

BEST BANK
IN LUXEMBOURG

BILBOARD

Finanzmarktnachrichten

Herbst 2015



Sehr geehrte Damen und Herren, Sehr geehrter Anleger,

der letzte Sommer war einer der heißesten in der jüngsten Geschichte. Unsere Prognosen im Mai bezüglich China und der Volatilität erwiesen sich als korrekt. Die maßgeblichen Indizes für Risikoanlagen büßten im dritten Quartal dieses Jahres zwischen 5 % und 25 % ein. Die gute Nachricht ist, dass die Eurozone bis auf weiteres das Kapitel Griechenland hinter sich lassen konnte. Aber die Anleger sind in Bezug auf das globale Wachstum nervös, da die Ängste bezüglich einer Rezession eskalieren und an den Märkten für Turbulenzen sorgt haben.

Unseres Erachtens bietet das gegenwärtige Marktumfeld genügend Chancen trotz (oder gerade wegen) der extrem schwierigen Bedingungen. Wir sind stark davon überzeugt, dass Risikoanlagen in den USA und der Eurozone immer noch viel zu bieten haben, sofern wir es nicht mit geldpolitischen Fehlern zu tun haben. Selbst Asien wird seine Konjunktur in Schwung bringen. Wir stehen Ihnen bei Ihren Anlagen gern zur Seite. Wir verlassen uns auf unsere unvoreingenommene Expertise, um Ihnen transparente Beratungs- und Anlagendienste zu bieten. Bei Fragen können Sie sich jederzeit an Ihren Berater bei der BIL oder einen unserer Anlageverwaltungsexperten wenden.

Yves Kuhn
Chief Investment Officer

Der IWF sorgte unter den Anlegern für Verwirrung mit seiner Warnung, wonach 2015 das weltweit schwächste Wachstum seit der Finanzkrise verzeichnet werden würde.

Schwellenländer wie China, Brasilien und Russland werden demnach eine beträchtliche Abkühlung erfahren. Der Fonds hat seine globale Wachstumsprognose für 2015 von 3,5 % auf 3,1 % reduziert. Unterdessen bleibt der Ausblick für 2016 solide.

Ohne China als wichtigster Wachstumsmotor für die Weltwirtschaft verlassen sich die Anleger auf die USA und hoffen, dass dort die letztjährige hervorragende Performance wiederholt werden kann, um die globale Konjunktur zu unterstützen. Jüngste Daten lassen jedoch vermuten, dass die Erholung in den USA möglicherweise ins Stottern geraten ist. Die Anleger sorgen sich, dass sich dies zu einer breiter angelegten Wirtschaftsflaute entwickeln könnte. In den kommenden Monaten dürfte die Anleger vor allem die Frage beschäftigen, ob die jüngste Konjunkturschwäche in den USA ein vorübergehender Ausrutscher oder der Anfang eines längeren Abwärtstrends ist.

Zukunftsbezogene Schätzungen für das BIP in den USA basierend auf der Nowcasting-Methode der Atlanta Federal Reserve deuten für das dritte Quartal auf ein Wachstum von lediglich 0,9 % hin, was erheblich unter der endgültigen Schätzung des BIP-Wachstums im zweiten Quartal liegt, die sich auf 3,9 % belief.

Was ist los in den USA? Die jüngsten Konjunkturdaten in den USA sind unerwartet schwach ausgefallen. Der Fertigungssektor befindet sich in einem Abwärtstrend und die jüngsten Umfragen lassen vermuten, dass der Sektor vor einer bedeutenden Flaute stehen könnte. Der ISM für den Fertigungssektor, der wichtigste Index zur Prognose des Geschäftsumfelds, ging

im September auf 50,2 Zähler zurück - das niedrigste Niveau seit Mai 2013. Vor allem die Lagerbestände scheinen volle Kapazität erreicht zu haben, was den Weg für eine Produktionsdrosselung ebnet. Ferner hat ein stärkerer US-Dollar den Exporten des Landes geschadet, die im August gegenüber dem Vormonat um 2 % zurückgingen. Unterdessen stiegen die Importe während des gleichen Zeitraums um 1,2 %. Aber der Schwerpunkt auf dem Fertigungssektor und dem Handel lenkt vom Konsumsektor ab, der in den USA gesund und munter ist. Die Autoabsätze sind so hoch wie seit 10 Jahren nicht mehr, während die Anzahl der Hausbaubeginne dank einer verbesserten Hypothekenvergabe über dem Vorkrisenniveau liegt. Noch wichtiger sind die Anzeichen, dass sich auch die Löhne in den USA erholen, was wiederum den Verbraucherausgaben zugutekommen wird.

