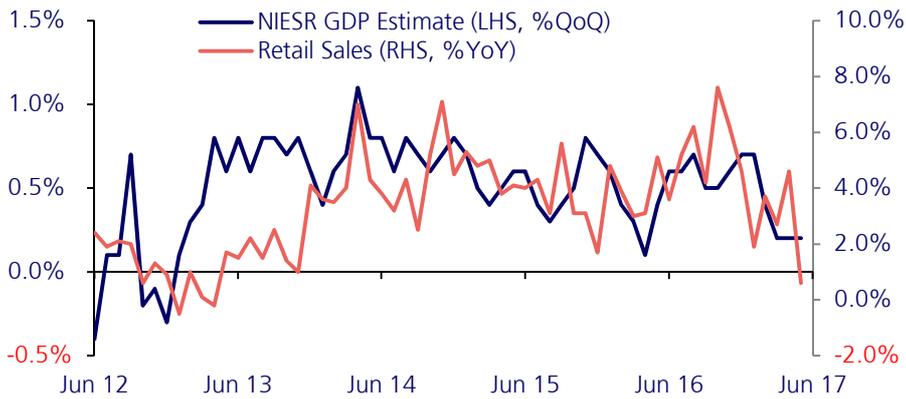
Nach Auslösung von Artikel 50 ist Grossbritannien nun auf dem Weg, die EU bis März 2019 zu verlassen. Verhandlungen über die Austrittsbedingungen wurden eingeleitet. Der Schwerpunkt liegt dabei auf den Rechten der EU-Bürger in Grossbritannien und umgekehrt, der finanziellen Abwicklung in Bezug auf vergangene und potenzielle künftige Verbindlichkeiten, die Grossbritannien nach Ansicht der EU zu erfüllen hat, sowie auf der Grenze zwischen der Republik Irland und Nordirland. Während Grossbritannien die Austrittsbedingungen und die künftige Beziehung parallel verhandeln möchte, besteht die EU darauf, zunächst erste Fortschritte in Bezug auf die Austrittsbedingungen zu erzielen, bevor auf die künftige Beziehung eingegangen wird. Dies wird höchstwahrscheinlich den Beginn von aussagekräftigen Handelsgesprächen bis zum Herbst und vielleicht sogar bis zum nächsten Jahr verzögern.

Aufgrund der bisherigen Erfahrungen mit den EU-Handelsverhandlungen ist es daher unrealistisch, dass die künftige Beziehung zwischen Grossbritannien und der EU bis zum Ende der zweijährigen Frist definiert sein wird. Daher wird eine Art vorübergehende Lösung notwendig sein, wenn Grossbritannien nicht riskieren will, die EU ohne eine Vereinbarung mit ihrem wichtigsten Handelspartner zu verlassen. Dies ist umso mehr von Belang, da die britischen Wähler sich bei der Parlamentswahl im Juni von Theresa Mays gewünschtem Mandat für einen harten Brexit distanzieren haben. Mit einem Vorsprung von 20 Prozentpunkten in den Umfragen hatte man erwartet, dass die Partei der Konservativen ihre Mehrheit im Parlament ausbauen könnte, als Theresa May vorgezogene Wahlen forderte. Eine grössere Mehrheit hätte ihr mehr Spielraum in den Verhandlungen mit der EU in Bezug auf ihre Position innerhalb der Konservativen Partei und auf die politische Landschaft gegeben. Doch wie durch den sich schnell verflüchtigen Vorsprung in den Umfragen in den Tagen vor der Wahl angedeutet, war die konservative Partei nicht in der Lage,

den haushohen Sieg zu erreichen, den sie sich erhofft hatte, und verlor stattdessen ihre absolute Mehrheit im Parlament. Das Ergebnis schwächt Theresa Mays Stand im Land sowie ihre Verhandlungsposition mit der EU und gefährdet ihre politische Zukunft. Das Fehlen einer absoluten Mehrheit im Parlament wird die Angelegenheiten für jeden, der für die Brexit-Verhandlungen verantwortlich ist, komplizierter gestalten, aber wir gehen davon aus, dass die Notwendigkeit, einen Kompromiss im Parlament zu suchen, das Risiko eines harten Brexits verringert. Kurzfristig ist jedoch die Unsicherheit gestiegen.

Mit der fragilen politischen Situation, dem unklaren Ergebnis der Brexit-Verhandlungen und einer bereits abkühlenden Wirtschaft werden sowohl die Konsumenten als auch die Unternehmen wahrscheinlich vorsichtiger agieren, was Ausgaben und die Einstellung von Personal anbelangt. Die Beschleunigung der Inflation und die Verlangsamung des Lohnwachstums haben die Kaufkraft der Konsumenten seit einiger Zeit unter Druck gesetzt und es wird erwartet, dass sich dieser Trend weiter fortsetzt. Da weiterhin mässige Investitionen zu erwarten sind, dürfte sich das BIP-Wachstum im Vergleich zu seinem aktuellen Niveau nicht signifikant beschleunigen. Darüber hinaus profitierten die Exporte nicht von einer schwächeren Währung. Während das Konsumentenvertrauen in letzter Zeit einen Einbruch erlitten hat, hat sich die Geschäftsstimmung bislang relativ gut gehalten. Dennoch hat sich die Dynamik in den vergangenen Monaten, insbesondere im Dienstleistungssektor, verlangsamt. Die Bestellungseingänge schwächen sich ab und der Wettbewerb um das Neugeschäft steigt. Die positiven Aspekte der jüngsten Umfragen sind, dass der Kostendruck etwas abzunehmen scheint, wobei die jüngste Umfrage auf den niedrigsten Anstieg der Faktorpreise seit September 2016 hindeutet. Obwohl sie noch deutlich höher als vor einem Jahr sind, haben die Faktorpreise des PPI im ersten Quartal ihren Höchststand überschritten, und es wird erwartet, dass sie sich im weiteren Verlauf normalisieren. Da der KPI in der

Konsumausgaben stehen unter Druck



Quelle: Bloomberg

Regel einige Monate hinter dem PPI zurückliegt, erwarten wir, dass die Mässigung der Inflation im späteren Verlauf dieses Jahres einsetzen wird.

Die BoE agiert aggressiver

Die Zinsen sind seit Anfang des Jahres im Abwärtstrend und haben im Juni kurzzeitig den tiefsten Stand seit Oktober erreicht. Der Grossteil der Zinsbewegung stand im Einklang mit den globalen Märkten, da der Spread zwischen Gilts und Treasuries in den vergangenen sechs Monaten relativ stabil blieb. Auch im Einklang mit anderen Regionen sanken die längerfristigen Inflationserwartungen in den letzten Monaten kontinuierlich. Dies erleichtert es der Bank of England (BoE), über die aktuelle Inflationsspitze hinwegzusehen, die durch die Währungsschwäche nach dem Brexit-Referendum angetrieben wird. Wie schon erwähnt, haben die Faktorpreise bereits einen Höchststand erreicht und die Konsumentenpreise werden voraussichtlich bald folgen. Trotzdem agierte die BoE vor kurzem aggressiver, mit drei von acht Mitgliedern des geldpolitischen Ausschusses, die für eine Zinserhöhung im Juni stimmten. Während die BoE jeden möglichen inflationären Impuls aus einem engen Arbeitsmarkt im Auge behalten wird, macht die Verlangsamung der wirtschaftlichen Dynamik es unwahrscheinlich, dass sie in Kürze die Zinssätze anheben wird. Längerfristig dürften sich die Renditen jedoch von ihrer jüngsten Schwäche erholen, da wir erwarten, dass die globalen Zinssätze ansteigen, und die Spreads zwischen Gilts und Treasuries bereits in der Nähe des Rekordniveaus liegen und sich nicht weiter ausweiten dürften.

Der britische Unternehmensanleihenmarkt dürfte im Vergleich zu Aktien schlechter abschneiden, wobei Abwärtsrisiken überwiegen

Wir gehen davon aus, dass britische Unternehmensanleihen in Übereinstimmung mit unserer Prognose für die meisten globalen Kreditmärkte hinter Aktien zurückbleiben werden. Dabei hängt jedoch viel davon ab, wie der Brexit letztlich abläuft. Auf Pfund lautende Unternehmensanleihen bieten sowohl höhere Renditen als auch einen höheren Spread im Vergleich zu auf Euro lautenden Unternehmensanleihen, auch wenn dies auf Kosten einer deutlich längeren Laufzeit geschieht. Doch wenn der Brexit günstig verläuft und die Währung Anzeichen einer Stabilisierung zeigt, könnten Anleger im derzeitigen renditeorientierten Umfeld zu Unternehmensanleihen in britischen Pfund greifen, die in diesem Szenario Euro-Unternehmensanleihen

übertreffen würden. Es bestehen jedoch weiterhin beträchtliche Abwärtsrisiken. Erstens bieten Unternehmensanleihen in britischen Pfund pro Einheit der Durationsrisiken einen geringeren Wert als globale und insbesondere Euro-Unternehmensanleihen. Im aktuellen Umfeld enger Spreads, hoher Unternehmensverschuldung und den späten Stadien des Kreditzyklus wären wir vorsichtig hinsichtlich einer langen Kreditspread-Duration. Zweitens kann die Entwicklung von auf britische Pfund lautenden Unternehmensanleihen von der Ungewissheit und dem Nachrichtenfluss über die Brexit-Verhandlungen in den kommenden Monaten abhängen.

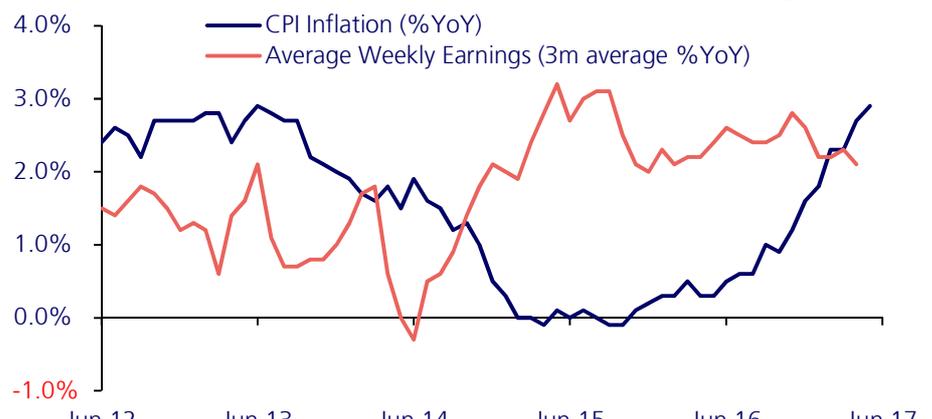
Und schliesslich wird die geldpolitische Unterstützung sowohl von der BoE als auch von der EZB wahrscheinlich abflachen. Wir denken auch, dass britische Banken weiterhin anfällig für Stimmungsschwankungen rund um die Brexit-Verhandlungen sind, während die Spreads zwischen Sterling- und Euro-Finanzwerten sich auf historischer Basis am schmalsten Ende des Spektrums befinden. Bei ABS wird die primäre Marktaktivität voraussichtlich annehmbar bleiben und dürfte weniger empfindlich gegenüber Brexit-Gesprächen sein als der primäre Markt für Unternehmens- und Finanzkredite. Alles in allem bleiben wir innerhalb der riskanten Anlagen vorsichtig in Bezug auf Unternehmensanleihen in britischen Pfund, da es zu bedeutenden Nachteilen kommen könnte, wenn die Brexit-Gespräche sich verschärfen.

Britische Aktien bleiben zurück, doch die Dividendenrendite bleibt attraktiv

Der FTSE 100 bleibt seit Anfang des Jahres hinter der meisten globalen Vergleichsindizes zurück. Die relative Underperformance hat weniger mit Brexit-bezogenen Sorgen zu tun, sondern ist vielmehr eine Folge der Stärkung des Pfundes in den letzten Monaten. Da die meisten Erträge der FTSE 100-Mitglieder im Ausland erwirtschaftet werden, führt eine stärkere Währung direkt zu einem schwächeren Gewinnwachstum in Lokalwährung. Die Ansicht, dass nicht der Brexit britische Aktien ausbremsen hat, wird auch dadurch untermauert, dass der FTSE 250 sein Large Cap-Pendant übertrifft. Da die FTSE 250-Firmen einen grösseren Teil ihres Ertrags im Inland erwirtschaften, dürften Effekte des Brexit dazu führen, dass der FTSE 250 hinter dem FTSE 100 zurückbleibt, wie es direkt nach dem Brexit-Referendum der Fall war.

Das Schicksal der britischen Aktienmärkte ist eng mit dem Pfund verbunden. In letzter Zeit tat sich hier jedoch eine Lücke auf, da der FTSE 100 nicht in den Sog der stärkeren Währung geriet. Es ist wahrscheinlich, dass diese Lücke sich auf die eine oder andere Weise schliessen wird. Während der britische Aktienmarkt also einige Zeit hinter globalen Aktien zurückbleiben dürfte, sind die Bewertungen weniger überzogen als in anderen Regionen und die höhere Dividendenrendite macht britische Aktien für globale Renditejäger attraktiv.

Die Reallöhne fallen, während die Inflation steigt



Quelle: Bloomberg

Eurozone

Ausblick

- Das starke Wachstum in der Eurozone setzt sich fort
- Die Arbeitslosigkeit wird weiter auf breiter Basis sinken
- Die EZB wird das QE-Programm 2018 wahrscheinlich drosseln

Implikationen

- Aktien werden durch das Gewinnwachstum gestärkt
- Anleihen werden im Vergleich zu Aktien eine Underperformance aufweisen, die Banken bleiben in Gefahr
- Anleihen aus Peripherieländern werden durch geringere politische Risiken gestärkt, aber die Reduktion des QE-Programms 2018 wird sie belasten

Risiken

- Die italienische Politik birgt noch immer einige Risiken, es ist jedoch unwahrscheinlich, dass diese systemisch sind
- Die gedämpfte Inflation könnte sich noch in eine Deflation verwandeln, während die EZB Anreize abbauen will
- Fragilitäten im Bankensektor wirken destabilisierend

Ein starkes Wachstum hilft, die Arbeitslosigkeit in der Eurozone zu senken

Trotz erhöhter politischer Risiken hat die Wirtschaft der Eurozone im ersten Halbjahr an Stärke gewonnen. Das Geschäftsklima, gemessen an den Einkaufsmanagerindizes der Eurozone, befindet sich fast auf dem höchsten Stand seit 2011. Das deutsche Geschäftsklima befindet sich laut ifo-Index auf dem höchstem Stand, der jemals gemessen wurde. Obwohl die sogenannten «harten Daten» nicht so stark waren wie die Umfragedaten, stehen sie dennoch in Einklang mit einem überdurchschnittlichen Wachstumstempo. Zum Beispiel betrug das BIP-Wachstum der Eurozone im ersten Quartal 0,6 Prozent im Vergleich zum Vorjahresquartal, was den höchsten Quartalsanstieg in zwei Jahren darstellt. Es gibt auch erste Anzeichen dafür, dass die Geschäftsinvestitionen steigen, was ein wichtiger Bestandteil einer dauerhaften Erholung wäre. Die Arbeitslosigkeit sinkt auch weiterhin stetig in einem Tempo von knapp einem Prozentpunkt pro Jahr. Dies ist ein weiterer Hinweis darauf, dass die Wirtschaft überdurchschnittlich wächst. Im Mai sank die Arbeitslosenquote vom zyklischen Spitzenwert von 12,1 Prozent Mitte 2013 auf 9,3 Prozent, was der tiefste Stand innerhalb von sieben Jahren ist. Das bedeutet weitere 5 Millionen Beschäftigte in der Eurozone seit dem Tiefpunkt der globalen Finanzkrise (GfK) 2008/09. Entscheidend ist dabei, dass die Arbeitsmarktverbesserung in letzter Zeit breiter angelegt ist. Während sie zuvor überwiegend durch Verbesserungen in Deutschland und Spanien sowie in anderen kleineren Ländern der Eurozone vorangetrieben wurde, erleben nun auch weitere Kernländer wie Frankreich und Italien eine Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen.

Wenig Anzeichen von Inflationsdruck

Die Arbeitslosenquote der Eurozone liegt nach wie vor über der inflationsstabilen Arbeitslosenquote (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment = NAIRU), die auf 8 bis 9 Prozent geschätzt wird, und es gibt bisher noch wenig Anzeichen für einen entstehenden Inflationsdruck. Vielmehr fiel die

Kerninflation nach dem Anstieg im April aufgrund von Verzerrungen, die durch das späte Osterdatum in diesem Jahr im Vergleich zum Vorjahr hervorgerufen wurden, im Mai zurück auf 0,9 Prozent und blieb im Wesentlichen unverändert im Vergleich zu ihrem Stand zu Beginn des Jahres.

Die EZB hat argumentiert, dass auf dem Arbeitsmarkt eine versteckte Flaute bestünde, da es sich bei vielen der geschaffenen Arbeitsplätze um Teilzeit- oder Aushilfsarbeitsplätze handelt, was Auswirkungen auf die Inflationsdynamik habe. Die betroffenen Personen könnten in Arbeitsverhandlungen mehr Stunden oder Arbeitsplatzsicherheit anstelle höherer Löhne priorisieren. Im Ergebnis wurde das Lohnwachstum so weit gedämpft, dass die Kerninflation nach wie vor deutlich unter dem Ziel der EZB liegt, das «nahe bei 2 Prozent, aber darunter» lautet. Der positive Aspekt dieses schwachen Lohnwachstums und der niedrigen Inflationsdynamik ist jedoch, dass kaum die Gefahr besteht, dass die Wirtschaft der Eurozone in Kürze überhitzt, was darauf hindeutet, dass die Erholung über viele Quartale oder sogar Jahre andauern kann, sofern kein destabilisierendes internes oder externes Schockereignis eintritt.