Unterdessen entwickelt sich die Eurozone nur träge. Die deutsche Wirtschaft hat sich in den vergangenen beiden Quartalen infolge der Flaute in den Schwellenländern, die sich stark auf die Exporte ausgewirkt hat, abgekühlt. Allerdings steht der langsameren Entwicklung in Deutschland das Wachstum in den Peripherieländern Europas gegenüber, wobei Länder wie Italien, Spanien und Frankreich die Erwartungen übertreffen. In nächster Zeit wird das Versprechen der EZB, weiterhin geldpolitische Anreize zu bieten, den wichtigsten Wachstumstreiber in der Eurozone darstellen. Während die EZB in den nächsten drei Monaten eventuell zusätzliche Maßnahmen ankündigt, wird Mario Draghi gegenüber den Märkten weiterhin Lippenbekenntnisse ablegen, was an sich bereits ausreichen dürfte, um die breiter basierte Wirtschaft kurzfristig zu stützen.



Yves Kuhn
Chief Investment Officer

Olivier Goemans
Head of Portfolio Management

Makroökonomischer Ausblick der BIL für die nächsten 6 Monate

Die globalen Wachstumsprognosen für 2015 wurden von der OECD und dem IWF stetig (von anfänglich 3,6 % auf nun 3,1 %) nach unten korrigiert. Der Ausblick für 2016 bleibt solide (3,6 %). Die Ansteckung durch Chinas Flaute ist auf die direkten Verflechtungen, das Finanzumfeld und die Volatilität zurückzuführen. Wie in unserem letzten BILBoard-Bericht erwähnt, kam es in China während der Sommermonate zu einer beträchtlichen Wachstumsabkühlung.

Ein genauerer Blick zeigt, dass ein Großteil des schwachen Wirtschaftswachstums auf die Flaute im chinesischen Fertigungssektor zurückzuführen ist, der gemäß Caixin PMI mittlerweile seit sieben Monaten in Folge rückläufig ist. Wir sehen die Abkühlung in China als Teil der gesteuerten Umstrukturierung von einer industriellen, exportlastigen Wirtschaft hin zu einer nachhaltigeren, auf dem Binnenkonsum beruhenden Wirtschaft. Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass sich die Wirtschaft Chinas in den nächsten Quartalen allmählich abschwächen und es nicht zu einer harten Landung kommen wird. Für den Fall, dass es in China zu einem weiteren ernststen Wirtschaftsschock kommt, sind wir zuversichtlich, dass die Behörden dazu in der Lage sein werden, die Auswirkungen abzufedern, da sie über immense Auslandsreserven verfügen. Ein dringlicheres Problem sind indes die potenziellen Auswirkungen einer Abkühlung in China auf den Rest der Welt.

Das globale Wachstum ist einem soliden Anstieg der Beschäftigung in den USA, dem höheren dortigen Verbrauchervertrauen (Eigenheimsektor, Automobilabsätze) und einer zyklischen Erholung des Konsums in Europa (die allmählich vonstatten geht) zu verdanken. Der moribunde Energiesektor in den USA wirkt sich angesichts Rohölpreisen von rund 50 USD/Barrel bislang kaum auf den Konsumsektor aus. Allerdings musste die US-Wirtschaft die Einsparungen bei den Investitionsausgaben und Kündigungen im Energiesektor verkraften. Unseres Erachtens ist es nur eine Frage der Zeit, bis die Verbraucher Nutzen aus den niedrigen Rohölpreisen ziehen. Interessanterweise bewegen sich die Prognosen zum realen BIP-Wachstum in den USA gemäß Bloomberg für das dritte Quartal zwischen 1,5 % und 2,5 % und für das vierte Quartal zwischen 1,2 % und 3%. Diese Spannen sind immens, was die weltweite Un-

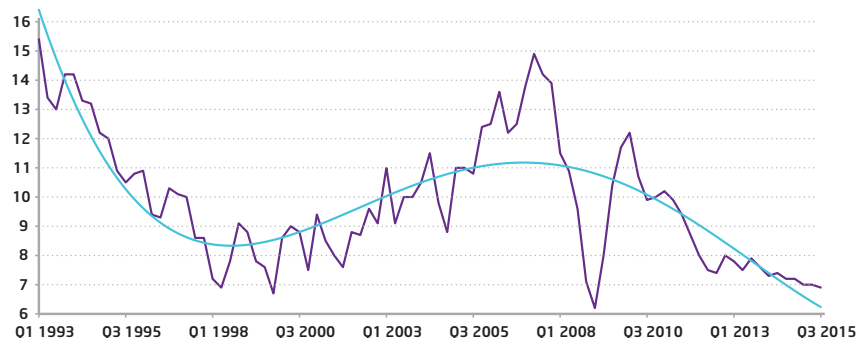
sicherheit, die entstand, als die US-Notenbank (Fed) im September keine Zinserhöhung vornahm, nur noch erhöht.

Für Europa lauten die BIP-Prognosen von Bloomberg für das dritte und vierte Quartal 0,8-1,8 % bzw. 0,9 %-2 %. Die Spanne für beide Quartale ist nicht mit der Situation in den USA vergleichbar. Europas Wirtschaft wird vom Konsum befeuert und weniger von den Investitionsausgaben. Die Konsumausgaben werden wiederum von der quantitativen Lockerung der Europäischen Zentralbank (EZB) angekurbelt. Die EZB verfolgt weiterhin eine sehr akkommodierende Geldpolitik, und Gerüchten zufolge könnte sie ihr Programm der Wertpapierkäufe um sechs Monate verlängern. Die Exporte in die Schwellenländer waren schwach. Deutschland weist als der konjunktursensibelste Markt Risiken in Bezug auf wesentliche Schwellenländer wie Brasilien und China auf. Infolge dessen ersetzen die Peripherieländer Deutschland als Wachstumslokomotive in Europa, wobei vor allem Spanien, Italien und Frankreich die Erwartungen übertreffen.

Die Inflation ist weltweit niedrig und niedrige Rohstoffpreise stellen für die globale Inflation ein Abwärtsrisiko dar. Andererseits wird sich der festere Wohnimmobilienmarkt in den USA in stetigeren Inflationserwartungen niederschlagen. Kurzfristig wird die jährliche Gesamtinflation wahrscheinlich in den kommenden Monaten die Talsohle (unterhalb von null) durchschreiten. Schwache Rohstoffpreise, ein starker US-Dollar und Bedenken über das Wachstum in China sind die hierfür verantwortlichen Hauptfaktoren. Die Inflation in den USA ging von 0,8 % im Vorjahresvergleich im Dezember 2014 auf 0 % im September 2015 zurück. In der Eurozone beläuft sich der harmonisierte VPI auf -0,2 %, nachdem er im Januar dieses Jahres -0,6 % markierte. Offensichtlich wird die Geldpolitik in den nächsten 12 Monaten die Inflationserwartungen in Europa maßgeblich beeinflussen. Die Marktteilnehmer gehen davon aus, dass die EZB ihr Programm der quantitativen Lockerung verlängern wird.

In Europa ist eine Versteilerung der Renditekurve möglich, denn die kurzfristigen Zinsen werden niedrig bleiben, während die quantitative Lockerung weiterhin für höhere langfristige Zinsen sorgen könnte. Eine Zinserhöhung in den USA wird nun für Dezember/März erwartet (Markterwartungen von über 50 % für März 2016). Sobald sich die ersten Anzeichen von Inflationsdruck bemerkbar machen, werden sich die langfristigen Zinsen bewegen. Der Markt scheint Zinserhöhungen eher selbstgefällig einzupreisen, was 2016 ein wichtiges Thema sein wird.

Reales BIP-Wachstum in China



Quelle: BIL, Thomson Reuters Datastream

“ Kurzfristig bereiten die Schwellenmärkte weiterhin Kopfzerbrechen ”



Schlüsselrisiken für unsere Erwartungen

Unterdessen reagierten die Anleger vehement auf die Tatsache, dass sich das Wachstum in China verlangsamt. Dieses Mal handelte es sich nicht um die gewöhnlichen Gerüchte um Geisterstädte, welche die Anleger nervös stimmten, sondern um eine Kombination von chinesischen Handelsdaten und eher schwachen Quartalsdaten zum BIP. In der Folge ging auch der Rohölpreis zurück, da China und Japan (dessen Exportwirtschaft stark von China abhängt) wesentliche Rohölimportureure sind. Angesichts dessen wurden die Schwellenmärkte und die Länder, in die sie exportieren, in Mitleidenschaft gezogen. Deutschlands Exporte litten darunter, dass sie vor allem in Schwellenländer wie China und Brasilien gehen.

Die Anleger treibt die Angst um, dass das globale Wachstum enttäuschen, ja noch schlimmer, dass das US-Wachstum aus der Bahn geworfen werden könnte. Was sind die Gründe für diese Bedenken?

- Die Frühindikatoren in den USA in puncto Wachstum (ISM, OECD) haben sich stark abgeschwächt; jüngste US-Wirtschaftsdaten gaben keinen Anlass zu Optimismus. Die Prognose der Atlanta Federal Reserve (häufig als inoffizielle stellvertretende Schätzung herangezogen) zum Wachstum im dritten Quartal beträgt knapp 0,9 %.
- Die Fed scheint in Bezug auf Zinserhöhungen und eine Bestätigung der Solidität der US-Wirtschaft zu zögern.
- Japans Wachstum lässt nach.
- Schwellenländer haben mit einem stärkeren US-Dollar (siehe Brasilien), steigenden Zinsen, niedrigen Rohstoffpreisen und einer Abkühlung in China zu kämpfen.

Ein Rückgang der Gewinne je Aktie (-20 % im Falle einer leichten Rezession) und ein Anstieg festverzinslicher Anlagen würden zu markanten Abverkäufen an den globalen

Aktienmärkten führen, denn die USA gelten als der ausschlaggebende Wachstumsmotor für die Weltwirtschaft. Das Wirtschaftswachstum in Europa und in Japan wird als zu schwach erachtet. Angesichts dieser zunehmenden Bedenken hilft es auch nicht, dass viele US-Unternehmen während der Berichtssaison (bisher haben weniger als die Hälfte ihre Zahlen veröffentlicht) kein Umsatzwachstum vorweisen konnten.