Die politischen Risiken haben sich verringert

In dieser Hinsicht ist es auch äusserst ermutigend, dass sich die politischen Risiken verringert haben, und vor allem, dass der Schock, der von der Wahl einer nonkonformistischen Anti-EU/Euro-Partei in Frankreich ausgegangen wäre, vermieden wurde. Dies stellte im ersten Halbjahr ein Risiko dar. Die schnell wechselnden Meinungsumfragen im Laufe des ersten Quartals zeigten, wie bewegt die Wahl war. Am Ende gewann der Politiker der Mitte und Pro-EU-Kandidat Emmanuel Macron die französische Präsidentschaftswahl im Mai. Bei den anschliessenden Parlamentswahlen konnte sich Macron eine grössere parlamentarische Mehrheit sichern. Seine absolute parlamentarische Mehrheit erlaubt es ihm, Gesetzesanträge leichter durchzubringen und die französische Wirtschaft zu reformieren, obwohl das Potenzial für zivile Unruhen

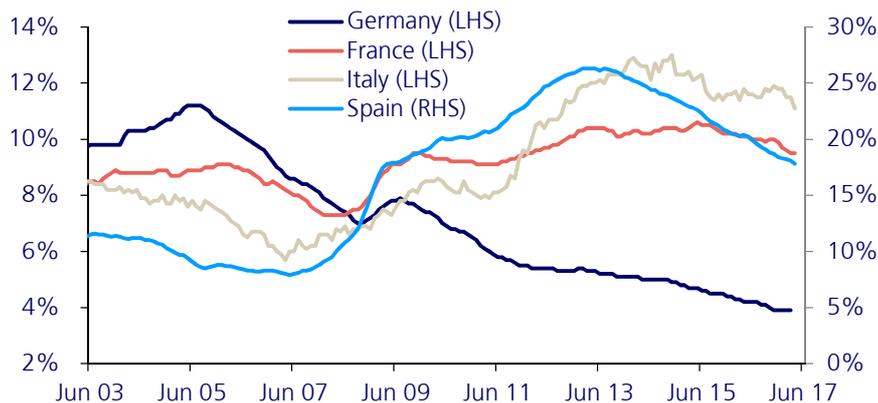
und Proteste gegen seine marktfreundlicheren und radikalen Vorschläge noch zu einem Problem werden könnte.

Zu Macrons politischen Vorschlägen gehören: Erhöhung der Flexibilität der 35-Stunden-Arbeitswoche, wobei Arbeitgeber und Manager Stunden auf Unternehmensebene aushandeln können, Deregulierung von Dienstleistungsbranchen wie Rechtsdienstleistungen, Senkung der Unternehmenssteuersätze und Senkung der Sozialabgaben für Unternehmen, die Menschen aus dem Niedriglohnbereich einstellen. Auf europäischer Ebene will er zudem einen grösseren gemeinsamen Haushalt schaffen und mehr für Investitionen aufwenden sowie die Rüstungsausgaben stärken. Er hat ausserdem einen Finanz- und Wirtschaftsminister der Eurozone vorgeschlagen, der über die nationalen Budgets verfügen und eine Harmonisierung der Unternehmenssteuersätze und Arbeitsmarktregelungen vorantreiben könnte.

Die «Macron-Ökonomie» könnte dazu beitragen, Frankreich und die Eurozone zu reformieren

Insgesamt dürften Macrons Vorschläge für politische Massnahmen stimulierend auf die Wirtschaft Frankreichs und der Eurozone wirken. Darüber hinaus wird die Förderung marktfreundlicherer Reformen und Deregulierungen es für Deutschland vereinfachen, den nächsten Schritten zuzustimmen, um die Eurozone zu einer gut funktionierenden Währungsunion zu machen, wie beispielsweise automatische fiskalische Transfers und Stabilisatoren sowie gemeinsame Budgets und Unternehmenssteuerregelungen. Deutsche Politiker haben oft über die richtige Reihenfolge bei der Vollendung des Projekts der Gemeinschaftswährung gesprochen, wobei andere Länder der Eurozone mehr tun müssen, um ihre Volkswirtschaften zu reformieren, bevor Deutschland automatischen Fiskalübertragungen und einer Lastenverteilung zustimmt.

Breiter Rückgang der Arbeitslosenquoten in der Eurozone



Quelle: Bloomberg

Die Wahlen in Italien stellen ein Risiko dar, aber das Mehrheitsbonusssystem wird wahrscheinlich verworfen

In der zweiten Jahreshälfte und Anfang 2018 stehen noch einige wichtige politische Ereignisse an, doch wir sehen in ihnen nicht das gleiche Potenzial für ein systemisches Risiko wie in den französischen Präsidentschaftswahlen. Die Bundestagswahlen in Deutschland finden am 24. September statt und gemäss der Umfrageergebnisse führt derzeit die CDU von Bundeskanzlerin Angela Merkel. Doch selbst wenn mit der SPD die Opposition gewinnen würde, wäre dies aus Anlegersicht kein bedeutendes Thema, da sich auch die SPD der Wahrung der Integrität der Eurozone verschrieben hat. Tatsächlich zeigt die SPD sogar eine höhere Bereitschaft, höhere Ausgaben auf Euro-Ebene, fiskalische Transfers und eine Umschuldung für Griechenland zu erwägen.

Die italienische Politik wäre theoretisch noch in der Lage, die Eurozone zu destabilisieren. Drei der fünf wichtigsten Parteien sprechen sich gegen die EU und den Euro aus, und das Movimento 5 Stelle, die Lega Nord und die Fratelli d'Italia erreichen in Meinungsumfragen zusammen fast 50 Prozent der Stimmen. Allerdings dürfte das Bonus-System, bei dem eine parlamentarische Mehrheit an die Partei mit den meisten Stimmen vergeben wird, verworfen werden. Darüber hinaus ist angesichts der Niederlage der französischen rechtsextremen Politikerin Marine Le Pen, die in ihrem Wahlkampf gegen die EU und den Euro wettete, damit zu rechnen, dass die Randparteien in Italien diesbezüglich leisere Töne anschlagen werden.

Entscheidende Phase für die QE-Politik der EZB

Wir erwarten, dass die Renditen für Staatsanleihen der Kernländer im Zuge der weiteren Erholung der Eurozone steigen werden, obwohl die niedrige Inflation weiterhin die Renditen bremsen wird. Die Tatsache, dass die Inflation trotz der steigenden Konjunkturaussichten weiterhin niedrig bleibt, lässt annehmen, dass die EZB ihre aussergewöhnlich entgegenkommenden Geldmarktbedingungen (darunter 60 Milliarden Euro QE-Wertpapierkäufe im Monat und negative Einlagenzinsen) nur schrittweise zurücknehmen wird. Eine potenzielle Einschränkung stellt jedoch die von der EZB selbst auferlegte Grenze für Aufkäufe von Staatsanleihen von 33 Prozent des Emissionsvolumens dar. Wenn sie weiter im derzeitigen Tempo kauft, wird sie 2018 wahrscheinlich diese Grenze bei deutschen

Bundesanleihen erreichen. Auch deshalb erwarten wir, dass die EZB 2018 eine Verringerung ihrer Wertpapierkäufe bekannt geben wird. Die Unsicherheit über den Zeitpunkt und das Ausmass der QE-Drosselung könnte zu einer Volatilität der Staatsanleihenmärkte führen, insbesondere für Peripherieanleihen.

Anleihen sind anfällig, da das Bankenrisiko bestehen bleibt und die EZB-Unterstützung wahrscheinlich abnehmen wird

Wir gehen davon aus, dass die europäischen Anleihenmärkte im Laufe des kommenden Jahres im Vergleich zu Aktien eine Underperformance aufweisen werden, was mit unserer Ansicht über globale Anleihen in Einklang steht. Während die Unternehmensverschuldung ein Risiko darstellt, sind wir besonders in Bezug auf die Banken besorgt.

Die europäischen Banken sind anfällig, obwohl einige Massnahmen zur Kapitalbeschaffung und Problemlösung für angeschlagene kleinere Banken auf dem Weg sind, was sich weitgehend mit unseren Erwartungen deckt. Dies geschah jedoch nicht so präventiv, wie wir es erhofft hatten. Vor allem die jüngsten Regulierungsmassnahmen in Italien und Spanien im Umgang mit Problem-banken haben nachrangige Anleihen und Anteils-kapital getroffen, was unsere vorsichtige Haltung bestätigt. Während in diesen Fällen vorrangige Kredite unberührt blieben, da der Signaleffekt die Vorteile überstiegen hätte, ist dies bei zukünftigen Bereinigungen von Banken vielleicht nicht immer der Fall. Tatsächlich könnten auch neue Arten von

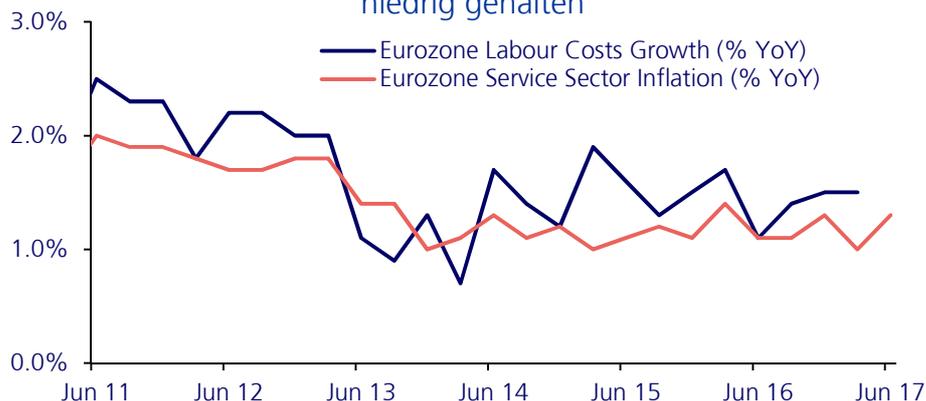
vorrangigen Krediten, die nachrangig gegenüber aktuell ausstehenden Verbindlichkeiten sind, durchaus abgeschrieben werden, wenn die Massnahme in einem Moment erfolgt, in dem Käufer nicht so stark oder die wirtschaftlichen Bedingungen nicht so positiv sind. Bei den aktuellen Spread-Niveaus, die für vorrangige Bankverbindlichkeiten enger sind als für Industriekredite, glauben wir, dass die Risiken einer Kapitalabschreibung nicht berücksichtigt sind. Wir denken, dass forderungsbesicherte Anleihen mit einem um etwa 40 Basispunkte niedrigeren Spread einen besseren Schutz bieten als nachrangige Bankanleihen, obwohl es einige Unterschiede bei der Index-Zusammensetzung gibt.

Auch Anleihen ausserhalb des Finanzsektors haben einen Verschuldungsanstieg erlebt, wenn auch nicht so besorgniserregend wie bei den Bankanleihen in Europa, und sie sind mit den gleichen Risiken eines späten Zyklus konfrontiert wie globale Anleihen im Allgemeinen. Dennoch können optimistische Ertragserwartungen, wenn sie erreicht werden, für das Management eine Chance zur Verbesserung der Bilanzen eröffnen, da europäische Unternehmen in der Regel konservativer in Bezug auf Schulden sind als US-Unternehmen. Insgesamt lassen uns enge Spreads, schwächere Fundamentaldaten und die Aussicht auf eine Drosselung der quantitativen Lockerung durch die EZB Anleihen vorsichtiger sehen als Aktien.

Ausblick für Aktien

Ein über dem Trend liegendes Wachstum und die reduzierten politischen Risiken dürften ein positives Umfeld für Aktien darstellen. Darüber hinaus war das erste Quartal 2017 das zweite Quartal in Folge, in dem das Ergebniswachstum der Unternehmen der Eurozone im Vorjahresvergleich nach vier Quartalen negativen/flachen Wachstums positiv war. Für das restliche Jahr 2017 und für 2018 erwarten wir ein weiterhin positives Gewinnwachstum. Wie bereits erwähnt, bedeutet niedrige Inflation, dass die Eurozone nicht in Gefahr ist, sich bald zu überhitzen, was darauf hindeutet, dass die Erholung sich für viele Quartale oder sogar Jahre fortsetzen könnte. In den vergangenen Monaten, in denen die politischen Risiken abgenommen haben, sind die Investitionsströme zurückgekehrt. Wir gehen davon aus, dass dieser Trend aufgrund der langjährigen Underperformance der Eurozone beispielsweise gegenüber dem US-Aktienmarkt weiter anhalten wird.

Die Inflation wird durch ein schwaches Lohnwachstum niedrig gehalten



Quelle: Bloomberg

Ausblick

- Das Wachstum wird voraussichtlich gedämpft bleiben, da es vor allem an inländischen Wachstumstreibern mangelt
- Die Inflation überrascht positiv, weitere Anstiege sind jedoch nur begrenzt zu erwarten
- Die SNB wird eine unveränderte Geldpolitik beibehalten, da die Erholung nach wie vor fragil bleibt

Implikationen

- Die Anleihenrenditen dürften negativ bleiben, aber wohl nicht auf das letztjährige Tief zurück fallen
- Das Umfeld niedriger Renditen bleibt ein Gegenwind für den Finanzsektor
- Der Schweizer Franken wird wahrscheinlich seitwärts tendieren und bleibt anfällig für Phasen der Nachfrage nach sicheren Anlagen

Risiken

- Erneuerter Druck auf den Schweizer Franken bringt die SNB dazu, die Geldpolitik zu ändern
- Hohe Haushaltsschulden in einem deflationären Umfeld
- Eine starke Verschlechterung des Arbeitsmarktes, da die Unternehmen zunehmend unter Kostendruck geraten

Die BIP-Daten werden das aktuelle Wachstum wahrscheinlich unterschätzen

Das BIP ist im ersten Quartal um 0,3 Prozent gestiegen; damit blieb die jährliche Wachstumsrate bei 1,1 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Das ist schwach und spiegelt das gedämpfte Wachstum in der zweiten Hälfte des Jahres 2016 wider, in dem die offiziellen BIP-Daten zeigten, dass die Wirtschaft nahezu zum Stillstand gekommen war. Die ökonomischen Umfragen hingegen waren stark, sowohl gemäss dem KOF-Frühindikator als auch nach dem PMI für den Fertigungssektor, die weit über ihren Langzeitdurchschnitten standen und sich stetig von ihren Tiefständen aus dem Jahr 2015 erholten. Auch die Expansion in der Eurozone, die das wichtigste Exportziel für Schweizer Unternehmen darstellt, zeigte sich solide und es gab eine deutliche Wiederbelebung des Welthandels. Daher gehen wir davon aus, dass das zugrunde liegende Wachstum in den letzten Quartalen etwas stärker war, als es die offiziellen BIP-Daten vermuten lassen.

Wirtschaftsumfragen gehen von einem hohen Niveau zurück

Die ökonomischen Umfragen wurden in jüngster Vergangenheit jedoch schwächer, was eine breit angelegte Verlangsamung der Binnenkonjunktur widerspiegelt, obwohl der zugrunde liegende Trend für die Produktion weiterhin positiv erscheint. Wir vermuten, dass das Wachstum seinen Höchststand einstweilen erreicht hat und erwarten für den Rest des Jahres eine schwächere zugrunde liegende Dynamik. Daher behalten wir unsere BIP-Wachstumsprognose von 1,3 Prozent für dieses Jahr unverändert bei. Auch wenn dieser Wert deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 1,8 Prozent liegt, spiegelt er noch immer eine ordentliche Wirtschaftsexpansion und steht im Einklang mit dem, was 2016 erreicht wurde. Der Wert liegt ausserdem geringfügig unter den Konsensschätzungen, was unsere positivere Sicht auf das Potenzial einer nachhaltigen Stärkung der Inlandsnachfrage wiedergibt. Das nominale Wachstum dürfte sich jedoch stärker erholen, da der

Deflationsdruck langsam weiter nachlässt. Dies ist ermutigend und wird dazu beitragen, den Wohnungsmarkt zu stabilisieren, der den für eine anhaltende Deflation anfälligsten Sektor bildet.

Exporte verstärkt durch eine stärkere globale Nachfrage

Wie wir erwartet hatten, erlebte der Welthandel eine Belebung, die einerseits durch die Erholung der Eurozone unterstützt wird, aber auch eine stärkere Dynamik in Asien und eine Stabilisierung der Rohstoffpreise widerspiegelt. Die Schweiz war gut positioniert, um von der stärkeren Nachfrage aus den übrigen Ländern zu profitieren, wobei die zugrunde liegenden Güterexporte im Vergleich zum Vorjahr um 7 Prozent gestiegen sind und die Dienstleistungsexporte im gleichen Zeitraum um 4 Prozent zunahmten. Die Exporte wurden durch eine verstärkte Nachfrage aus den USA und der Eurozone, insbesondere Deutschland, sowie einer Erholung des Exports nach China und Japan begünstigt. Diese umfassende Erholung ist ermutigend und wir gehen davon aus, dass sie dazu beitragen wird, die Dynamik weiterhin zu stützen. Diese Auffassung wird auch durch den weiterhin starken PMI für den Fertigungssektor mit einer soliden Anzahl an neuen Aufträgen unterstützt. Der Schweizer Franken hat allerdings seit Jahresbeginn gegenüber dem US-Dollar zugelegt, während die handelsgewichtete Währung weitgehend unverändert auf hohem Niveau verharrt, was einen weiteren Aufwärtstrend der Exporte dämpfen dürfte.