Obschon die Sorgen in Europa nach den Wahlen in Griechenland nachgelassen haben, ist nach den jüngsten Wahlen in der Region eindeutig ein Rechtsruck zu verzeichnen. Die Botschaft ist klar: Weniger statt mehr Europa ist das Gebot der Stunde. Da hilft es auch nicht, dass die Peripherieländer Europas scheinbar von der quantitativen Lockerung der EZB profitiert haben. Die Realität ist, dass die Arbeitslosigkeit immer noch hoch ist, und ein schwaches Wachstum von 1,5 % wird im Leben vieler Menschen keine großen Änderungen herbeiführen können.

Geschäftsbanken vergeben mittlerweile wieder mehr Verbraucherkredite, und die Erholung wird in erster Linie vom europäischen Konsumsektor getragen. Um jedoch eine anhaltende Erholung in Europa sicherzustellen, müssen die Unternehmen Geld in die Hand nehmen. Vor allem die Investitionsausgaben (die sich derzeit auf einem 20-Jahres-Tief befinden) müssen steigen. Angesichts von Betriebsmargen von ca. 8,5 % - was rund 30 % unter den Margen in den USA liegt - ist es jedoch schwer, die Unternehmen in Europa hiervon zu überzeugen.

Ein Blick auf die Schwellenmärkte offenbart viele Risse. Der größte ist auf niedrige Rohstoffpreise und einen erstarkenden US-Dollar zurückzuführen. Unseres Erachtens hat der Rohölpreis zwar die Talsohle durchschritten, allerdings dürften die Preise für einige Metalle und Agrarrohstoffe auf längere Zeit niedrig bleiben. Die Einnahmen einiger ausgewählter Schwellenländer werden in Frage gestellt, und ein wesentlicher Markt neben China ist Brasilien. Moore Capital Management beschreibt die Lage wie folgt: „Brasilien, der Hauptnutznießer von Chinas Aufstieg, leidet am meisten unter der nun folgenden Abkühlung. Da die politische Pattsituation einem wesentlichen Abbau des Haushaltsdefizits im Wege steht, befindet sich Brasilien in Sachen Verschuldung plötzlich in einer alarmierenden Abwärtsspirale.“ Stresssituationen in Brasilien können infolge von Verlusten bei einfachen Kreditinstituten schnell zu systemischen Risiken ausarten. Experten gehen für dieses Jahr davon aus, dass die Wirtschaft einen Rückgang um 3 % verzeichnen wird. Die Rating-Agentur Fitch hat daher die Bonität Brasiliens auf eine Stufe oberhalb des Ramschstatus bei einem negativen Ausblick herabgestuft.

Weitere politische Risiken ergeben sich aus Russlands zupackender Intervention in Syrien, die zu einer weiteren Konfrontation mit dem Westen führen könnte. Der Krieg in der Ukraine ist immer noch nicht beigelegt, und Petrodollar in beträchtlicher Höhe werden derzeit in einem Krieg im Jemen investiert.

Europäische Aktien

Von dem Abverkauf war Deutschland am stärksten betroffen, da seine Wirtschaft eine stark zyklische Komponente aufweist. Trotzdem bleiben wir in Bezug auf europäische Aktien konstruktiv. Eine Kombination aus einem schwächeren Euro, geringeren Einstandskosten aufgrund der fallenden Öl- und Metallpreise und anhaltend niedrigen Finanzierungskosten wird den meisten Unternehmensgewinnen in Europa Auftrieb geben. Interessanterweise gingen während der Sommermonate die Prognosen für das Gewinnwachstum je Aktie im Jahr 2015 in der Eurozone von 14 % auf 12 % zurück. Die Märkte in Dänemark und Italien behaupteten sich im vergangenen Quartal am besten.

Kurzfristig bereiten die Schwellenmärkte weiterhin Kopfzerbrechen, da einige europäische Unternehmen stark von Exporten in diese Region abhängen. Es könnte daher zu einer anhaltenden Volatilität und fortlaufenden Abwärtskorrekturen der Konsensprognosen kommen. Angesichts dessen gingen die Bewertungen (gemessen am 12-monatigen Forward-KGV) im Schnitt auf 14,7 zurück. Gegenüber den USA entspricht dies trotz eines überlegenen Wachstums einem Abschlag von 10 %. Während der Sommermonate weitete sich die Bewertungslücke sogar noch aus, und während sich die US-Gewinne nahe ihren Hochs befinden, hinken die Gewinne in Europa nach wie vor um 20-25 % hinter ihren 2007 verzeichneten Hochs hinterher, was ein starkes Aufwärtspotenzial verheißt.

Wir weisen darauf hin, dass die Analysten in Europa ganze neun Monate benötigten, um die Gewinnerwartungen in Bezug auf den Energiesektor angemessen nach unten zu korrigieren. Die Sektoren Energie und Grundstoffe wirkten sich im vergangenen Quartal mit Verlusten von 16 % bzw. 20 % für die Performance am



negativsten aus. Im Bergbausektor reagierte man mit einem Verkauf von Anlagen und Produktionsdrosselungen. Multinationale Konzerne wie Rio Tinto, BHP Billiton, Glencore und Alcoa nahmen Änderungen an ihrer Unternehmensstruktur vor, indem sie sich von einigen ihrer Rohstoffgeschäfte trennten oder betrieblichen Aktivitäten aufteilten.

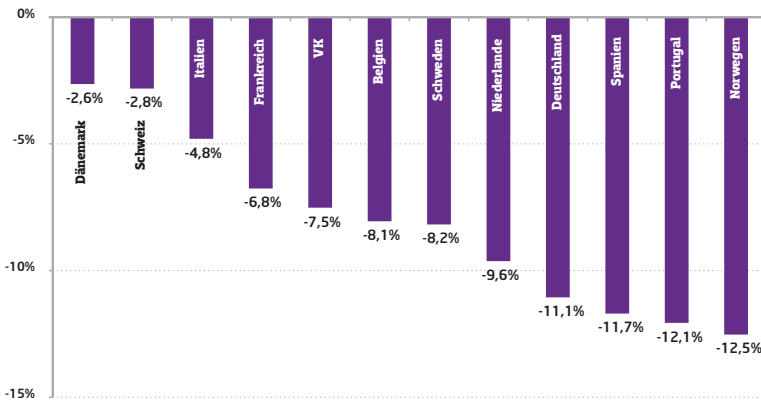
Unser Vorzug gilt den an der Binnenkonjunktur ausgerichteten Sektoren, um von der Erholung in Europa zu profitieren. Zugleich bieten diese Bereiche einen Schutz vor den Turbulenzen an den Schwellenmärkten. Wir sind gegenüber ausgewählten Geschäftsbanken der Peripherieländer (außer den großen spanischen Banken BBVA und Santander, die wesentliche Engagements in Lateinamerika aufweisen) positiv eingestellt. Unseres Erachtens dürfte

der Sektor von steigenden Eigenkapitalrenditen dank der Auflösung von Rückstellungen für notleidende Kredite profitieren. Aktuell wird er zu einem KBV von 0,86 gehandelt. Zwar entsprechen diese Bewertungen denen, die Ende 2013 zu verzeichnen waren, die Eigenkapitalrendite ist allerdings um rund 10 % gestiegen.

Interessant finden wir auch den defensiveren Sektor der Telekommunikationsdienste. Starke Bilanzen und überlegene Cashflows dürften die Fusions- und Übernahmeaktivität (M&A), Aktienrückkäufe und Dividendenausschüttungen ankurbeln (derzeit liegt die Dividendenrendite des Sektors bei 4,7 %). Wir gehen jedoch weiterhin sehr selektiv vor, da sich durch die deutliche Höherbewertung des Sektors weniger Anlagemöglichkeiten ergeben.

“Die Entscheidung der Fed, vorerst die Zinsen nicht zu erhöhen, wurde alles andere als positiv aufgenommen”

Performance europäischer Aktienmärkte im 3Q 2015



Quelle: BIL, Bloomberg

US-Aktien

US-Aktien erzielten im letzten Quartal eine schwache Performance und verloren entsprechend den globalen Aktienmärkten 7 %, da sich die Anleger über das Ausmaß der Abkühlung in China und anderen Schwellenländern sorgten. Ferner wurde die Entscheidung der Fed, vorerst die Zinsen nicht zu erhöhen, alles andere als positiv aufgenommen, da die Fed-Vorsitzende Janet Yellen auf den ungewissen Ausblick für das globale Wirtschaftswachstum als ausschlaggebenden Faktor für die zögerliche Haltung hinwies. Infolge dessen konzentrierten sich die Marktteilnehmer auf den Umsatz je Aktie, der in den letzten Quartalen gesunken ist.

Bislang haben wir eine recht unspektakuläre Gewinnsaison für das dritte Quartal erlebt. Insgesamt dürften die Gewinne um 4 % zurückgehen, was vor allem auf rohstoffbezogene Sektoren zurückzuführen sein wird. Im Energiesektor dürften die Gewinne um 65 %, im Grundstoffsektor um 17 % einbrechen. Auch in anderen Sektoren ist eine Wachstumsverlangsamung zu verzeichnen. Dies lässt sich durch den starken US-Dollar erklären, der den Exporteuren schadet. Außerdem besteht der Eindruck, dass die Gewinne von