Konsum bleibt träge

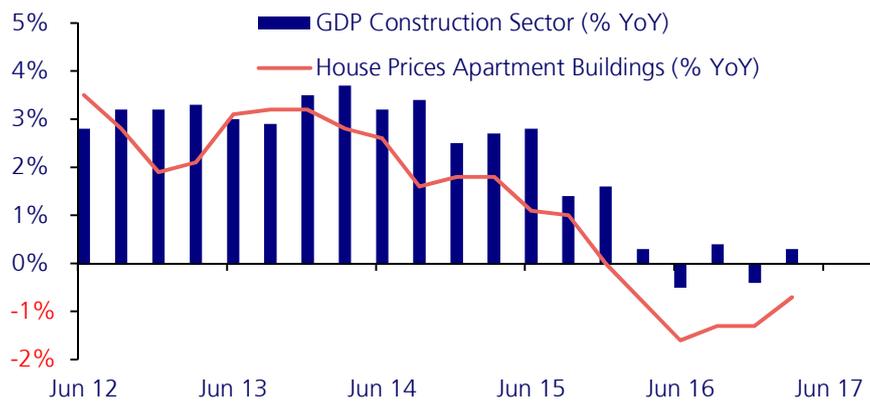
Der Konsum ist volatil, aber in den letzten beiden Quartalen zeigte sich nach einem schwachen Wachstum von nur 0,2 Prozent in den beiden vorangegangenen Quartalen ein Anstieg von insgesamt 1 Prozent. Der erstarkende Konsum steht im Einklang mit mehreren Indikatoren der Binnennachfrage, die sich stetig erholt haben. Dies war teilweise durch den gestiegenen Autoverkauf begründet, aber auch durch eine stärkere Nachfrage in den Segmenten Einzelhandel und Tourismus. Während

dies positiv zu werten ist, zeigen die jüngsten Daten, dass das Tempo der Verbesserungen sich verlangsamt, wobei die Bedingungen noch immer unter dem langfristigen Durchschnitt bleiben. Dies bestätigt unsere Auffassung, dass die Währung mit Blick auf grenzüberschreitenden Handel und anhaltenden Preisdruck noch immer ein Hemmnis für den Einzelhandel darstellt, zusätzlich zu der aus Online-Einkäufen resultierenden Herausforderung. Auch der Arbeitsmarkt stellt ein Hindernis für den Konsum dar. Während sich die Sorge um die Arbeitsplatzsicherheit verringert hat, ist die Stimmung hinsichtlich der Berufsaussichten immer noch gedämpft. Weitere Arbeitsmarktverbesserungen sind angesichts der hohen Kosten und des Widerstands seitens der Unternehmen, neue Beschäftigte einzustellen, ebenfalls unwahrscheinlich. Wir erwarten daher keinen weiteren Aufschwung der Konsumausgaben, doch die Bedingungen sollten sich von nun an stabilisieren.

Eine Erholung der Investitionen dürfte begrenzt sein

Ausrüstungsinvestitionen unterstützten im ersten Quartal eine Erholung des BIP, da sie um 1,4 Prozent gestiegen waren, bedingt durch eine stärkere Dynamik bei globalem Handel und Fertigung und unterstützt durch Unternehmensausgaben für Forschung und Entwicklung. Das muss allerdings in die richtige Perspektive gestellt werden: Die Daten sind volatil und strukturelle Gegenwinde, darunter die engen Margen sowohl im Finanzsektor als auch im verarbeitenden Gewerbe, dürften die Investitionstätigkeit der Unternehmen weiterhin belasten. Wir sehen daher nur ein begrenztes Potenzial für weitere Investitionszunahmen. Geschäftsinvestitionen stellen ausserdem einen kleinen Bestandteil des gesamten BIP dar und solange das Wachstum nicht stärker steigt, werden sie das träge Wachstumsmuster nicht entscheidend verändern können.

Bautätigkeit ist kein Wachstumsmotor mehr



Quelle: SNB, SECO, Bloomberg

Der Wohnungsmarkt stabilisiert sich, aber der Bau bleibt schwach

Der Rückgang des Wohnungsmarktes und insbesondere der Bautätigkeit wird ebenfalls die Wirtschaft belasten. Die Bauinvestitionen waren ein stärkender Faktor des BIP-Wachstums im Zeitraum von 2010 bis 2015, haben sich aber seither deutlich verschlechtert und sind im vergangenen Jahr um 0,1 Prozent gesunken. Allerdings scheint der Einbruch auf dem Wohnungsmarkt die Talsohle erreicht zu haben. Die Bauinvestitionen haben sich im ersten Quartal erhöht und die Immobilienpreise, die in einigen Marktsegmenten fallen, haben ebenfalls ein wenig an Dynamik gewonnen. Aus makroökonomischer Perspektive erwarten wir, dass die belastenden Faktoren für die Wohnungsmärkte weiter bestehen bleiben, also ein hoher Schuldenstand mit Hypothekenschulden von über 120 Prozent des BIP, ein verlangsamtes Bevölkerungswachstum und ein anhaltend gedämpftes nominales Wachstumsumfeld. Teilweise wird dies durch die noch immer rege Nachfrage von institutionellen Anlegern kompensiert, die Immobilien aufgrund der negativen Anleihenrenditen weiterhin als attraktive Anlage betrachten. Dies wird zwar ein gewisses Mass an Unterstützung bieten, es ist jedoch unwahrscheinlich, dass es einen spätzyklischen Aufschwung auf dem Wohnungsmarkt hervorrufen wird.

Der Deflationsdruck beginnt zu sinken

Die Inflation hat sich erholt und sowohl die Gesamtinflation als auch der Kern-KPI liegen nun erstmals seit 2011 über null. Die Trendwende in der Inflation spiegelt vor allem Basiseffekte aus den Öl- und Importpreisen wider, doch auch die zugrunde liegende Preisdynamik hat sich verstärkt. Die Kerninflation, die volatile Energie- und Nahrungsmittelleffekte ausklammert, ist von -0,3 Prozent im Vergleich zum Vorjahr zum Jahreswechsel auf 0,2 Prozent gestiegen, was durch einen stetigen Anstieg der Dienstleistungsinflation gefördert wurde. Derzeit liegt sie bei 0,6 Prozent, während die Warenpreisinflation noch gedämpft verläuft. Wir gehen nun davon aus, dass die KPI-Inflation in diesem Jahr durchschnittlich 0,5 Prozent betragen wird, was zwar noch weit unter dem Inflationsziel der SNB von 2 Prozent liegt, sich aber immerhin nicht mehr im deflationären Bereich bewegt. Dies ist etwas höher als die Prognose der SNB, was unsere positivere Sicht auf die Dienstleistungsinflation widerspiegelt. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass es zu einem steilen Anstieg kommen wird, da der Kosten- und Preisdruck in vielen Wirtschafts-

zweigen immer noch hoch ist und die Lohninflation weit unter ihrem historischen Trend liegt.

Es ist mit einer geduldrigen und zurückhaltenden SNB zu rechnen

Obwohl sich die Wachstumsdynamik verbessert hat, bleibt die Schweizer Wirtschaft von der externen Nachfrage abhängig, da inländische Wachstumstreiber eindeutig fehlen. Ebenso ist die Inflation zwar deutlich gestiegen, im Vergleich zum Ziel von 2 Prozent aber immer noch sehr niedrig, und die letzten Monate lassen das erste Mal in fünf Jahren erkennen, dass die Inflation dauerhaft über null liegt, wenn auch nur geringfügig. Vor diesem Hintergrund anhaltender Schwachstellen gehen wir davon aus, dass die SNB weiterhin auf die Währung fokussiert sein wird, wobei sie eine Kombination aus Deviseninterventionen und einer negativen Zinsspanne gegenüber der Eurozone einsetzen wird, um zu verhindern, dass der Schweizer Franken erstarkt. Im Laufe der Zeit, wenn die EZB beginnt, ihre Anreize zurückzuziehen, würden wir damit rechnen, dass sie auch die Geldpolitik normalisieren könnte. Allerdings ist dies noch ein langer Weg, vor allem, da nicht davon auszugehen ist, dass EZB ihre Wertpapierankäufe vor dem nächsten Jahr verringern wird, wobei die Leitzinsen der Eurozone mindestens bis zur zweiten Hälfte des Jahres 2018 unverändert bleiben dürften. Wir erwarten daher, dass die SNB den Leitzins im kommenden Jahr unverändert hält. Da das politische Risiko immer noch erhöht ist, rechnen wir auch damit, dass Phasen von Kapitalzuflüssen in sichere Anlagen weitere Interventionen durch die SNB auslösen, trotz der

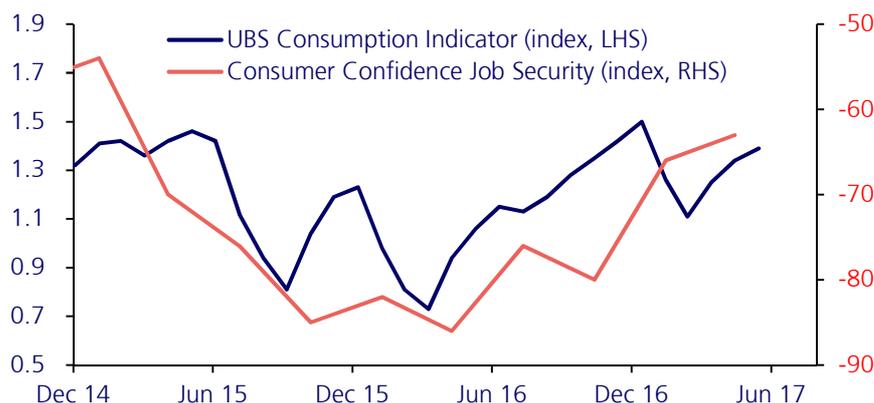
Devisenreserven, die nun bei über 110 Prozent des BIP liegen.

Die Anleihenrenditen werden niedrig bleiben, es ist jedoch unwahrscheinlich, dass sie auf das Niveau des Vorjahres sinken

Die Schweizer Renditekurve ist im November letzten Jahres deutlich steiler geworden und die Renditen bleiben nunmehr über die zwölfjährige Laufzeit hinaus positiv. Die zehnjährige Rendite bleibt negativ und schwankte über diesen Zeitraum in einem relativ engen Bereich zwischen 0 Prozent und -0,2 Prozent, obwohl sie am 10. März erstmals seit September 2015 einen Wert über null erreichen konnte. Wir gehen nicht davon aus, dass dieses Muster der negativen, aber weitgehend stabilen Renditen sich im Rest des Jahres ändern wird, da das kurze Laufzeitende durch politische Erwartungen in einem tief negativen Bereich verankert ist und eine negative Risikoprämie weiterhin das lange Ende belasten wird. Mit Blick auf 2018 dürfte sich die Renditekurve erholen, wenn die Anleger beginnen, einen Anstieg der sehr niedrigen Leitzinsen in der Eurozone und in der Schweiz vorwegzunehmen. Der Umschwung wird jedoch sehr langsam erfolgen, vor allem, weil die gedämpfte Inflationsdynamik die Zentralbanken davon abhalten wird, vorzeitig zu handeln.

Wie wir bereits hervorgehoben haben, könnten entweder eine deutliche Zunahme der Renditen von Bundesanleihen oder eine Trendwende bei als sicher geltenden Anlagen einen stärkeren Anstieg bei den Schweizer Renditen auslösen. Obwohl dies ein Risiko darstellt, ist es nicht Teil unseres Basis-szenarios, da weiterhin erhöhte politische Risiken bestehen, zugrunde liegende Probleme in der Eurozone noch ungelöst sind und die Bund-Renditen wahrscheinlich durch Massnahmen der Zentralbank verzerrt bleiben.

Begrenztes Aufwärtspotenzial bei Arbeitsmarkt und Konsum



Quelle: SECO, UBS, Bloomberg

Japan

Ausblick

- Der private Konsum und die Kapitalausgaben dürften ein solides Wachstum untermauern
- Die Geldpolitik bleibt locker
- Preis- und Lohninflation werden voraussichtlich langsamer voranschreiten als von der Bank of Japan angenommen

Implikationen

- Die japanische Aktienmarktpformance ist nach wie vor sehr anfällig für den USDJPY-Kurs.
- Die Umsatz- und Gewinnaussichten der Unternehmen werden sich weiter verbessern.
- Die Angebots- und Nachfragebedingungen sind günstig.

Risiken

- Eine grössere Konjunkturabschwächung in China als erwartet
- Weitere Aufwertung des Yen
- Eskalation der Probleme in Nordkorea und ein Handelskrieg mit den USA

Gute Wachstumsaussichten

Japans Wirtschaftswachstum war in den letzten Quartalen äusserst stabil. Hätte es im ersten Quartal aufgrund der Lagerkomponente keine Abwärtskorrektur der Wachstumsrate gegeben, könnte man sogar behaupten, dass sich das Wachstum beschleunigt hat. Korrekturen der BIP-Statistiken sind seit Jahren, wenn nicht gar seit Jahrzehnten, ein häufiges Merkmal in Japan und wir neigen dazu, diese Korrekturen zu übergehen, um die tatsächliche Entwicklung zu bewerten. Wir schätzen die Erweiterung des Wachstums in Richtung Konsum und Kapitalinvestitionen, wobei beide die Dynamik der Exporte übernehmen, obwohl auch von dieser Stabilität erwartet wird, da der synchrone globale Konjunkturaufschwung wahrscheinlich weitergehen wird. Für den Rest dieses Jahres und das kommende Jahr wird angenommen, dass das Gesamtwachstum leicht über dem Trend liegt und sich im Bereich von 1 Prozent bis 1,5 Prozent bewegt. Unter der Annahme, dass es bis Herbst keine grösseren Störungen gibt, wird die aktuelle Wachstumsphase die zweitlängste Nachkriegsexpansion sein.

Ausblick für Konsum und Kapitalinvestitionen bleibt solide

In unserem Wirtschafts- und Marktausblick für 2017 haben wir gesagt, dass wir endlich einen Anstieg des sich auf niedrigem Niveau befindlichen Konsums erwarten würden, da sich die Löhne der Beschäftigten weiter verbessern werden und ein Höchststand der steigenden Sparquote erwartet wird. Unser Szenario hat sich bewährt, da der Konsum mittlerweile ein wichtiger Faktor für das BIP-Wachstum geworden ist und monatliche Indikatoren wie Einzelhandels- und Warenhausverkäufe gestiegen sind. Letztere haben auch vom zunehmenden Tourismus profitiert, da asiatische Touristen dazu neigen, ihre Einkäufe in Tokios Warenhäusern und Elektronikgeschäften zu tätigen. Wir erwarten, dass der ausländische Tourismus, vor allem aus China, Taiwan und Korea, noch weiter zunimmt, trotz der Tatsache, dass die Durchschnittsausgaben pro

Tourist nicht weiter zunehmen. Insgesamt ist das Verbrauchervertrauen seit dem Zyklustief innerhalb von drei Jahren stetig gestiegen, und es besteht die Möglichkeit für einen weiteren Anstieg in Richtung der Höchststände aus dem Jahr 2006.

Wir gingen ausserdem davon aus, dass sich die Arbeitsmarktbedingungen im Laufe dieses Jahres weiter verbessern werden und das Verhältnis zwischen Arbeitsplätzen und Bewerbern ein Niveau erreichen könnte, das es Mitte der 1970er Jahre das letzte Mal gab. Das Verhältnis liegt aktuell tatsächlich bei 1,49, was nach dem Überschreiten des Hochs von 1991 mit 1,44 den Höchststand innerhalb von 33 Jahren darstellt. Die Arbeitskräfteknappheit verschärft sich aufgrund der starken demografischen Situation in Japan. Während dies eine langsame Erhöhung der Löhne untermauern dürfte, führt es auch dazu, dass Unternehmen die Kapitalinvestitionen in die Automatisierung und die künstliche Intelligenz lenken, da sie sich dafür entscheiden, Arbeit durch Kapital zu ersetzen, was vor allem im Dienstleistungssektor der Fall ist. Im verarbeitenden Gewerbe werden die Investitionsausgaben mehr durch den Ersatz von alten Anlagen und nicht durch einen neuen Investitionsboom getrieben. Leider sind die Investitionspläne der Unternehmen in letzter Zeit etwas glanzlos gewesen, da sie sich in der Regel auf die Gewinnaussichten konzentrieren. Da der Yen nicht weiter abgewertet hat und die Gewinnkorrekturen von ihren jüngsten Höchstwerten ausgingen, bleiben die Unternehmen in ihren Investitionsplänen konservativ. Dies ist jedoch ein typisches Muster, denn japanische Unternehmen neigen dazu, ihre Investitionspläne im Laufe des Geschäftsjahres, das im April begann, zu erhöhen. Wir glauben, dass dieses Muster in diesem Jahr wieder Geltung haben wird und sind zuversichtlich, dass Kapitalinvestitionen bis Anfang nächsten Jahres zum Wachstum beitragen werden. Allerdings bleibt das Verhältnis von Kapitalausgaben zu Cashflow aus historischer Perspektive eher niedrig, und es gibt keine Anzeichen für einen Anstieg neuer Investitionen. Wohnungsinvestitionen dürften von der Errichtung des Athletendorfes für

die Olympischen Spiele im Jahr 2020 und neue Wohnungsbauprojekte durch Steuervorteile in Bezug auf die Erbschaftssteuer profitieren.

Die Fiskalpolitik wird im kommenden Jahr voraussichtlich einen Wandel von expansiv zu neutral vollziehen

Japans fiskalpolitische Haltung für das letzte Jahr und in dieses Jahr bleibt unter Berücksichtigung der ergänzenden Budgets und dem Entscheid, die für 2017 geplante Verbrauchssteuererhöhung zu verzögern, leicht expansiv. Wir erwarten in diesem Jahr oder sogar im ersten Quartal des nächsten Jahres einen weiteren Nachtragshaushalt, aber insgesamt sollte der fiskalische Impuls im Jahr 2018 neutral sein. Japans Haushaltsdefizit schrumpft und kann bald klein genug sein, um das Verhältnis der Staatsverschuldung zum BIP zu stabilisieren. Dies erfordert jedoch, dass die geplante Erhöhung der Verbrauchssteuer von 8 Prozent auf 10 Prozent im Jahr 2019 nicht wieder verschoben oder gar gestrichen wird und dass das nominale Wachstum weiterhin kräftig bleibt, was als Widerspruch angesehen werden kann. Das Thema Haushaltskonsolidierung wird unter Berücksichtigung der Sozialversicherungsausgaben im nächsten Jahr und darüber hinaus wieder an Bedeutung gewinnen.