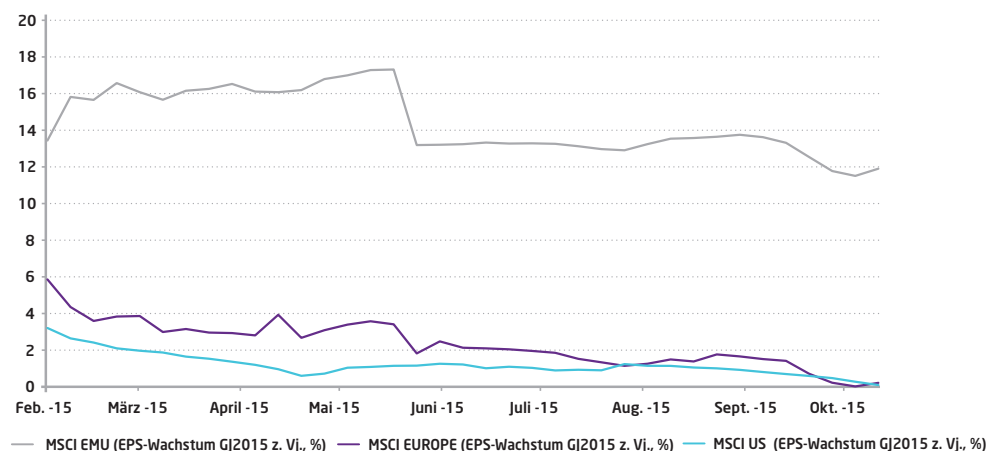
US-Unternehmen ihren Höchststand erreicht haben und zunehmend von steigenden Betriebskosten unter Druck gesetzt werden. Aktienrückkäufe und M&A sind weiterhin sehr beliebt und dürften US-Aktien eine strukturelle Stütze bieten. Der Ausblick auf eine Zinserhöhung könnte dem aber ein Ende bereiten. Da der MSCI US mit einem erwarteten KGV für die nächsten zwölf Monate von 16,2 (nur 6 % unter dem höchsten Stand seit über zehn Jahren) bewertet ist, halten wir andere Märkte für aussichtsreicher.

„Die Effektivität und Glaubwürdigkeit der Zentralbankpolitik gerät zunehmend in die Kritik“

Unsere bevorzugten Sektoren in den USA sind nach wie vor IT und Gesundheit. Der IT-Sektor bietet ein starkes Wachstum (erwartetes EPS-Wachstum von 13 % für 2015); die Unternehmensbilanzen sind solide und die Bewertungen nicht anspruchsvoll. Trotz vorübergehender Volatilität wegen Diskussionen um die Medikamentenpreise ist das Gesund-

heitswesen im Hinblick auf das Gewinnwachstumspotenzial (12 % für 2015) ebenfalls relativ attraktiv. Unterdessen sind die Bilanzen mit einem Verhältnis zwischen Nettoverschuldung und EBIDA von nur 1,1 robust, was den Sektor in eine starke Ausgangslage versetzt, um die Dividenden zu erhöhen und Kapitalmaßnahmen durchzuführen.

EPS-Wachstum



Quelle: BIL, Thomson Reuters Datastream

Japan

Die Bank of Japan (BoJ) ist meilenweit von ihrem Inflationsziel von 2 % entfernt.

weitere quantitative Lockerung (QQE) positiv, denn die BoJ müsste sich auf den Kauf von ETFs verlagern.

Dies ist ausschließlich auf die niedrigen Energiepreise zurückzuführen. Die Wirtschaft befindet sich indes unter Umständen in einer technischen Rezession. Die BoJ dürfte bereits gewarnt sein und könnte dementsprechende Maßnahmen ergreifen. Das externe Umfeld für Exporteure bleibt schwach und die Zentralbank könnte dies als Argument für eine weitere geldpolitische Lockerung nutzen. In Japan hat der öffentliche Pensionsfonds (GPIF) mittlerweile 25 % seiner Vermögenswerte in Aktien investiert und somit sein neu gestecktes Anlageziel erreicht. Zwar besteht Spielraum, bis zu 34 % in Aktien zu investieren, allerdings ist ein solcher Schritt alles andere als sicher. Unterdessen müssen sich andere Pensionsfonds erst noch dazu durchringen, sich stärker in Aktien zu engagieren. Aus Anlegersicht wäre eine

Anstelle einer weiteren QQE besteht jedoch die Möglichkeit eines Nachtragshaushalts von 3-5 Bio. JPY. Vor allem Bauunternehmen würden hiervon profitieren. Das EPS-Wachstum außerhalb des Fertigungssektors bleibt solide. Die BoJ hält ein Drittel aller ausstehenden japanischen Staatsanleihen und weitere Käufe sind nur mehr begrenzt möglich. Die Notenbank könnte andere Vermögenswerte wie ETFs aufkaufen, wovon Aktien profitieren würden.

Wir weisen darauf hin, dass die Bilanz der BoJ mittlerweile auf 74 % des BIP aufgebläht worden ist, verglichen mit jeweils 25 % bei der Fed und der EZB. Da wir uns in beispiellosen Zeiten befinden, ist ungewiss, wie weit die BoJ noch gehen kann.

Festverzinsliche Anlagen

Die enthusiastische Einschätzung zu den realen Renditen auf US-Anleihen lautet, dass sie absurd niedrig sind und um einige hundert Basispunkte nach oben schießen dürfen, sobald die Fed damit beginnt, die Zinsen zu erhöhen.

Im Falle der Fed deutet die bisherige Erfahrung darauf hin, dass verfrühte Zinserhöhungen mit höheren Opportunitätskosten einhergehen als verspätete. Ferner bleiben die Auswirkungen der gegenwärtigen Lage an den Schwellenmärkten abzuwarten, und das überschüssige Angebot an den Rohstoffmärkten, das u. a. für die niedrige Inflation in den Industrieländern verantwortlich ist, wird noch einige Zeit fortbestehen.

Die verhaltenere Einschätzung lautet indes, dass die realen Renditen auf historisch sehr niedrige Niveaus gefallen sind, sich allerdings wohl nur allmählich „normalisieren“ werden und im Verhältnis zum nominalen BIP-Wachstum niedrig bleiben werden. Es scheint zunehmend Klarheit darüber zu herrschen, dass unsere Finanzsysteme im Verhältnis zum Wirtschaftswachstum und angesichts einer mangelnden Inflation eine zu hohe Verschuldung aufweisen. Die Effektivität und Glaubwürdigkeit der Zentralbankpolitik gerät zunehmend in die Kritik. Für einige Zentralbanken (z. B. die EZB und BoJ) stehen unter Umständen weitere unorthodoxe geldpolitische Maßnahmen an, während die interne Diskussion bei der US-Notenbank, wann nun die erste Zinserhöhung erfolgen soll, die Anleger weiterhin vordergründig beschäftigt.

Aus taktischer Sicht könnten die Renditen auf Anleihen der Industrieländer indes weiter nach unten tendieren. Unter Berücksichtigung der beobachteten Inflation sind die realen Renditen im Falle der meisten Industrieländer mittlerweile im Licht der gegenwärtigen makroökonomischen Unwägbarkeiten attraktiv.

Angesichts des Abwärtsdrucks und des stärkeren Euro gehen wir davon aus, dass die EZB in den kommenden Monaten

Schlussfolgerungen

Die Bedenken über das globale Wachstum haben in den letzten Monaten stark zugenommen. Sofern kein geldpolitischer Fehltritt vorliegt, glauben wir, dass sich die Risikobereitschaft wieder erholen und 2016 ein Spitzenniveau erreichen wird. Interessant ist, dass es sich hier um einen jener Momente handelt, in dem das makroökonomische Umfeld wirklich den Ausschlag gibt. Obschon sich die Aktienmärkte kurzfristig wieder stabilisiert haben, sind Panikverkäufe infolge volatiler makroökonomischer Meldungen aus China und den USA immer noch möglich. Allerdings glauben wir, dass die Regierung Chinas der Abkühlung mit einer Reihe liquiditätsfördernder Maßnahmen entgegengetreten wird, die den Wachstumsmotor schmieren dürften.

Bis auf Weiteres positionieren wir uns vorsichtig:

- Insgesamt ziehen wir weiterhin Aktien vor, aber wie bereits erörtert, könnte es immer noch zu Panikverkäufen kommen. Wir bevorzugen europäische Aktien gegenüber japanischen und US-amerikanischen. Europäische Small Caps könnten immer noch von einer erneuten quantitativen Lockerung profitieren. Anstatt unsere Aktienpositionen deutlich aufzustoßen, gehen wir auf Nummer sicher, indem wir mit Bedacht Konsumtitel und dividendenstarke Aktien auswählen.
- Kurzfristig dürfte die Inflation den Anlegern nicht schaden. Wir halten nach hohen realen Renditen Ausschau. In diesem Zusammenhang interessieren uns auf US-Dollar lautende Schwellenländeranleihen und Hochzinsanleihen von Unternehmen mit Beteiligungen am Wachstum in Europa und den dortigen Konsumausgaben.
- Wie bereits erwähnt, sind wir bestrebt, keine lange Durationsposition zu verfolgen, da unseres Erachtens die in den USA schwächeren Zinsen von kurzer Dauer sein dürften.
- Längerfristig sind wir positiv gegenüber dem US-Dollar eingestellt, da unserer Einschätzung zufolge der US-Zyklus noch nicht ausgespielt hat. Der wesentliche Punkt ist, dass die Fed die Zinsen erst dann deutlich anheben wird, wenn sich im Ausland erste konkrete Anzeichen für ein Wachstum ausmachen lassen.

Wie ist aber mit den Schwellenmärkten umzugehen? Hier sind der US-Dollar (Liquidität) und die Rohstoffpreise ausschlaggebend. Da wir der Meinung sind, dass die Rohstoffpreise auf längere Zeit niedriger bleiben werden und der US-Dollar nicht sofort aufwerten dürfte, haben wir es mit konträren Trends zu tun. Wahrscheinlich würde es Sinn machen, Schwellenmarktaktien im Zuge von Panikverkäufen zu kaufen.

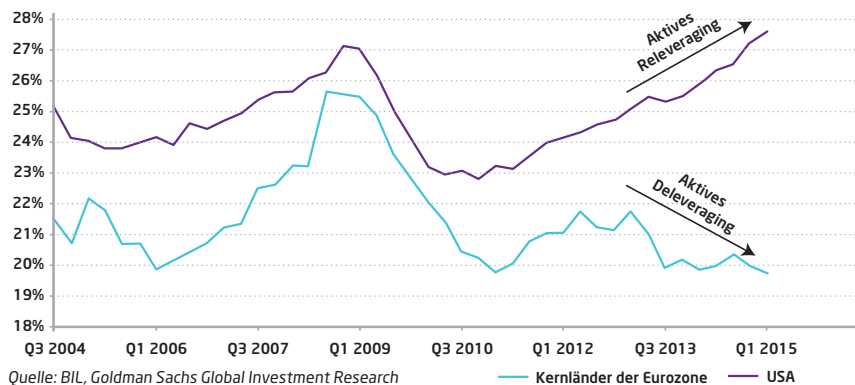
Yves Kuhn
Chief Investment Officer

eine Expansion ihres QE-Programms ankündigen wird. Darüber hinaus preist der Markt eine 40 %ige Wahrscheinlichkeit für eine Senkung des Einlagenzinses um 10 Basispunkte ein.