Eine straffere Geldpolitik steht noch nicht bevor

Die Bank von Japan hat den Zeitplan zur Erreichung ihres 2 Prozent Kerninflationsziels mehrmals verschoben. Es scheint, dass auch einige BoJ-Beamte Zweifel an der Erreichung dieses Ziels haben, doch diese Bedenken werden aus Glaubwürdigkeitsgründen nicht laut geäussert. Der Hauptgrund für die Kommunikation des Ziels ist der, die Inflationserwartungen zu steigern; wir sehen bei der Betrachtung von Umfrageergebnissen und aus Marktpreisen hergeleiteten Indikatoren jedoch noch keine Anzeichen dafür, dass dies geschieht. Was wir sehen ist, dass die Produzentenpreise in der Dienstleistungsbranche langsam steigen, aber das reicht nicht aus, um die Inflation anzukurbeln. Es kann

Das Mass für Japans Gesamtwachstum ist solide



Quelle: METI, Bloomberg

jedoch dazu beitragen, die Inflationserwartungen zu verlagern, da die Haushalte dazu neigen, eine höhere Inflation zu prognostizieren, sobald sie die Auswirkungen der tatsächlichen Inflation spüren.

Das Lohnwachstum bleibt trotz eines hohen Arbeitskräftemangels in einigen Branchen moderat. Es ist ein globales Phänomen, dass das Lohnwachstum nicht der angespannteren Arbeitsmarktlage entspricht. Offensichtlich tragen die Globalisierung, der technologische Fortschritt, flexible Arbeitsverträge und die Tatsache, dass mehr Frauen in den weniger gut bezahlten Altenpflege-Segmenten beschäftigt sind, zur Verschlechterung der Verhandlungsmacht der Arbeiter und Gewerkschaften bei. Die regelmäßigen Löhne nehmen um knapp 0,3 Prozent im Vergleich zum Vorjahr zu, während die Reallöhne überhaupt nicht steigen. Auch wenn das Lohnwachstum der KMUs an Dynamik gewinnt, ist es schwer zu glauben, dass die Inflation auf 2 Prozent ansteigen wird, solange das Lohnwachstum nicht über 3 Prozent ansteigt, was in den nächsten zwölf Monaten jedoch höchst unwahrscheinlich erscheint.

Kürzlich gab es aufgrund der Bemerkungen einiger BoJ-Beamter einige Spekulationen darüber, wann die Bank of Japan sich in Richtung einer Normalisierung der Politik oder einer «Ausstiegsstrategie» für ihre gegenwärtige Geldpolitik bewegen wird. Wir glauben nicht, dass sich die Geldpolitik in den nächsten zwölf Monaten erheblich ändern wird, da die BoJ ihre «Überschreitungsverpflichtung» etabliert hat, die besagt, dass es keine rasche politische Normalisierung geben wird, auch wenn das Ziel einer Inflation in Höhe von 2 Prozent erreicht werden sollte. Wir glauben, dass die BoJ ihrer Politik der Renditekurvenkontrolle weit über das Jahr 2018 hinaus folgen wird. Es besteht jedoch die Chance, dass das aktuelle Ziel von etwa 0 Prozent in der ersten Hälfte des nächsten Jahres um 25 Basispunkte angehoben werden könnte. Gleichzeitig könnte die BoJ ihre Orientierung von 80 Billionen Yen an JGB-Käufen pro Jahr aufheben. Es ist schon effektiv, in einem Tempo deutlich unter diesem Ziel zu kaufen. Wir sehen auch keine Chance, dass die negative Zinspolitik (Negative Interest Rate Policy = NIRP) erweitert wird. Im Grunde ist der Umfang der NIRP in Japan ohnehin begrenzt und die Bank of Japan zeigt Verständnis für Beschwerden von Finanzinstituten. Wenn unser Szenario sich bewährt, dürften die Divergenzen in der Geldpolitik zwischen der US-Notenbank, der EZB und der BoJ tatsächlich zu einem schwächeren Yen im Vergleich zu seinem derzeitigen Niveau von USDJPY 112 und EURJPY 128 führen. Eine drastische Abwertung

wird jedoch schwierig sein, solange die Trump-Regierung Japan unlauterer Währungsmanipulationen bezichtigt.

Vorsichtig optimistische Aussichten für japanische Aktien

In der ersten Hälfte dieses Jahres haben japanische Aktien rund die Hälfte der relativen Gewinne gegenüber globalen Aktien vom Herbst des vergangenen Jahres wieder verloren. Aus saisonaler Perspektive war die schwache Marktperformance zu Beginn des Geschäftsjahres im April eine negative Überraschung, die durch geopolitische Ereignisse hervorgerufen wurde, doch der Einbruch erwies sich als kurzlebig.

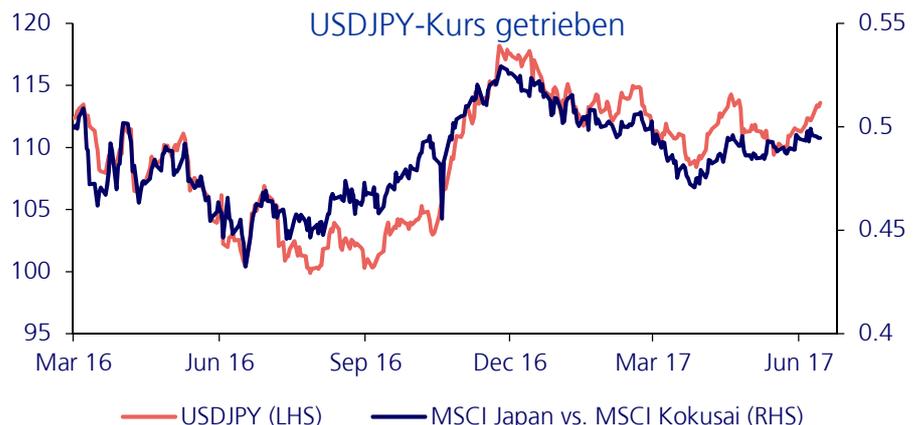
Aus fundamentaler Sicht stehen wir japanischen Aktien konstruktiv gegenüber, obwohl die Sommermonate in der Regel eine schwierige Performance-Periode darstellen. Eine Lageraufstockung dürfte dem japanischen Produktionszyklus zugutekommen, was in der Regel mit einem festen Aktienmarkt einhergeht. Die Gewinnaussichten sind günstig. Im Geschäftsjahr 2010 sanken sowohl der Umsatz als auch der wiederkehrende Gewinn leicht, aber der Nettogewinn zeigte einen guten Gewinn von mehr als 12 Prozent. Der Konsensausblick für dieses Jahr zeigt eine deutliche Trendwende bei den Umsätzen auf knapp 5 Prozent ohne Finanzwerte und knapp 15 Prozent für wiederkehrende Gewinne. Der Nettogewinn wird voraussichtlich um mehr als 10 Prozent steigen. Während Firmenschätzungen eher konservativ sind, steht dies im Einklang mit ihrem traditionell vorsichtigen Aus-

blick. Der Trend der Gewinnrevisionen hat sich stabilisiert, doch wir gehen davon aus, dass er wieder anziehen wird. Mittlerweile sind die Gewinnmarge und die Kapitalrendite der Grossunternehmen auf neue Rekordhöhen gestiegen. Die Corporate-Governance-Reform beginnt, sich in höheren Auszahlungen an die Aktionäre niederzuschlagen.

Die Wertberichtigungen auf KGV- und KBV-Basis sehen fair aus, während eine Dividendenrendite von 2 Prozent im Vergleich zu einer Rendite 10-jähriger JGB von null attraktiv ist. Die Positionierung der Anleger ist neutral. Die jüngste Merrill Lynch-Umfrage zeigt, dass globale Anleger erklären, dass sie in japanischen Aktien leicht übergewichtet sind, während andere Umfragen sogar eine untergewichtete Positionierung aufzeigen.

Während wir das positive Grundbild betonen, muss man darauf hinweisen, dass der japanische Aktienmarkt nach wie vor sehr anfällig für globale politische Risiken ist. Die Anleger neigen dazu, japanische Aktien in einem von Risikoaversion geprägten Umfeld überproportional zu verkaufen. Die relative Performance korreliert stark mit dem USDJPY-Kurs. Wenn der Yen sich nicht, wie von uns angenommen, aufgrund unterschiedlicher monetärer Lockerungszyklen in den USA, Europa und Japan wieder abschwächt, wird es schwierig für japanische Aktien, eine Outperformance zu liefern.

Relative Performance des Aktienmarkts wird durch den USDJPY-Kurs getrieben



Quelle: Bloomberg, MSCI

China

Ausblick

- Chinas Wachstum wird voraussichtlich trotz einer absichtlichen Mässigung solide bleiben.
- Der Fokus der Behörden richtet sich auf Finanzrisiken.
- Die Divergenzen des Immobilienmarktes werden voraussichtlich weiter anhalten

Implikationen

- Verschiedene Zusammensetzungen chinesischer Marktindizes werden voraussichtlich zu erheblichen Renditeabweichungen führen.
- Die stärkere Einbeziehung von «A»-Aktien in das MSCI-Indexuniversum wird langfristig verstärkte Kapitalströme aus dem Ausland fördern
- Korea sollte von günstigen Bewertungen und einer besseren Eigenkapitalrendite profitieren.

Risiken

- Kapitalabflüsse können nicht unter Kontrolle gebracht werden.
- US-Handelszölle auf breiter Basis
- Die Lust auf Reformen schwindet nach dem Parteitag der Kommunistischen Partei.

Welch einen Unterschied ein Jahr ausmachen kann

Vor etwa einem Jahr warnte die Mehrheit der China-Beobachter vor einer harten Landung, da sich die chinesischen Wirtschaftsdaten verschlechterten. Wir waren eher optimistisch und erkannten zwar eine Verlangsamung, aber nicht eine übermässige Verschlechterung der wirtschaftlichen Bedingungen. Im laufenden Jahr überstieg das Wirtschaftswachstum Chinas im ersten Halbjahr die Konsenserwartungen, was zu einer breiten Aufwertung der Wirtschaftswachstumsprognosen für das Jahr führte. Wir glauben weiterhin, dass die restriktiven Massnahmen zur Kreditverknappung und im Immobilienmarkt in der zweiten Jahreshälfte und bis ins kommende Jahr hinein belastend sein werden und gehen von einem verlangsamten Wachstum aus. Die ökonomischen Anreize, welche die Regierung durch hohe Infrastrukturinvestitionen zur Verfügung stellte, hatten positive Zweitundeneffekte, obwohl unser Ausblick für den Rest des Jahres vorsichtiger ist. Dennoch erkennen wir weiterhin keine harte Landung.

Einige Widrigkeiten werden das Wachstum verlangsamen

Seit das Politbüro der Kommunistischen Partei Chinas sich mit der Notenbank PBoC und den drei grossen Finanzaufsichtsbehörden Ende April traf, um die finanziellen Risiken an den Kapitalmärkten zu diskutieren, wurde eine Reihe von Massnahmen ergriffen, um die finanziellen Risiken einzudämmen. Wir glauben sogar, dass die Einschränkung spekulativer Geschäfte und die Verringerung der Verschuldung erforderlich sind, um ein Wiederaufleben von Geschäftsaktivitäten im Schattenbankenbereich zu bewältigen. Wir glauben aber auch, dass die Behörden ein Gleichgewicht zwischen dem Umgang mit der Verschuldung und der Vermeidung einer plötzlichen Verlangsamung der Wirtschaft finden müssen. Dies wird vor allem nach dem 19. Parteitag im Oktober dieses Jahres von Bedeutung sein, in dessen Rahmen wesentliche Positionen der Parteien umgebildet werden, darunter fünf der sieben Mitglieder des ständigen Ausschusses des Politbüros.

Wir vertrauen darauf, dass die Regierung das richtige Gleichgewicht finden wird.

Es ist offensichtlich, dass das zyklische Wachstum bereits im 2. Quartal seinen Höchststand erreicht hat, als der Caixin PMI des Fertigungssektors unter 50 fiel. Dies deutet, trotz einer Erholung im Juni, auf eine Abschwächung des Wachstums hin. Gleiches gilt für einen unserer bevorzugten zyklischen Indikatoren, den Li Keqiang Index, der Daten für die Stromproduktion, das Bahnfrachtaufkommen und die Kreditvergabe umfasst. Nach einer «V»-förmigen Erholung, die im Herbst 2015 einsetzte, zeichnet sich auch bei diesem Indikator eine Trendwende ab. Haushaltskonsolidierung, nachlassende Investitionen der Staatsunternehmen, eine Verlangsamung der Rohstoffproduktion und, auf der Konsumenten-seite, ein Einbruch der SUV-Autoverkäufe liefern einen deutlichen Beweis für die Auswirkungen strengerer politischer Vorgaben auf das zyklische Wachstum.

Die Verschärfung im Schattenbanksegment war überfällig

Chinas beträchtliche Unternehmensschulden stellen eine bedeutende Belastung zu einer Zeit dar, in der die US-Notenbank ihre Politik normalisiert. Die Entschuldung erfordert nun proaktive politische Massnahmen. Wir sehen schon die ersten ermutigenden Schritte: Unserer Ansicht nach wird die Regierung in diesem Jahr an ihren Zielen zur Reduktion für Kohle- und Stahllieferungen festhalten und diese Ziele wahrscheinlich auch auf andere Bereiche ausdehnen. Auch wenn die meisten chinesischen Schulden auf Yuan, nicht auf US-Dollar lauten, dürften die höheren US-Leitzinsen Auswirkungen über Kapitalabflüsse aus China haben. Auf die Verschuldung von Unternehmen entfällt ein Grossteil der gesamten 257 Prozent nichtfinanziellen Kredite in Relation zum BIP. Allerdings hat sich die Unternehmensverschuldung nun stabilisiert, wobei die Konjunkturerholung einen Beitrag leistet und zu verbesserten Erträgen und geringeren Schulden vor allem im Industriesektor der «Old Economy», wie dem Energiesektor oder dem

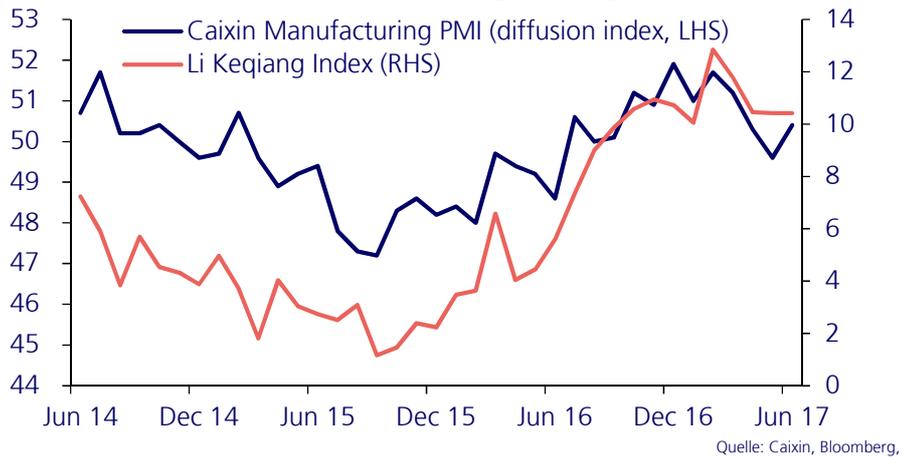
Bergbau, geführt hat. Eine solche Margenverbesserung wird in der Zukunft wahrscheinlich keinen Bestand haben, vor allem, wenn die Produzenten- und Rohstoffpreise zu sinken beginnen. Das Bekämpfen spekulativer, gehebter Aktivitäten bedarf proaktiver Gegenmassnahmen. Wir sehen bereits erste erfolgversprechende Anzeichen. Wir gehen davon aus dass die Regierung ihre Produktionskürzungsziele für Kohle und Stahl aufrechterhalten wird und vermutlich sogar auf andere Bereiche ausdehnen wird.

Die Regierung befasst sich ausserdem mit den Auswüchsen der «Schattenbanken», die kleine und mittlere Banken betreffen, die von Wealth-Management-Produkten (WMPs) dominierte Investmentfonds verkaufen. 2016 standen die WMPs nach Jahren des zweistelligen prozentualen Wachstums bei 29 Billionen RMB. Jetzt arbeiten die chinesischen Behörden mit Finanzinstituten zusammen, um die WMPs wieder in die Bilanzen zurückzudrängen und ihnen Kapital entgegenzustellen. Darüber hinaus wurden die Interbanksätze erhöht, was zu einem Anstieg der Renditen der Obligationenanleihen und einer Verschärfung der Kreditvergabebedingungen führte. Es gibt Anzeichen dafür, dass die Infrastruktur- und Immobilienbranche beeinträchtigt wird, aber die Auswirkungen auf den Rest der Wirtschaft sind bislang gering.

Den Fluss überqueren, indem man vorsichtig von Stein zu Stein tritt

Wir hoffen, dass China eine «Stop-and-go-Politik» verfolgen wird, gemäss Mao Tse Tungs berühmter Richtlinie «den Fluss überqueren, indem man vorsichtig von Stein zu Stein tritt». Sollte es Anzeichen dafür geben, dass die Realwirtschaft sich verlangsamt, werden die Behörden mehr Liquidität bereitstellen. Hingegen wird es schwierig sein, Liberalisierungsfortschritte zu erzielen, wenn diese mit einer Aufweichung von Kapital- und Währungskontrollen einhergehen. Wir denken, dass die Liberalisierung stattfinden wird, allerdings als zweiter Schritt, nachdem die aufsichtsrechtliche Regulierung ihre notwendigen Auswirkungen erfüllt hat. Inse-

Zeichen der Wachstumsverlangsamung nach dem Boom



samt interpretieren wir diese Schritte seitens verschiedener Regulierungsbehörden als notwendige koordinierte Anpassungspolitik. Während die Öffnung des Kapitalmarkts ein längerfristiges Ziel bleibt, wird die kurzfristige Regulierung versuchen, Kapitalflucht zu vermeiden. Für den Moment werden sich die Liberalisierungsmassnahmen auf die Gewinnung von ausländischem Kapital konzentrieren.