Die US-Spreads weiteten sich infolge der Liquiditätsbedingungen, des Verkaufsdrucks an den Schwellenmärkten und der erhöhten Finanzierungskosten für Sicherheiten vor allem zum Quartalsende plötzlich aus. Die EUR-Spreads verzeichneten dagegen eine Verengung, die wiederum die Erwartungen auf zusätzliche Lockerungsmaßnahmen der EZB widerspiegelt. Folglich dürfte die EZB den Abverkauf in Zusammenhang mit den Schwellenmärkten abgefedert haben.

Anleihen mit Investment-Grade-Rating und Hochzinsanleihen bieten nach wie vor relatives Wertpotenzial gegenüber Staatsanleihen und verglichen mit den historischen Ausfallzyklen. Allerdings gilt es, die Qualität genau ins Auge zu fassen. An den Kreditmärkten ziehen wir weiterhin europäische Titel gegenüber US-amerikanischen vor, was wir mit der eindeutigen Auseinanderentwicklung bei den Fundamentaldaten und potenziellen Ausfällen (siehe Abbildung) begründen.

Saisonbereinigte Median-Verhältnisse der Nettoverschuldung zur Bilanzsumme für Anleiheemittenten aus den USA und den Kernländern Europas



Die Krise hat in den europäischen Peripherieländern gezwungenermaßen zu Arbeitsmarktreformen und besser funktionierenden Arbeitsmärkten geführt. Die Reformen erhöhen das potenzielle Wachstum durch eine verbesserte Erwerbsbeteiligung. Die Kreditzinsen nähern sich einander an; die Maßnahmen der EZB unterstützen die Verbesserungen bei den Finanzierungssätzen für kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU) in den Peripherieländern.

- Kreditzinsen für spanische und italienische KMU sind stark rückläufig
- Quantitative Lockerung der EZB mindert Finanzierungskosten für Regierungen der Peripherieländer
- Italiens Kosten für den Schuldendienst dürften um 1 % des BIP fallen
- Einsparungen könnten für eine beschleunigte Entschuldung eingesetzt werden
- Haushaltspolitische Kapazitäten für wachstumsfördernde Maßnahmen werden genutzt

Wir sind beim Ausblick bezüglich der Duration vorsichtig: Wir halten mittlerweile nach bestätigenden Anzeichen Ausschau, um einschätzen zu können, ob die jüngste Flaute nur ein Ausrutscher oder der Beginn einer länger andauernden Wachstumsabkühlung ist. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass sich die Abkühlung als vorübergehend herausstellen wird. Da die Märkte für negative Überraschungen bei den Datenveröffentlichungen jedoch sehr anfällig sind, empfehlen wir eine neutrale Durationsposition, bis mehr Klarheit vorherrscht. Folglich ist es ratsam, gegenüber globalen Unternehmensanleihen weiterhin eine vorsichtige Haltung einzunehmen.

Da sich die wirtschaftlichen Bedingungen jederzeit ändern können, sind die in diesem Ausblick präsentierten Angaben und Meinungen nur zum 27. Oktober 2015 aktuell. Diese Publikation basiert auf Daten, die öffentlich zugänglich sind, sowie auf Informationen, die als zuverlässig angesehen werden. Trotz der besonderen Aufmerksamkeit für den Inhalt können in Bezug auf dessen Richtigkeit oder Vollständigkeit keine Garantien, Zusicherungen oder Gewährleistungen abgegeben werden. Die Banque Internationale à Luxembourg übernimmt keinerlei Haftung oder Verantwortung für die hierin enthaltenen Informationen. Dieses Dokument wurde ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung dar, eine Anlage zu tätigen. Es obliegt den Anlegern selbst zu prüfen, ob die hierin enthaltenen Informationen für ihre Bedürfnisse und Ziele geeignet sind, oder sich vor einer Anlageentscheidung auf Basis dieser Informationen beraten zu lassen. Die Banque Internationale à Luxembourg übernimmt keinerlei Haftung für Anlageentscheidungen gleich welcher Art, die der Nutzer dieser Publikation trifft und die in irgendeiner Weise auf dieser Publikation basieren, noch für Verluste oder Schäden, die aus der Nutzung dieser Publikation oder der Verwendung ihres Inhalts entstehen. Diese Publikation darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung von der Banque Internationale à Luxembourg weder in irgendeiner Form kopiert oder vervielfältigt, noch weitergegeben werden.

Diese Publikation wurde verfasst von: Banque Internationale à Luxembourg | 69, route d'Esch | L-2953 Luxembourg | RCS Luxembourg B-6307 | Tel. +352 4590 6699 | www.bil.com