Gespaltener Immobilienmarkt

Wir glauben, dass sich die gespaltenen Immobilienmarktentwicklungen in China fortsetzen. Die restriktiven Massnahmen zeigen bereits Auswirkungen auf das überhitzte Tier-1-Segment, das sich aus Grossstädten wie Peking, Shanghai und Shenzhen zusammensetzt, sowie auf einige Städte im Tier-2-Segment. Wir gehen allerdings davon aus, dass die Immobilienpreise in kleineren Tier-3- und Tier-4-Städten weiter ansteigen. Die Behörden beabsichtigen, gezielte regulatorische Massnahmen zur Abkühlung von überhitzten Segmenten durchzuführen, was auch Beschränkungen für den Erwerb von Häusern umfasst. Die Finanzierung von Hypothekendarlehen hat in China in den letzten Jahren deutlich zugenommen, während es früher eine Tradition war, durch Bargeld finanzierte Häuser zu kaufen. Erst vor kurzem haben höhere Hypothekenzinsen und einige Vorgaben der Regulatoren Auswirkungen gezeigt. Sollte der Immobilienzyklus erwartungsgemäss reifen, gehen wir von einem straffer werdenden Umfeld für das Bankhypothekengeschäft im nächsten Jahr aus.

Hongkong, Taiwan und Korea profitieren von der Erholung des Welthandels

Hongkong dürfte von dem günstigen globalen Handelsausblick profitieren, der die von uns vorausgesehene, sanfte Abschwächung in der chinesischen Wirtschaft mehr als ausgleichen dürfte. Die Trendwende im Welthandelsvolumen via Hongkong ist von wesentlicher Bedeutung und wirkt sich auch indirekt auf die Verbraucherstimmung aus. Die Tourismusausgaben auf dem chinesischen Festland verbesserten sich nach einem schweren Rückschlag im vergangenen Jahr langsam, was an der Zahl der Touristen und der Schmuck- und Uhrenkomponente des Einzelhandels abgelesen werden kann. Hongkong muss mit anderen asiatischen und globalen Einkaufs- und Unterhaltungszielen konkurrieren. Wir sehen den immer noch boomenden Immobilienmarkt von Hongkong, der durch die Nachfrage des Festlands angeheizt wird, als das grösste Risiko für unsere positive Prognose.

Würde das Wachstum Chinas sich deutlicher verlangsamen und/oder würde die US-Notenbank grössere Zinserhöhungen vornehmen als wir erwarten, würde die Hongkong Monetary Authority wahrscheinlich die Zinsen erhöhen, um die Kopplung des HKD an den USD zu verteidigen. Auch wenn die Immobiliennachfrage des Festlandes gelegentlich zu einer niedrigen Preiselastizität neigt, denken wir, dass die inländische Erschwinglichkeit weiter sinken wird. Wir sind uns dessen bewusst, dass die Immobilienpreise Hongkongs in der Vergangenheit in beide Richtungen weit ausscherten und dass sie nach einer lang andauernden Hochstimmung keinesfalls immun gegen einen Sturz sind.

Taiwans Wirtschaft dürfte von der weltweiten Handelserholung profitieren und es scheint wahrscheinlich, dass die CBC im Laufe des nächsten Jahres anfangen wird, die Zinsen zu erhöhen. Mit 1,375 Prozent bewegt sich der Diskontsatz nahe seiner Tiefstände im Anschluss an die Lehman-Krise. Hinsichtlich der Fiskalpolitik Taiwans bleiben einige Fragen unbeantwortet, da noch unklar ist, inwieweit die Fiskalpolitik zur Finanzierung des achtjährigen Infrastrukturprogramms verschärft wird, das noch einige parlamentarische Hürden nehmen muss. Wir glauben, dass der Gesamtimpuls positiv sein dürfte, da die Produktivität von Taiwan verbessert wird.

Auch Korea profitiert von der weltweiten Handelserholung. Wir erwarten, dass die Exportvolumina sich im nächsten Jahr gut erholen werden. Dies sollte irgendwann Auswirkungen auf die inländi-

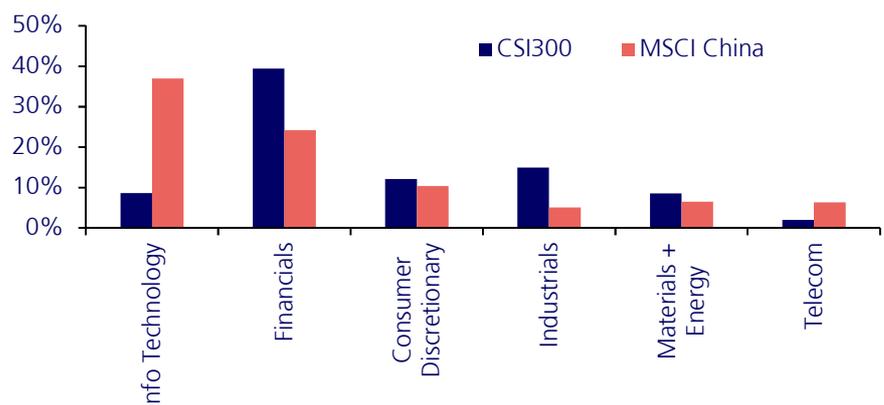
schon Kapitalausgaben und den Konsum der privaten Haushalte haben, die noch immer zurückhinken. Glücklicherweise hat das Wachstum der Haushaltsschulden infolge makroprudentieller Massnahmen begonnen abzunehmen, obwohl die Haushaltsschulden auch weiterhin das Damoklesschwert für die koreanische Wirtschaft darstellen. Die Haushalte müssen ihre Bilanzen radikaler abbauen. Der Bausektor ist solide, doch das Wachstum dürfte im nächsten Jahr nachlassen. Auf der anderen Seite sollten die Anlageninvestitionen der Unternehmen nach dem grossen Rückschlag im vergangenen Jahr steigen, da die Erholung der Exporte zur Verbesserung der Kapazitätsauslastung beiträgt. Wir erwarten zwar keinen grossen fiskalischen Schub, glauben aber, dass es zu früh für Spekulationen über Leitzinserhöhungen der Bank of Korea in diesem Jahr ist.

Achten Sie auf Diskrepanzen bei chinesischen Aktienindizes

Die Prognose des chinesischen Aktienmarktes hängt sehr davon ab, auf welchen Index man sich bezieht. A»-Aktien, die in Shanghai und Shenzhen (CSI300-Index) gehandelt werden, sind das Spielfeld für inländische Anleger, während «H»-Aktien, die in Hongkong (HSCEI-Index) kotiert sind, für globale Anleger verfügbar sind. «Das Segment der «A»-Aktien hat sich durch verschiedene «Connect»-Initiativen internationalen Anlegern gegenüber bis zu einem gewissen Grad geöffnet, obwohl Ausländer auch weiterhin marginale Akteure sind. Wir konzentrieren uns auf den MSCI China Index, der in erster Linie von Internet-bezogenen Aktien dominiert wird, darunter zahlreiche in den USA kotierte ADR, gefolgt von Banken und Versicherungen. IT-, finanz- und Internet-bezogene Aktien im Konsumgütersektor machen etwa zwei Drittel der Kapitalisierung des MSCI China Index aus. Daher ist eine Sektor- und Unternehmensanalyse notwendig, um diesen Index zu prognostizieren. Während wir anerkennen, dass Internet-bezogene Aktien Vertreter einiger Teile des viel gefeierten «neuen» China sind, sind diese Segmente auch anfällig für einen Hype.

Auf einer relativen Bewertungsbasis sieht der MSCI Korea trotz des 50%igen Anstiegs seit dem zyklischen Tief im August 2015 immer noch attraktiv aus, da sich die Eigenkapitalrendite voraussichtlich weiter verbessern wird. Allerdings erfordert die Zusammensetzung des Index auch besondere Aufmerksamkeit, da ein einziges Technologieunternehmen, Samsung Electronics, ein Drittel der Marktkapitalisierung des Index auf sich vereint.

Sektorengewichtung (%) bedeutender China-Indizes



Quelle: MSCI, Bloomberg

ASEAN und Indien

Ausblick

- Die zyklische Erholung hat noch Spielraum nach oben, unterstützt durch einen synchronisierten Anstieg der Infrastrukturinvestitionen
- Wir erwarten ein kräftigeres Wachstum in Malaysia und in Indonesien sowie eine «V-förmige» Erholung in Indien
- Die Abhängigkeit des ASEAN-Raums von China als Handelspartner und Finanzierungsquelle wird sich wahrscheinlich erhöhen

Implikationen

- Günstige finanzielle Bedingungen, eine Verbesserung der Anlegerstimmung und steigende Gewinne dürften asiatischen Aktien zugutekommen.
- Wir erwarten dank der besseren Margen, des gestiegenen Kapitalumschlags und einer geringeren Verschuldung eine weitere Erholung der Gewinne.
- Bei den festverzinslichen Anlagen sollten hochrentierliche Anlagen eine Outperformance erzielen, während ertragschwache Anlagen im Jahr 2018 durch weitere Zinserhöhungen der US-Notenbank unter Druck geraten könnten

Risiken

- Die fiskalischen Bedingungen verschärfen sich in China, während die US-Notenbank ihre Geldpolitik normalisiert, was sich störend auf andere asiatische Volkswirtschaften auswirkt.
- Die zyklische Erholung im Handel lässt nach und das Exportwachstum kollabiert.
- Die Regierungen in der ASEAN-Region und in Indien können ihre strukturellen Reformagenden nicht umsetzen.

Mehr Raum für Exportwachstum

Der Welthandel erholte sich im zweiten Halbjahr 2016, wovon Nordasien und ASEAN profitierten. Halbleiter- und Technologieprodukte waren die Haupttreiber des Handelswachstums. Eine Kombination aus wachsender globaler Nachfrage und erschöpften Lagerbeständen hat zu gestiegenem Exportvolumen und höheren Preisen geführt. In jüngster Vergangenheit scheint die Dynamik allerdings an Kraft zu verlieren. Wir gehen davon aus, dass das Exportwachstum sich verlangsamen, aber nicht zusammenbrechen wird, da die technologische Innovation und die Endkundennachfrage weiterhin stark sind.

Die Nachfrage nach Technologien und Rohstoffen wird von China angeführt, wobei auch die USA, Europa und Japan einen Beitrag leisten. Eine deutliche Verlangsamung des chinesischen Wachstums würde ASEAN sicherlich beeinflussen, doch das ist nicht unser Basisszenario. Wir sehen, dass China seine Reformen reibungslos durchführt. Wir sind uns bewusst, dass China im Zuge der Entschuldung vor einer grossen Herausforderung steht, da die Normalisierung der US-Notenbank Druck über den Kapitalabfluss erzeugt.

Globale und lokale Investitionen sollen helfen

Entwickelte Märkte erleben eine Erholung der Unternehmensinvestitionen, da globale Maschinenaufträge vor allem aus den USA und Japan ansteigen. Asiens Lieferkette dürfte von diesem Trend profitieren, obwohl die Dauer dieser Erholung schwer zu beurteilen ist. Wir gehen davon aus, dass Investitionen im Inland dank der Durchführung umfangreicher Infrastrukturprogramme in den Philippinen, Indonesien, Malaysia und Thailand eine Talsohle erreicht haben. Diese stehen dort im Mittelpunkt der politischen Agenda. Die Regierungen werden voraussichtlich die zusätzlichen Steuereinnahmen aus einem stärkeren Wirtschaftswachstum nutzen, um Infrastrukturinvestitionen zu finanzieren. Parallel dazu wird die finanzielle Unterstützung aus China wahrscheinlich zunehmen. Im ersten Quartal erhol-

ten Malaysia und Indonesien je netto ~1 Milliarde US-Dollar Direktinvestition aus China. Wir erwarten nicht, dass die jüngste Verschärfung der chinesischen Kapitalflussregulierung des Auswirkungen auf ausländische Direktinvestitionen haben wird, da diese nicht als «spekulative» Zuflüsse gelten. Die von China geführten Strukturreformen kommen ASEAN zugute: Die Behörden sind bestrebt, überschüssige Produktionskapazitäten aus China in den Rest Asiens zu exportieren, indem sie chinesische Unternehmen anregen, grosse Projekte im Ausland zu übernehmen.

Die landwirtschaftliche Produktion erholt sich

Mit Blick auf die zweite Säule des jüngsten Exportbooms, Rohstoffe, haben wir einen eher unsicheren Ausblick. Abgesehen von indonesischer Kohle werden die wichtigsten im ASEAN-Raum produzierten Rohstoffe von globalen Kräften des Angebots und der Nachfrage angetrieben und sind weniger abhängig von China. Die Produktionsvolumina normalisierten sich im ersten Halbjahr nach den schlechten Witterungsbedingungen im Jahr 2016, was sich in höheren landwirtschaftlichen Einnahmen zeigte und zu einem Multiplikatoreffekt beim Konsum führte. Im Ausblick werden die Rohstoffpreise voraussichtlich weiter nachgeben, aber die zukünftigen Produktionsmengen dürften von den guten Wetterbedingungen profitieren. Als der einzige Nettoölexporteur in der Region dürfte Malaysia schwächere Realaustauschverhältnisse erfahren.

Den Puffer der Devisenreserven aufbauen

Handelseinnahmen haben die Devisenreserven im gesamten ASEAN-Raum erhöht. Indonesien erlebte ein starkes Wachstum und brachte die Devisenreserven auf ein Allzeithoch. Dazu hat auch die Erholung der ausländischen Portfoliozuflüsse in Staatsanleihen und Aktien der Schwellenländer beigetragen. Durch die höheren Devisenreserven haben die ASEAN-Zentralbanken eine Reserve, wenn die US-Notenbank ihre Politik normalisiert.

Die meisten Zentralbanken warten weiter ab

Die ASEAN-Zentralbanken sehen das Wachstum nun positiver und sind vorsichtiger hinsichtlich der Inflation. Sofern man die Basiseffekte der Gesamtinflation aussen vor lässt, muss man feststellen, dass die Kerninflation auf den Philippinen und in Malaysia deutlich zunimmt. Wir gehen davon aus, dass die Produktionslücke auf den Philippinen geringfügig positiv ist und in Malaysia geschlossen wird. In den kommenden zwölf Monaten erwarten wir eine Zinserhöhung auf den Philippinen und einen Umschwung in Richtung einer aggressiveren Rhetorik in Malaysia. Die anderen Zentralbanken in der Region werden wahrscheinlich weiter abwarten.

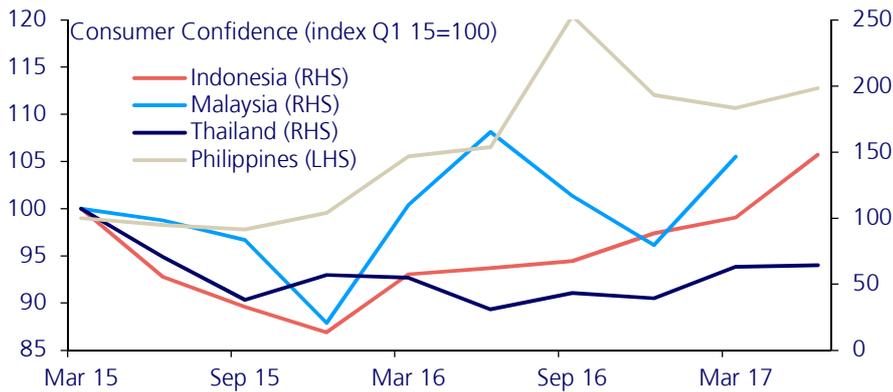
Neutrale finanzielle Bedingungen für festverzinsliche Anlagen

Reichlich Liquidität, ein schwächerer Dollar und verhaltene G3-Anleiherenditen begünstigten asiatische festverzinsliche Anlagen. Im kommenden Jahr dürften die Liquiditätsbedingungen für hochrentierliche Anlagen wie indonesische Staatsanleihen positiv bleiben. Ertragschwache Anlagen könnten vor einer grösseren Herausforderung stehen, wenn die US-Notenbank 2018 bei ihrem Zeitplan für Zinserhöhungen bleibt (was an den Märkten noch nicht in den Kursen eingepreist ist). Wir nehmen an, dass der Trend des U.S. Dollar Index (DXY) sich, abgesehen von kurzfristigen Schwankungen, umgedreht hat. Dies dürfte, ebenso wie eine stabile Nachfrage aus China, hilfreich sein.

Mehr Rückenwind für asiatische Aktien

Asiatische Aktien profitieren weiterhin von attraktiven Bewertungen im Vergleich zu historischen Durchschnittswerten und den Bewertungen der entwickelten Märkte. Globale Fonds haben ihr Engagement in asiatischen Schwellenländern erhöht, bleiben aber unter den Benchmark-Gewichtungen. Zu diesen unterstützenden Voraussetzungen fügen wir grundlegende Treiber hinzu: Das Gewinnwachstum für Aktien aus asiatischen Schwellenländern hat im ersten Quartal nach Jahren einer schwacher

Konsumenten in der ASEAN-Region schöpfen mehr Vertrauen



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg (zweites Quartal 2017 Stand Mai 2017 mit Ausnahme von Malaysia wo n/a)

Performance seine Talsohle erreicht. Bessere Prognosen werden durch die tatsächlichen Verbesserungen bei den realisierten Gewinnen und den Eigenkapitalrenditen bestätigt. Die Verbesserungen der Eigenkapitalrenditen werden durch eine gesunde Kombination aus besseren Betriebsmargen, höherem Kapitalumschlag und niedrigerer Verschuldung angetrieben. Unter den ASEAN-Aktienmärkten gefällt uns Singapur, wo die Gewinne eine Talsohle erreicht haben und die Bewertungen billig bleiben. Malaysia dürfte von einem stärkeren Wirtschaftswachstum profitieren. In Indonesien ist das Gewinnwachstum stabil, doch die Positionierung ist zu hoch. Ein positiver Katalysator, wie etwa ein Anstieg der Infrastrukturausgaben, würde helfen. Die Gewinne in Indien stehen unter dem Einfluss des Schocks durch die Geldentwertung und der anhaltenden Belastungen durch notleidender Aktiva, was zu hohen Bewertungen führt. Die Wirtschaft dürfte sich im zweiten Halbjahr erholen und die Gewinne dürften bis Ende des Jahres und im nächsten Jahr folgen.

Indien ist auf dem richtigen Weg für einen soliden Anstieg im zweiten Halbjahr

Durch die Geldentwertung entfielen ein paar Dezimalstellen des Wachstums des BIP im ersten Quartal, aber hochfrequente Indikatoren deuten bereits auf eine deutliche Erholung sowohl in der ländlichen als auch in der städtischen Nachfrage hin. Die Geldentwertung hat die Kreditzinsen gesenkt, was Konsumentenkrediten wahrscheinlich Auftrieb verleiht. Indien profitiert auch von der konsequenten fiskalpolitischen Fokussierung auf die pro-ländlichen und Sozialausgaben. Die BJP hat nach dem Erdrutschsieg in Uttar Pradesh politische Macht gewonnen, und die Reformen sind in einem guten Rhythmus abgelaufen. Die Regierung hat vor kurzem eine Verordnung erlassen, welche die Notenbank RBI ermächtigt, Insolvenzprozesse zu initiieren und zu verwalten sowie Banken zu rekaptalisieren. Wenn der Gesetzesentwurf vom Senat in diesem Sommer genehmigt wird, wird das einen grossen Schritt vorwärts darstellen, da notleidende Anlagen privaten Investitionen lange im Wege standen. Wir begrüßen diese Reformen, bleiben aber vorsichtig hinsichtlich ihrer Durchführung. Wir freuen uns darauf, dass noch Reformen verabschiedet werden, vor allem um den strukturellen Abwärtstrend der offiziellen Beschäftigung zu bewältigen. In Bezug auf die Geldpolitik scheint das Ziel der RBI von 4 Prozent Verbraucherpreis-inflation erreichbar zu sein. Obwohl wir in diesem Sommer das Risiko einer weiteren Zinssenkung sehen, ist dies nicht unser Basisszenario. Unternehmensanlei-

hen wurden bereits günstiger und notleidender Anlagen, nicht hohe Zinsen, sind die grössten Hindernisse für das Kreditwachstum.

Indonesien dürfte die Schwäche des ersten Quartals abschütteln

Nach einem belebten Jahr 2016, das durch den Anstoss für strukturelle Reformen und einen Sprung von 15 Plätzen in der letzten Umfrage zum Investitionsklima gekennzeichnet ist, scheint 2017 gemässiger begonnen zu haben. Dennoch hat sich die Regierung auf die Umsetzungsphase der Reformen konzentriert: so etwa die Erfolge der Steueramnestie und die Steigerung der Effizienz der Steuererhebungsprozesse. Die ersten Zahlen sind vielversprechend: Die Steuereinnahmen sind im ersten Quartal um 16 Prozent im Vergleich zum Vorjahr gestiegen (vs. -12 Prozent im vierten Quartal 2016). Die Infrastrukturausgaben, die andere Priorität der Regierung, dürften in diesem Jahr nach einem schwachen ersten Quartal an Zugkraft gewinnen. Wir sehen auch eine Erholung des Verbrauchervertrauens, was Gutes für den Konsum verheisst. Das Kreditwachstum hat sich jedoch nicht beschleunigt. Wir denken, dass einige Fortschritte bei der Regulierung notleidender Anlagen in diesem Jahr helfen dürften. Wir sehen, dass Indonesien dank des grossen Potenzials des heimischen Marktes weiterhin ausländische Direktinvestitionen (FDI) aus Japan und China anzieht. Politische Risiken bleiben nach der Wahl in Jakarta weiterhin akut, aber wir erwarten nicht, dass die bevorstehenden Gouverneurswahlen die Reformen zu Fall bringen. Tatsächlich profitiert Präsident Jokowi weiterhin von einer starken populären und politischen Unterstützung.

Malaysia: In einem zyklischen Aufschwung

Malaysia erlebt eine starke zyklische Erholung im Bereich der Rohstoffe (Palmöl, Flüssigerdgas) und der Elektronikexporte. Diese haben die Erträge aus Steuereinnahmen, die landwirtschaftlichen Gewinnen und die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe gesteigert. Wie bereits erwähnt, gehen wir davon aus, dass diese Dynamik vor allem im verarbeitenden Gewerbe weiter anhält. Unser Vertrauen in die Nachhaltigkeit des Wachstums beruht vor allem auf der positiven Wendung, die wir in der Inlandsnachfrage erleben. Erstens beschleunigt sich das Konsumwachstum und die Haushalte entschulden sich. Zweitens werden die Ausgaben für die Infrastruktur weiter Fahrt aufnehmen; für die nächsten zehn Jahre sind rund 400 Milliarden MYR (~30 Prozent des BIP) für Infrastrukturprojekte eingeplant. Die Finanzierung aus China wird sich wahrscheinlich erhöhen. Auf der Devisenseite dürfte die jüngste Liberalisierung des Onshore-Hedging dazu beitragen, dass der MYR seinen Verlust nach den Wahlen in den USA wieder wettmacht. Die Devisenreserven sind ebenfalls gestiegen, müssen jedoch noch mehr zulegen, um die Auslandsverschuldung zu senken. An der politischen Front wird die nächste Parlamentswahl wahrscheinlich bald abgehalten werden, und Premierminister Najib ist gut positioniert, um ein weiteres Mandat zu gewinnen.

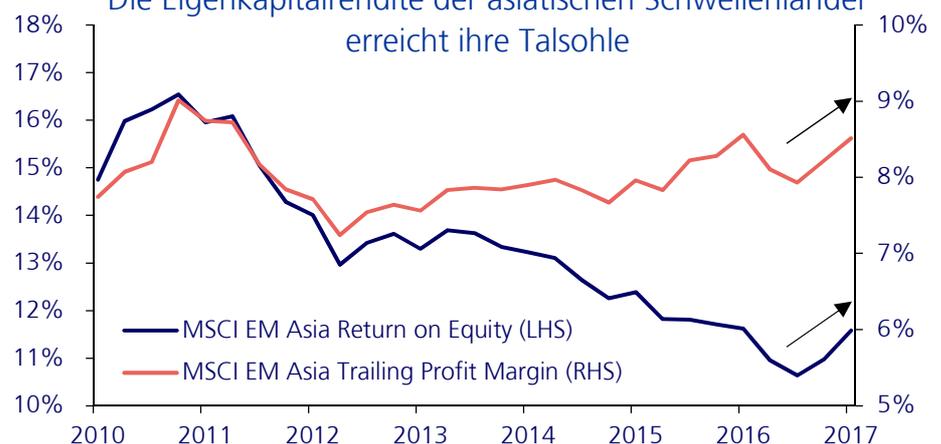
Singapur, die Philippinen und Thailand

Die Wirtschaft in Singapur ist stark dem zyklischen Wachstum ausgesetzt, das sich in unserem Basisfall fortsetzen dürfte. Die Haushalte des Stadtstaates kämpfen jedoch mit einem schwächeren Arbeitsmarkt. Ein positiver Schock könnte aus unserer Sicht aus einer weiteren Erleichterung des Hypothekenreglements kommen.

Die Philippinen werden wahrscheinlich ihren Status als die Star-Wirtschaft im ASEAN-Raum behalten, da sich bei der Inlandsnachfrage keine Anzeichen für Stagnation zeigen. Präsident Duterte's Zustimmungquoten sind trotz einer teilweise umstrittenen Politik hoch. Die Regierung konzentriert sich darauf, den einfacheren Haushalten zu helfen, was für das Wachstum positiv ist.

In Thailand ist die königliche Nachfolge reibungslos verlaufen, doch politische Spannungen könnten wieder auftauchen, wenn im Laufe des Jahres 2018 Parlamentswahlen durchgeführt werden. Wir bleiben in unserem Ausblick vorsichtig, erkennen aber die Fortschritte bei den Infrastrukturausgaben sowie die Verbesserung des Konsumklimas an.

Die Eigenkapitalrendite der asiatischen Schwellenländer erreicht ihre Talsohle



Quelle: Bloomberg

Australien

Ausblick

- Die Bergbaupreise und Realaustauschverhältnisse werden das hohe Niveau des 1. Halbjahrs 2017 wohl kaum halten
- Der Anstieg der Wohnimmobilienpreise schwächt sich ab, da makroprudenzielle Massnahmen zu greifen beginnen
- Unternehmensinvestitionen, einschliesslich Investitionen in den Bergbau, und Lohnwachstum erholen sich dennoch

Implikationen

- Das verhaltene Angebot an Staatsanleihen und die schwachen Inflationskräfte dürften die Renditen begrenzen
- Niedrigere Realaustauschverhältnisse und eine geringere Differenz zu den Zinssätzen in den USA dürften dem australischen Dollar Grenzen setzen
- Das Gewinnwachstum dürfte sich gegen Ende des Jahres und im nächsten Jahr abschwächen

Risiken

- Das Lohnwachstum erholt sich nicht und drückt das Haushaltseinkommen weiter
- Die Immobilienmärkte kühlen schneller ab als erwartet
- China begeht einen politischen Fehler bei der Entschuldung

Geringere Nachfrage nach Eisenerz aus China

Die Eisenerzpreise sind seit 2016 gestiegen, bevor sie vor ein paar Monaten stark einbrachen, und die chinesischen Lager wurden aufgefüllt. Weil Ressourcen 65 Prozent der Exporte Australiens ausmachen, hat der jüngste Anstieg der Rohstoffpreise die Realaustauschverhältnisse und das Nationaleinkommen gestärkt. Mit ~30 Prozent entfällt auf Eisenerz der Löwenanteil der Ressourcenexporte, vor metallurgischer Kohle (~15 Prozent) und Flüssigerdgas (~10 Prozent). Wir stehen Eisenerz nun weniger positiv gegenüber, da die Treiber, die höhere Preise ausgelöst haben, nachzulassen scheinen. China, auf das mehr als 60 Prozent der weltweiten Eisenerzimporte entfallen, hat seine Lagerbestände aufgefüllt. Darüber hinaus dürften sich die inländischen Investitionen Chinas in Infrastruktur und Immobilien 2018 nicht beschleunigen, was die Einfuhr von Eisenerz beschränken dürfte. Wir haben jedoch mehrere Aufwärtsrisiken für die Eisenerzpreise identifiziert. China ist nach wie vor bestrebt, das inländische Angebot zu senken und wird die Geldpolitik voraussichtlich nicht so weit verschärfen, dass es zu einer starken Abschwächung seiner Wirtschaft kommt. Zudem beobachten wir einen Anstieg der steuerfinanzierten Investitionen im ASEAN-Raum, wo die Regierungen mehrjährige Infrastrukturprojekte in Angriff nehmen.

Investitionen in den Bergbau stabilisieren sich

Was Kohle anbelangt, wird Wirbelsturm Debbie die Exportvolumen 2017 wahrscheinlich um ~10 Prozent reduzieren. Die Preise dürften schrittweise fallen, wenn neue Verträge unterzeichnet werden. Die Aussichten für Flüssigerdgaslieferungen sind gut: Australien steigert die Produktion von Flüssigerdgas, um 20 Prozent der weltweiten Kapazitäten zu erreichen. Die Preise für Flüssigerdgas folgen mit Verzögerung denen der Ölpreise und dürften sich daher in den kommenden Monaten leicht abschwächen. Wir sehen angesichts der Aussichten für Rohstoffexporte im Jahr 2017 und im ersten Halbjahr 2018 eine leicht positive Handelsbilanz für Australien.

Im ersten Quartal haben Investitionen in den Bergbau zum ersten Mal in drei Jahren zugenommen. Die Explorationskosten der Bergbauunternehmen sind ebenfalls gestiegen. Es ist noch zu früh, um auf einen beginnenden Aufschwung der Investitionen im Bergbau zu schliessen. Die Wende bei den Metallpreisen unterstützt dieses Szenario nicht, aber wir werden zukünftige Investitionsdaten dennoch beobachten, um zu ergründen, ob der Trend aufrechterhalten bleibt.

Höhere Unternehmens- und Infrastrukturinvestitionen

Der Dienstleistungssektor macht 70 Prozent des BIP in Australien aus und stellt damit den Bergbau in den Schatten. Das Wachstum der Dienstleistungsexporte war solide und wird voraussichtlich weiter ansteigen. Australien verfügt in der Tat über die erforderlichen Kompetenzen und Ressourcen, um die boomende strukturelle Nachfrage in den Bereichen Gesundheit, Bildung und Tourismus zu befriedigen. Die Nachfrage aus China dürfte trotz der jüngsten politischen Turbulenzen um die Anti-Einwanderungspolitik weiter ansteigen. Darüber hinaus steigen die geplanten Investitionen ausserhalb des Bergbaus. Daher könnten wir an einem Wendepunkt für Geschäftsinvestitionen stehen. 2018 wird es ausserdem zu einer Beschleunigung der Infrastrukturausgaben kommen: von ~5 Milliarden australischen Dollar im Jahr 2017 auf ~10 Milliarden im Jahr 2018, bei geplanten Gesamtausgaben von ~75 Milliarden verteilt auf die nächsten zehn Jahre. Insgesamt befindet sich das Geschäftsklima auf historisch hohem Niveau, die Kapazitätsauslastung steigt, und die geplanten Personaleinstellungen nehmen zu. Harte Daten blieben bisher vor allem hinsichtlich der Beschäftigung hinter weichen Daten zurück, doch wir rechnen damit, dass sich dies ändern wird.

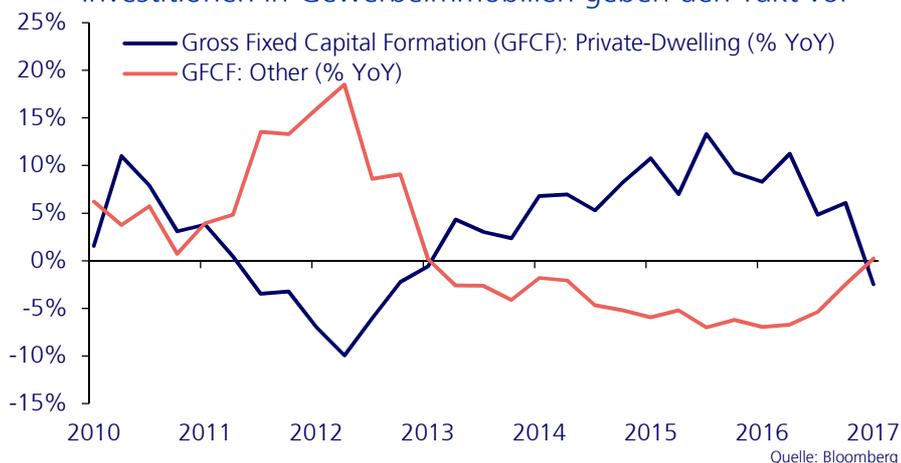
Der Arbeitsmarkt verschärft sich

Die Arbeitslosenquote stagniert seit Jahren zwischen 5,5 Prozent und 6 Prozent, aber die Schaffung von Arbeitsplätzen hat zuletzt an

Geschwindigkeit zugelegt. Der Zuwachs an Vollzeit-arbeitsplätzen liegt 2017 bei ~37'000 pro Monat. Zukunftsgerichtete Indikatoren wie Stellenausschreibungen und Geschäftsklima weisen auf ein weiteres Beschäftigungswachstum hin. Wir beobachten, dass die Bergbaustaaten Queensland und Westaustralien, die unter den höchsten Arbeitslosenquoten im Land litten, wieder ein positives Beschäftigungswachstum verzeichnen. Wenn wir den Anstieg in der Beschäftigung in den Bergbaustaaten mit der Stabilisierung der Investitionen im Bergbau in Verbindung bringen, können wir ableiten, dass letztere ihren Tiefpunkt überwunden haben. Es ist noch zu früh, um von einem Aufschwung des Bergbaus zu sprechen, aber der negative Beitrag der Bergbauinvestitionen zum Wirtschaftswachstum ist wahrscheinlich zu Ende.

Der Arbeitsmarkt gewinnt ein wenig an Stärke, aber warum beschleunigt sich das Lohnwachstum nicht? Wir haben drei Hindernisse für ein schnelleres Lohnwachstum identifiziert. Erstens kam die jüngste Zunahme des Nationaleinkommens den Aktionären zugute und nicht den Beschäftigten. Im ersten Quartal sind die Unternehmensgewinne im Vergleich zum Vorjahr um 40 Prozent gestiegen, wobei die Gewinne im Bergbau um 113 Prozent wuchsen und die Gewinne ausserhalb des Bergbausektors um 17 Prozent. Gleichzeitig stiegen die Löhne und Gehälter um magere 0,9 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Zweitens besteht auf dem Arbeitsmarkt viel Spielraum. Die Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden erreichte einen mehrjährigen Tiefstand, obwohl sie in letzter Zeit wieder gestiegen ist. Dem australischen Amt für Statistik zufolge sind 30 Prozent der Teilzeitbeschäftigten unterbeschäftigt. Der dritte Grund für das stagnierende Lohnwachstum ist unserer Ansicht nach, dass die jüngsten wirtschaftlichen Verbesserungen Zeit brauchen, um sich in Vollzeitbeschäftigung und Lohnerhöhungen niederzuschlagen. Dennoch dürfte die Talsohle des Lohnwachstums überwunden sein: Die jüngste Erhöhung des Mindestlohns um 3,3 Prozent im Vergleich zum Vorjahr ist ermutigend. Ausserdem steigen die Geschäftsklimaindikatoren für Lohn

Investitionen in Gewerbeimmobilien geben den Takt vor



und Beschäftigung. Wir weisen darauf hin, dass angesichts der bestehenden Flaute jeglicher Anstieg des Lohnwachstums nur schrittweise stattfinden wird. Der Arbeitsmarkt steht ausserdem vor einem Abwärtsrisiko im Zusammenhang mit der Abkühlung des Immobilienmarkts.

In Richtung eines langsameren Anstiegs der Immobilienpreise

Zukunftsweisende Indikatoren wie die Anzahl der Baugenehmigungen sind rückläufig. Vor kurzem hat sich das Immobilienpreiswachstum in Melbourne und Sydney, den beiden heissesten Segmenten im australischen Immobilienmarkt, etwas verlangsamt. Allerdings hat die Widerstandsfähigkeit des Immobilienmarkts immer wieder überrascht. So schien es 2015 und 2016, als würden die Preise einbrechen, doch dann stiegen sie im zweiten Halbjahr 2016 aber stark an.

Was ist diesmal anders? Der Anstieg der Wohnimmobilienpreise im zweiten Halbjahr 2016 war das Ergebnis einer weiteren geldpolitischen Lockerung durch die Zentralbank (RBA). Heute hat sich die Strategie der Zentralbank geändert: Ihre primäre Sorge gilt nun der Eindämmung der Haushaltsschulden, die sich ~190 Prozent des verfügbaren Einkommens der Haushalte nähern. Weitere Leitzinssenkungen erscheinen daher unwahrscheinlich.

Darüber hinaus wird eine weitere Runde restriktiver Massnahmen für Hypotheken wahrscheinlich Auswirkungen auf den Wohnungsmarkt haben. Der Anteil der neuen Kredite, die eine Bank als endfällige Hypotheken ausgeben kann, ist nun auf 30 Prozent der gesamten neuen Kredite beschränkt. Derzeit haben die grossen australischen Banken ~40 Prozent ihres Hypothekenbestands auf endfällige Hypotheken verteilt. Auch der Bundeshaushalt hat eine sanktionierende Haltung gegenüber ausländischen spekulativen Investitionen in australische Immobilien angenommen. Weitere Massnahmen in Bezug auf zusätzliches Kapital, das von Banken gegen Hypotheken gebucht werden soll, sind ebenfalls in Planung. Der wesentliche Belastungsfaktor für Immobilieninvestitionen ist aus unserer Sicht der jüngste Anstieg der variablen Hypothekenzinsen. Die vier wichtigsten australischen Banken haben im laufenden Jahr die Hypothekenzinsen für Investitionsdarlehen um ~25 Basispunkte und den tilgungsfreien Anteil der Kredite zum Erwerb von Wohneigentum um ~18 Basispunkte erhöht. Für australische Haushalte mit einer Hypothek entspricht dies einer Zinserhöhung von 12 bis 15 Basispunkten. Basierend auf Sensitivitätsberechnungen durch die

RBA schätzen wir, dass ein Anstieg der Hypothekenzinssätze um 12 bis 15 Basispunkte das Konsumwachstum um 5 Basispunkte verringern könnte.

Überzogener Pessimismus ist dennoch nicht angebracht. Die Wohnimmobilienpreise steigen und die Nachfrage ist vor allem in Sydney und Melbourne immer noch sehr hoch (obwohl der Anstieg der chinesischen Nachfrage Anzeichen einer Verlangsamung aufweist). Wir gehen nicht von einem Preiseinbruch aus, sondern vielmehr von einem verlangsamten Wachstum. Auf der aufsichtsrechtlichen Seite müssen wir hervorheben, dass Haushalte, die Hypotheken halten, auch ein hohes Mass an Barbeständen in Verrechnungskonten aufweisen, die gleichbedeutend sind mit ~2,5 Jahren planmässiger Tilgungen. Auch die Kapitalquoten der Grossbanken wurden verstärkt, um den internationalen Regulierungsstandards zu entsprechen. In Bezug auf den Wohnungsmarkt ist das Hauptrisiko daher wirtschaftlicher und nicht aufsichtsrechtlicher Art.

Zusammenfassung der Ergebnisse

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass der Beitrag der Wohnimmobilien zum Wachstum nachlässt, aber durch Geschäftsinvestitionen ersetzt wird. Weitere Zinssenkungen durch die RBA sind zwar unwahrscheinlich, aber das aktuelle Zinsniveau (Hypothekenzinsen ausgenommen) wird niedrig bleiben, wenn die RBA wie von uns vorausgesagt an ihrer Haltung festhält. Der Konsument befindet sich angesichts der negativen Auswirkungen von strafferen Hypothekenzinsen und einer höheren kostengetriebenen Inflation in einer schwierigen Situation.

Entscheidend ist daher, dass das Lohnwachstum sich erholt, und wir denken, dass dies der Fall sein wird.

Unser Blick auf die Finanzmärkte

Mit Blick auf australische Staatsanleihen dürfte das geringere Angebot 2017 und 2018 die Renditen begrenzen. Eine positive Überraschung könnte von einem plötzlichen Anstieg des Wirtschaftswachstums und der Inflation ausgehen, wenn beispielsweise die Investitionen stark ansteigen und die Straffung des Arbeitsmarkts schneller als erwartet eintritt.

Der australische Dollar wird wahrscheinlich mit mehreren Hindernissen zu kämpfen haben: Ein zurückgehendes Zinsgefälle gegenüber den USA und unerfreuliche Aussichten für Basismetallpreise. Da die oben genannten Faktoren aber bereits teilweise im Kurs berücksichtigt sind, sehen wir trotzdem kein grosses Abwärtspotenzial für den australischen Dollar.

Gegenüber Aktien nehmen wir eine vorsichtigere Haltung ein. Die grosse Trendwende in den Bergbaumargen liegt bereits hinter uns und angesichts der aktuellen Rohstoffpreise gibt es wenig Aufwärtspotenzial. Eine positive Überraschung würde von einer potenziellen Beschleunigung der globalen Fiskalpolitik kommen, die eine stärkere Nachfrage nach australischen Bergbauexporten erzeugen würde. Abgesehen von Grundstoffen (~15 Prozent) haben Finanztitel einen grossen Anteil am MSCI Australia Index (~42 Prozent). Die folgenden Faktoren werden wahrscheinlich die Rentabilität der wichtigsten australischen Banken belasten: eine neue Abgabe von 6 Basispunkten auf Bankverbindlichkeiten und strengere regulatorische Rahmenbedingungen für die Hypothekenvergabe. Dies rechtfertigt unsere moderaten Erwartungen hinsichtlich des Gewinnwachstums für den MSCI Australia.

Gewinnerwartungen sind ins Stocken geraten



Lateinamerika

Ausblick

- Die Region kehrt zum Wachstum zurück, ist jedoch im Vorfeld einer vollen politischen Agenda anfällig
- Mexikos steuerliche und monetäre Verschärfung wird das Wachstum beeinträchtigen
- Chile befindet sich nach Jahren schwachen Wirtschaftswachstums an einem Scheideweg

Implikationen

- Die NAFTA-Neuverhandlung wird für Mexiko bei einer sich verlangsamenden Wirtschaft kritisch sein
- Die chilenische Wirtschaft braucht einen positiven Impuls durch die Präsidentschaftswahlen im November
- Die argentinische Wirtschaft dürfte vor den wichtigen Halbzeitwahlen wachsen

Risiken

- Für Mexiko: eine weniger vorteilhafte NAFTA-Neuverhandlung mit der neuen US-Regierung
- Für Argentinien: Misserfolg der Regierungspartei bei den Wahlen
- Für die Region: Strukturreformen für Wachstum und bessere politische Entscheide sind erforderlich

Mexiko: Viel Lärm um nichts?

Nach dem Sieg des US-Präsidenten Donald Trump verzeichnete die US-Wirtschaft einen starken Anstieg der Stimmungsindizes, es mangelte jedoch an harten Konjunkturdaten. In Mexiko konnten wir genau das Gegenteil beobachten: Es gab einen dramatischen Einbruch der Stimmungsindizes, während harte Konjunkturdaten trotz der Handelsrhetorik der USA eine erstaunliche Widerstandsfähigkeit aufwiesen.

Dennoch erwarten wir, dass die Wirtschaft einen Teil ihrer Dynamik verliert, da sie sich der Kombination aus restriktiver Fiskalpolitik und geldpolitischer Verschärfung stellen muss, um die Inflationserwartungen einzudämmen. Wir bleiben vorsichtig und prognostizieren für 2017 ein Wachstum von 1,7 Prozent beim BIP, mit einem höheren Tempo im folgenden Jahr.

Angesichts einer potenziellen Herabstufung des Ratings spannt die Regierung durch eine Senkung der Ausgaben den fiskalpolitischen Gürtel noch enger, mit der Zielsetzung, zum ersten Mal seit einem Jahrzehnt einen Haushaltsprimärüberschuss zu erzielen. Wir glauben, dass das aktuelle Bonitätsrating beibehalten wird, aber es sollte angesichts der bevorstehenden Präsidentschaftswahl im Auge behalten werden, da diese Auswirkungen auf die Staatsausgaben haben könnte.

Die Zentralbank hat ihren Referenzsatz seit Dezember 2015 mehr als verdoppelt, um der Währungsschwäche entgegenzuwirken. Die Inflation ist mittlerweile aufgrund der Kombination einer Liberalisierung der Energiepreise mit Wechselkurseffekten die höchste in der Region. Dennoch hat die Währung dank dem Swap-Programm der Banxico alle Verluste nach den US-Wahlen aufgeholt und einen höheren Referenzsatz erreicht, was Leerverkäufe zu einem teureren Unterfangen macht. Wir denken, dass die Inflation im Begriff ist, ihren zyklischen Höchststand zu erreichen und sich bis Ende des Jahres auf die 5-Prozent-Marke zubewegen dürfte. Die Zentralbank hat ihr Programm mit ihrem Referenzsatz bei 7 Prozent und einer klaren Aussage, dass dieses Niveau im Einklang mit einer in Richtung von 3 Prozent konvergierenden Inflationsrate steht, offensichtlich abgeschlossen. Dennoch wird die Banxico vor Schritten in Richtung einer Lockerung wachsam bleiben, hauptsächlich um die Stabilisierung der Inflationserwartungen zu bewahren, aber auch mit Blick auf die politische Volatilität in den kommenden Monaten sowie auf die US-Notenbank, die ihre Zinssätze noch weiter anheben wird.

Die Inlandsnachfrage war dank eines stärkeren Arbeitsmarktes, boomenden Heimatüberweisungen in lokaler Währung und eines soliden Kreditimpulses lebhaft. Dennoch dürfte sich die Dienstleistungswirtschaft höchstwahrscheinlich abkühlen, und wir werden eine Neuausrichtung in Richtung des verarbeitenden Gewerbes beobachten können. Der Handelsüberschuss ausserhalb des Ölsektors steigt weiter, während sich Befürchtungen hinsichtlich der US Handelspolitik, zumindest kurzfristig, etwas verflüchtigt haben.

Die NAFTA-Gespräche werden im August eingeleitet und dürften ein besseres Bild von den möglichen Auswirkungen auf die Wirtschaftsstruktur liefern. Wir denken, dass der gesunde Menschenverstand obsiegen wird, aber es müssen Zugeständnisse gemacht werden. Das Risiko besteht darin, dass inländische Reformen in den USA nicht hinreichend durchgeführt werden und dies einen aggressiveren Ton in Bezug auf externe Faktoren auslösen könnte, welche die US-Wirtschaft negativ beeinflussen.

Die Gouverneurswahlen wurden von der etablierten Partei gewonnen, aber sie waren auch ein Vorspiel für ein offenes Rennen um die Präsidentschaftswahl 2018, bei der es zu einem erhöhten politischen Risiko und der Abkehr von wirtschaftsfreundlichen Parteien kommen könnte. Wir glauben, dass dies das am meisten unterschätzte Risiko für Mexiko sein könnte, nachdem Lopez Obrador und seine neue Partei die PRI mit einem engen Rennen um Mexiko-Stadt herausgefordert hat. Juli 2018 ist nicht weit und derzeit scheint der Ausgang völlig offen.

Die peruanische Wirtschaft ist überraschenderweise eingebrochen, wobei die wirtschaftliche Aktivität erstmals seit 2009 schrumpft. Ein Bestechungsskandal und ein starker El Niño haben der Wirtschaft geschadet und ein Konjunkturpaket wurde geschnürt. Die Zentralbank hat sich kürzlich der Tendenz der monetären Lockerung angeschlossen, nachdem die Inflation zurückging. Regelmässige

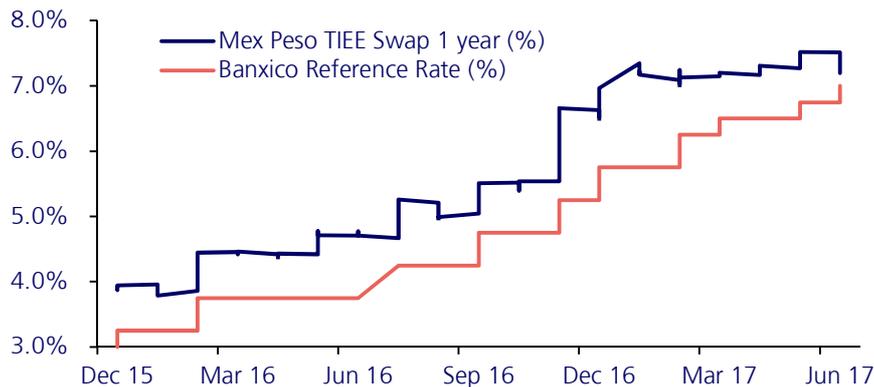
Die Andenregion: Die Volkswirtschaften haben die Talsohle überwunden, aber das Wachstum wird schwach ausfallen, während geldpolitische Lockerungen eine restriktive Finanzpolitik ausgleichen

Chile steckt wegen weit verbreitetem Pessimismus und Unzufriedenheit mit der Reformagenda in den letzten Jahren in einem langsamen Wirtschaftswachstum fest. Wir glauben, dass das Land sich an einem Scheideweg befindet und dass angesichts der besseren politischen Aussichten im Rahmen der bevorstehenden Präsidentschaftswahlen im November eine Verbesserung überfällig ist. In diesem Stadium ist das Rennen völlig offen, aber die Vorwahlen im Juli werden ein besseres Bild von den Chancen der Kandidaten vermitteln.

Von einem langen Streik in Chiles grösster Kupfermine und Waldbränden belastet, konnte die Wirtschaft im ersten Quartal eine Kontraktion nur knapp vermeiden. Das Wachstum wird auch 2017 wieder unter 2 Prozent bleiben, was von der durchschnittlichen Wachstumsrate von über 4 Prozent der letzten zehn Jahre weit entfernt ist. Die Inflation ist seit drei Jahren zum ersten Mal unter die 3 Prozent-Marke gesunken, und die Zentralbank hat ihre Zinssenkungen noch vor die Wahlen vorverlegt, um das Wachstum anzukurbeln. Die Währungsbehörde teilte mit, dass ihr Referenzsatz längere Zeit niedrig bleiben wird und dass die Geldpolitik nun mit negativen Realzinsen recht expansiv ist. Dies ist auch angebracht, da die Wirtschaft seit 2009 ihr schwächstes BIP-Ergebnis aufweist und es eine fiskalische Kontraktion gibt, da die Regierung die öffentlichen Ausgaben auf real 2,7 Prozent begrenzt, was der tiefste Stand seit 2003 ist.

Die peruanische Wirtschaft ist überraschenderweise eingebrochen, wobei die wirtschaftliche Aktivität erstmals seit 2009 schrumpft. Ein Bestechungsskandal und ein starker El Niño haben der Wirtschaft geschadet und ein Konjunkturpaket wurde geschnürt. Die Zentralbank hat sich kürzlich der Tendenz der monetären Lockerung angeschlossen, nachdem die Inflation zurückging. Regelmässige

Banxico dämpft die Inflationserwartungen



Quelle: Bloomberg

Rückritte in der Regierung bringen die Reformagenda in Gefahr.

Auch Kolumbien hat wirtschaftliche Anpassungsmassnahmen hinter sich, allerdings zu dem Preis, dass die Wirtschaft das niedrigste BIP-Ergebnis seit 2009 verbuchte. Niedrigere Steuern dürften es der Wirtschaft ermöglichen, in der zweiten Jahreshälfte wieder zu wachsen, und aggressive Zinssenkungen durch die Zentralbank werden auch ihren Teil zu einer bescheidenen Erholung beitragen.

In Venezuela hat sich die wirtschaftliche Depression verschärft, und politische Entwicklungen haben praktisch einen Bürgerkrieg ausgelöst. Die Devisenreserven sind geschrumpft und ein Kreditereignis ist in den nächsten zwölf Monaten durchaus möglich. Sofern eine Lösung der Probleme in Sicht käme, könnten sich grosse Chancen eröffnen, es lässt sich aber noch nicht vorhersehen, wann dies passieren wird.

Argentinien: Ein koordinierter ökonomischer Aufschwung, um politische Macht zu gewinnen

Hohe Erwartungen haben Platz für mehr Realismus gemacht, da der Übergang zu einem neuen politischen Rahmenwerk Hindernissen gegenübersteht und nicht über Nacht geschehen wird. Die Wirtschaft erholt sich, und wir erwarten einen allmählichen Aufschwung in Richtung 3 Prozent vor den Halbzeitwahlen im Oktober. Einstweilen wurde die steuerliche Reform aufgeweicht und auf 2018 verschoben, während die monetäre Lockerung eine Pause einlegt, da vorübergehende Zinserhöhungen vorgenommen wurden, um die Inflationserwartungen zu dämpfen. Wir erwarten eine Inflation, die das Ziel von 17 Prozent überschreitet und das Jahr mit rund 22 Prozent beendet. Die Zentralbank dürfte ihren Kurs im zweiten Teil des Jahres 2017 wieder lockern. Die Währung ist teuer geworden, dies hat aber dazu beigetragen, die Inflation zu reduzieren. Die Zentralbank hat angekündigt, die Devisenreserven in den kommenden zwei Jahren auf 15 Prozent des BIP aufstocken zu wollen.

Argentinien ist mit seinem Markt ganz klar wieder im Rennen, mit der Emission von Schuldtiteln, die sein Profil am Anleihenmarkt stärken, trotz der Tatsache, dass die Einstufung in den Status als Schwellenland nicht gewährt wurde.

Die bevorstehenden Wahlen sind für die Regierung von zentraler Bedeutung, und sie dürfte von einer Zersplitterung der Opposition profitieren, wobei wir erwarten, dass die Ergebnisse eine Bestätigung der Wahl von 2015 sein werden.

Es gibt wieder Wachstum in der Region, aber sie ist weit davon entfernt robust zu sein und hat eine schwere politische Agenda vor sich

Die wichtigste Botschaft aus Lateinamerika, einschliesslich Brasilien, besteht darin, dass die Volkswirtschaften einen Wendepunkt erreicht haben und endlich positives Wachstum liefern werden, wenn auch gedämpft. 2018 dürfte sich das Wachstum weiter beschleunigen. Der disinflationäre Druck wird im zweiten Teil des Jahres bestehen bleiben, was eine monetäre Lockerung ermöglicht, um die restriktivere fiskalische Haltung des Jahres 2017 zu kompensieren.

Die regionale zyklische Verbesserung ist willkommen, aber ihre Nachhaltigkeit ist aufgrund eines vollen politischen Kalenders, der die Reformen diktieren wird, über 2018 hinaus fragwürdig. In den kommenden Monaten stehen in allen Ländern in der ganzen Region Wahlen an, beginnend mit der Parlamentswahl in Argentinien im Oktober, gefolgt von der Präsidentschaftswahl in Chile im November. 2018 folgen dann im März und Mai die Wahlen in Kolumbien, im Juli steht die mexikanische Präsidentschaftswahl an und schliesslich folgen die Parlamentswahlen in Peru und die Präsidentschaftswahl in Brasilien im Oktober 2018.

Chile ist in der Flaute und entkam knapp einer Rezession



Quelle: Bloomberg

Lateinamerika wird auch 2017 wesentlich zum Delta des globalen Wachstums beitragen, es bleibt aber bei einer bescheidenen Expansion. In Anbetracht der aktuellen synchronen globalen Erholung ist dies ein wenig besorgniserregend und zeigt, wie relevant die innenpolitischen Entscheide sind, um einen nachhaltigen Wachstumspfad zu festigen.

Brasilien

Ausblick

- Der Aufschwung hat begonnen, doch die Reformtätigkeit verläuft schleppend, da immer noch politische Hindernisse bestehen.
- Die Inflationsaussichten bleiben positiv, da der Auslastungsgrad in der Wirtschaft nach wie vor niedrig ist.
- Die politische Instabilität wird bis zu den Wahlen im Oktober 2018 erhalten bleiben.

Implikationen

- Der gedämpfte Konsum wird eine rasche Erholung des Wirtschaftswachstums verhindern.
- Eine glaubwürdige Inflationsbekämpfung durch die Zentralbank ermöglicht nun weitere Zinssenkungen.
- Internationale Anleger dürften angesichts der politischen Risiken jedoch vorsichtig bleiben.

Risiken

- Erneute politische Turbulenzen könnten die beginnende wirtschaftliche Erholung aus dem Takt bringen.
- Haushaltspolitische Nachhaltigkeitsprobleme könnten wieder auftauchen, wenn Reformprozesse aufgeschoben werden.
- Die konjunkturelle Erholung könnte über einen längeren Zeitraum enttäuschen und unter 1% stagnieren.

Erste Anzeichen für den Aufschwung sind erkennbar, die Konjunktur hat den Wendepunkt erreicht, doch es geht langsam voran

Im ersten Quartal deuten erste Anzeichen für einen Aufschwung darauf hin, dass der Wendepunkt erreicht ist. Langsam geht es wieder aufwärts mit der Wirtschaft, doch die Erholung bleibt fragil und anfällig für Schocks. Nach der tiefen Rezession mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (BIP) um knapp 10 Prozent in den vergangenen drei Jahren und in Anbetracht der zahlreichen strukturellen Probleme, die noch zu lösen sind, ist ein rasanter Aufschwung auch nicht zu erwarten.

Das Konsumklima hat sich jedoch merklich verbessert, und der Einkaufsmanagerindex PMI Composite überschritt die Expansionslinie zwei Monate in Folge, was seit Anfang 2015 nicht mehr vorgekommen ist. Allerdings ist er im Juni und Juli wieder unter die Marke von 50 gefallen. Die Einzelhandelsumsätze scheinen die Talsohle erreicht zu haben und sind auf jährlicher Basis erstmals seit zwei Jahren wieder gestiegen.

Die weiter steigende Arbeitslosigkeit dürfte im zweiten Quartal 2017 ihren Höchststand erreicht haben, doch die Schaffung von Arbeitsplätzen ist nun wieder im positiven Bereich. Der Konsum wird durch die Kombination aus schlechter Arbeitsmarktlage, zurückhaltender Kreditvergabe und aufgrund des Entschuldungsprozesses weiterhin schwach bleiben. Doch dürfte die niedrigere Inflation für die Konsumenten eine gute Nachricht sein und vielleicht für positive Reallöhne sorgen.

Eine Zunahme der Investitionstätigkeit ist von kritischer Bedeutung, und durch die negative Produktionslücke ergibt sich ein erhebliches «Operating Leverage»-Potenzial für die Unternehmen. Bei den nach wie vor hohen Kapazitätsüberhängen dürfte die Wirtschaft auch bei minimalem Inflationsdruck weiter wachsen. Auch der Lagerzyklus dürfte durch einen positiven Exportbeitrag unterstützt werden, bei dem sich der Rohstoffkomplex stabilisiert hat.

Die externe Anpassung ist abgeschlossen, da die Importe zusammengebrochen sind und die Real-austauschverhältnisse sich verbessert haben. Das Leistungsbilanzdefizit dürfte etwa 1% des BIP betragen und die ausländischen Direktinvestitionen liegen bei rund 4% des BIP. Dies dürfte die Währung stabil halten, was sich auch auf die Inflation positiv auswirkt.

Die geldpolitische Lockerung wird sicherlich begrüsst, muss jedoch im Zusammenhang mit einer notwendigen Straffung der Steuerpolitik betrachtet werden, die ein gemeinsames Thema in der gesamten Region ist. Es besteht ein struktureller Bedarf, die fiskalpolitischen Probleme zu lösen, und eine zyklische Notwendigkeit, der Wirtschaft durch Zinssenkungen Auftrieb zu verleihen. Trotz der politischen Turbulenzen und der darauf folgenden Verzögerung und Verwässerung der Sozial- und Rentenreformen bleibt die Haushaltsbremse der Bundesausgaben ein wichtiger Anker. Mit der andauernden Verschlechterung der Haushaltsdaten hat man sich jedoch nicht befasst, und sollten die Reformen dadurch weiterhin beeinträchtigt und verzögert werden, muss bei Anlagen in Brasilien mit erhöhter Volatilität gerechnet werden.

Hinsichtlich des Wachstums sind wir optimistischer gestimmt als der Konsens, da sich eine aggressive geldpolitische Lockerung bei schwacher Konjunktur und durch die Hebelwirkung der Fixkosten («Operating Leverage») positiv auf die Wirtschaft auswirken dürfte. Wir rechnen mit einem BIP-Wachstum von 0,9% im Jahr 2017 vor allem durch das Wiederauffüllen der Lager, während der Konsens sich um die 0,4% bewegt. Wir sind uns bewusst, dass das Risiko eines Rückfalls in die Rezession gegeben ist, da die Unsicherheit in Bezug auf die Reformen das Investitionswachstum stören könnte.

Bei starker und konsequenter Desinflation kann die Zentralbank ihre Politik der aggressiven Lockerung weiter verfolgen

Die Inflation ist zusammengebrochen und hat mit 3,6% ein Zehnjahrestief erreicht, deutlich unter dem Ziel der Notenbank. Das Ziel der Zentralbank von 4,5% wurde seit 2010 nicht mehr erreicht und sogar unterschritten. So konnte die Zentralbank den Leitzins nicht nur im Ausmass deutlich, sondern auch zügig senken. Die Währung gibt nicht länger Anlass zur Sorge, da die Zahlungsbilanz gesund ist und von hohen ausländischen Direktinvestitionen gestützt wird. Darüber hinaus ist die brasilianische Währung im fair bewerteten Bereich und profitiert immer noch von einem angemessenen Polster.

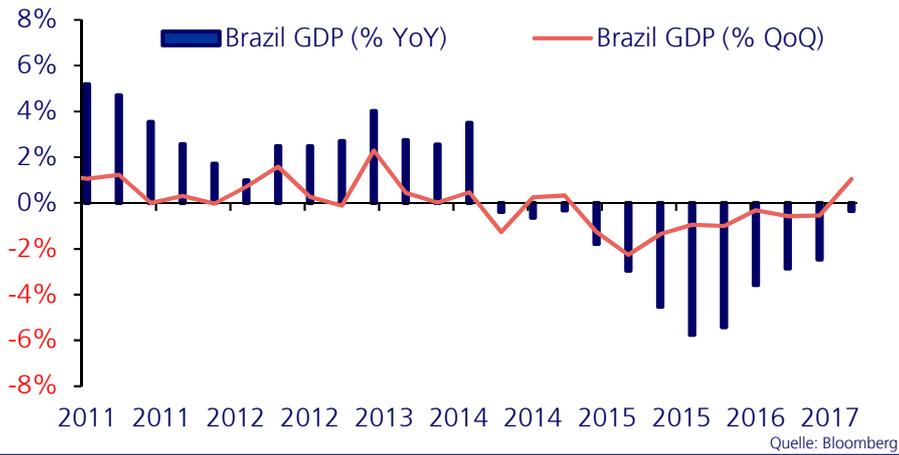
Wir erwarten eine nichtinflationäre Konjunkturerholung, bedingt durch eine erhebliche negative Produktionslücke von fast 3% des BIP. Das dürfte die Zentralbank zuversichtlich genug stimmen, um den Zinssatz trotz der politischen Turbulenzen und des Risikos zu senken, dass Reformen verwässert oder auf unbestimmte Zeit verschoben werden könnten. Wir gehen davon aus, dass die Inflationsrate 2017 unter dem von der Zentralbank angestrebten Wert von 4,5% abschliessen wird, was weniger optimistisch ist als der Konsens, dessen Schätzung bei 3,6% liegt.

Wir gehen davon aus, dass der Leitzins bis zum Ende des Jahres 8,75% erreicht haben wird, was einer Senkung um 500 Basispunkte seit Ende 2016 entspricht.

Man sollte die politische Landschaft im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen 2018 nicht aus den Augen verlieren

Das Risiko einer Amtsenthebung von Präsident Temer löste in Brasilien in sämtlichen Anlegerkategorien eine Verkaufswelle aus. Die Landeswährung erfuhr die stärkste Abwertung seit der Einführung des frei schwankenden Wechselkurses. Doch auch wenn die Reformen verzögert und möglicherweise verwässert werden, sollte

Die brasilianische Wirtschaft hat das Schlimmste überstanden



man sich daran erinnern, dass die Obergrenze für die Haushaltsausgaben verabschiedet wurde und eine Sicherung gegen eine weitere Vergrößerung des Defizits darstellt. Bisher können wir sagen, dass die politische Unsicherheit die Geschwindigkeit, nicht aber die Richtung der haushaltspolitischen Korrekturmaßnahmen ändert.

Sollte es schliesslich zu einer Amtsenthebung kommen, muss der Nationalkongress im Schnellverfahren wählen, da es aktuell keinen Vizepräsidenten gibt, der die Regierungsgeschäfte übernehmen könnte. Obwohl dies nicht unser Basis-szenario darstellt, ist es durchaus möglich, dass dieser Fall eintritt. In jedem Fall wurde Schaden angerichtet, da Mitglieder die Koalition verlassen haben und die Wahlen im kommenden Jahr möglicherweise früher stattfinden als erwartet. Die Bevölkerung hat jedenfalls eindeutig genug von all dem, sodass die Karten für die Präsidentschaftswahlen 2018 ganz neu gemischt werden.

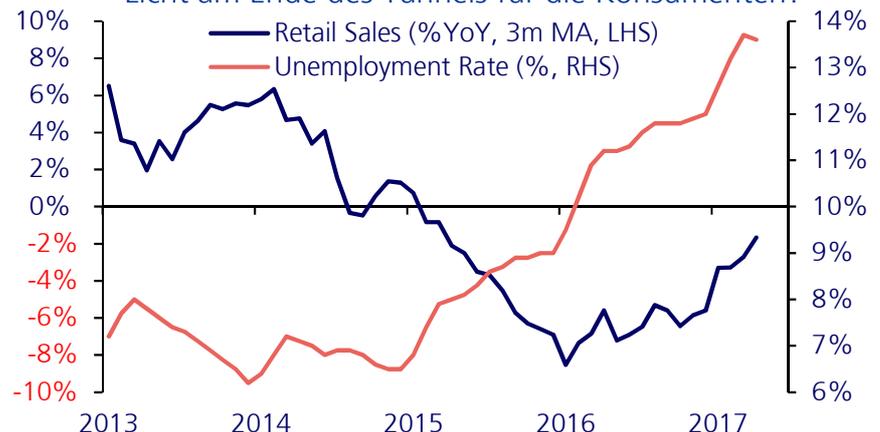
Bewertung: Von einem sehr niedrigen Niveau aus erholt sich die Konjunktur zunehmend, wird jedoch noch einige Zeit brauchen, um Fahrt aufzunehmen.

Niedrigere Inflation und die Rückkehr zu positivem Wachstum sind für Brasilien nach einer langen und tiefen Rezession erfreuliche Entwicklungen. Die monetäre Lockerung ist Treibstoff für das Wirtschaftswachstum, und die Zentralbank hat ihre Glaubwürdigkeit weitgehend wiedererlangt, was es ihr erlauben dürfte, in ihrer Phase der monetären Lockerung aggressiv zu bleiben, wobei weiterhin eine grosse Produktionslücke besteht. Trotz eines starken Aufschwungs von 4% vom Zyklustief dürfte das BIP-Wachstum unter dem Niveau von 1% bleiben, da die erneute politische Ungewissheit den Optimismus der jüngeren Zeit dämpfen wird.

Der Aktienmarkt wird derzeit mit einem KGV von 11 und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,5 gehandelt, was eine moderate Erholung der Gewinne bedeutet. Das Problem ist jedoch, dass die Anleger angesichts der neu entstandenen politischen Risiken nur zögernd investieren. Der Markt für festverzinsliche Anlagen bleibt im aktuellen Umfeld attraktiv, während die Währung stabil bleiben oder leicht abwerten dürfte.

Die politische Situation bleibt unsicher, und die Reform-Agenda ist anfällig für das Wiederaufleben politischer Unruhen. Die Präsidentschaftswahlen werden im Jahr 2018 stattfinden, sodass die Zeit für die Umsetzung wichtiger sozialer und fiskalischer Reformen knapp wird, was Makro-Schwachstellen offenbaren wird, sobald der Wahltermin näher rückt.

Licht am Ende des Tunnels für die Konsumenten?



Disclaimer

Diese Publikation wurde von der Zurich Insurance Group AG erstellt und die darin ausgedrückten Meinungen sind die der Zurich Insurance Group AG am Datum der Erstellung und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Diese Präsentation wurde ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt. Die hierin enthaltenen Analysen und Meinungen basieren auf einer Reihe von Annahmen. Andere Annahmen könnten zu erheblich abweichenden Schlussfolgerungen führen. Die in dieser Präsentation enthaltenen Informationen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig betrachteten Quellen; die Zurich Insurance Group AG oder ihre Tochtergesellschaften (die «Gruppe») übernehmen jedoch weder ausdrücklich noch stillschweigend irgendeine Gewähr oder Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Die hierin enthaltenen Meinungen oder Analysen können aufgrund unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien von den durch andere Abteilungen der Gruppe zum Ausdruck gebrachten oder in anderen Dokumenten der Gruppe enthaltenen Meinungen oder Analysen abweichen oder diesen widersprechen. Dieses Präsentation soll keine juristische, das Underwriting betreffende, finanzielle oder sonstige professionelle Beratung darstellen. Personen, die hinsichtlich einer Anlage im Zweifel sind, sollten sich an einen unabhängigen Finanzberater wenden. Die Gruppe übernimmt keine Haftung für die Nutzung der oder das Vertrauen in diese Präsentation. Diese Präsentation enthält gewisse zukunftsbezogene Aussagen, darunter insbesondere Prognosen zu oder Andeutungen von zukünftigen Ereignissen, Trends, Plänen, Entwicklungen oder Zielen. Solche zukunftsbezogenen Aussagen sind mit der gebotenen Vorsicht zur Kenntnis zu nehmen, da sie naturgemäss bekannte und unbekannt Risiken beinhalten, Unsicherheiten bergen und von anderen Faktoren beeinflusst werden können. Dies könnte dazu führen, dass die Ergebnisse sowie Entwicklungen, Pläne und Ziele von denjenigen abweichen, die explizit oder implizit in diesen zukunftsbezogenen Aussagen beschrieben werden. Der Inhalt dieser Präsentation ist weder mit einem spezifischen Versicherungsprodukt verknüpft, noch sichert er eine Deckung im Rahmen einer Versicherungspolice. Diese Präsentation darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Zurich Insurance Group AG, Mythenquai 2, 8002 Zürich, Schweiz, weder ganz noch teilweise vervielfältigt werden. Die Zurich Insurance Group AG untersagt ausdrücklich die Weitergabe dieser Präsentation an Dritte, egal aus welchem Grund. Weder die Zurich Insurance Group AG noch eine ihrer Tochtergesellschaften übernehmen Haftung für Schäden, die sich aus der Verwendung oder Weitergabe dieser Präsentation ergeben. Diese Präsentation darf nur unter den Umständen weitergegeben werden, wie sie nach den geltenden Gesetzen und Vorschriften zulässig ist. Die vorliegende Präsentation ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Verkauf bzw. Kauf von Wertpapieren in irgendeiner Rechtsordnung.