

Unsere Meinung

H2 2018

Stagflation im Anmarsch?



Inhalt

- Makroökonomische Trends
- Aktienmärkte
- Staatsanleihen, Geld und Kreditmärkte
- Rohstoffe
- Picard Angst Anlagefonds - Performance 2018

Inhaltsverzeichnis

Makroökonomische Trends 1

Schwächelnde vorlaufende Indikatoren und hinter Erwartungen zurückbleibende Wirtschaftsdaten werfen Schatten auf die Wachstumsaussichten

Protektionismus und ein drohender globaler Handelskrieg erhöhen die latenten Risiken für die Weltwirtschaft

Ein Ausbruch der Inflation kündigt sich an und dürfte vorerst von den Zentralbanken weitgehend geduldet werden

Neubewertung unserer Konjunkturszenarien

Szenario I: Inflationärer spätzyklischer Boom

Szenario II: Abrupter zyklischer Konjunkturreinbruch

FX-Märkte: Nach unerwarteter Schwächephase zum Jahresauftakt treibt die Rückkehr des Fokus auf die Zinsentwicklung einen Rebound des US-Dollar, während das Ende des Carry Trade EM-Währungen unter Druck setzt

Geopolitische Risiken eskalieren, doch die Finanzmärkte lassen sich (noch) nicht beunruhigen

Aktienmärkte 9

Ein Volatilitätsschock setzt dem globalen Aufwärtstrend vorerst ein Ende, während der Anlegeroptimismus bezüglich der künftigen Entwicklung der Unternehmensgewinne nachlässt

Chancen für weiter steigende Unternehmensgewinne in Europa bleiben intakt, doch politische und makroökonomische Risiken sind markant gestiegen

US-Aktien: Trotz Outperformance im ersten Halbjahr im Zuge der Reform der Unternehmenssteuer aus fundamentaler Warte weiterhin unattraktiv

Risiken für Schwellenlandaktien kristallisieren sich, doch einzelne Regionen und Länder bleiben interessant

Staatsanleihen, Geld- und Kreditmärkte 18

Beschleunigung der Inflation und Normalisierung der Geldpolitik treiben den Zinsanstieg, doch strukturelle Faktoren halten Druck am langen Ende der Zinskurve aufrecht

Inflationsgeschützte Anleihen gegenüber nominellen Obligationen bevorzugt

Kurze Laufzeitprofile und variabel verzinsliche Anlagen in US-Dollar bleiben erste Wahl angesichts unwägbarer Durationsrisiken

Schwellenländeranleihen: Katerstimmung macht sich breit

Markt für Unternehmensanleihen in Europa im Klammergriff der Zentralbank

Rohstoffe 25

Der zyklische Aufschwung verfestigt sich

Anziehender Inflationsdruck verbessert die Aussichten für Rohstoffanlagen trotz nachlassender Wachstumsdynamik weiter

Energie

Industriemetalle

Edelmetalle

Agrarrohstoffe

Picard Angst Anlagefonds – Performance 2018..... 32

Rohstoffe – «Enhanced Beta» Strategien

Rohstoffe – Systematische Risikoprämien-Strategien – Long-Short

Aktien

Makroökonomische Trends

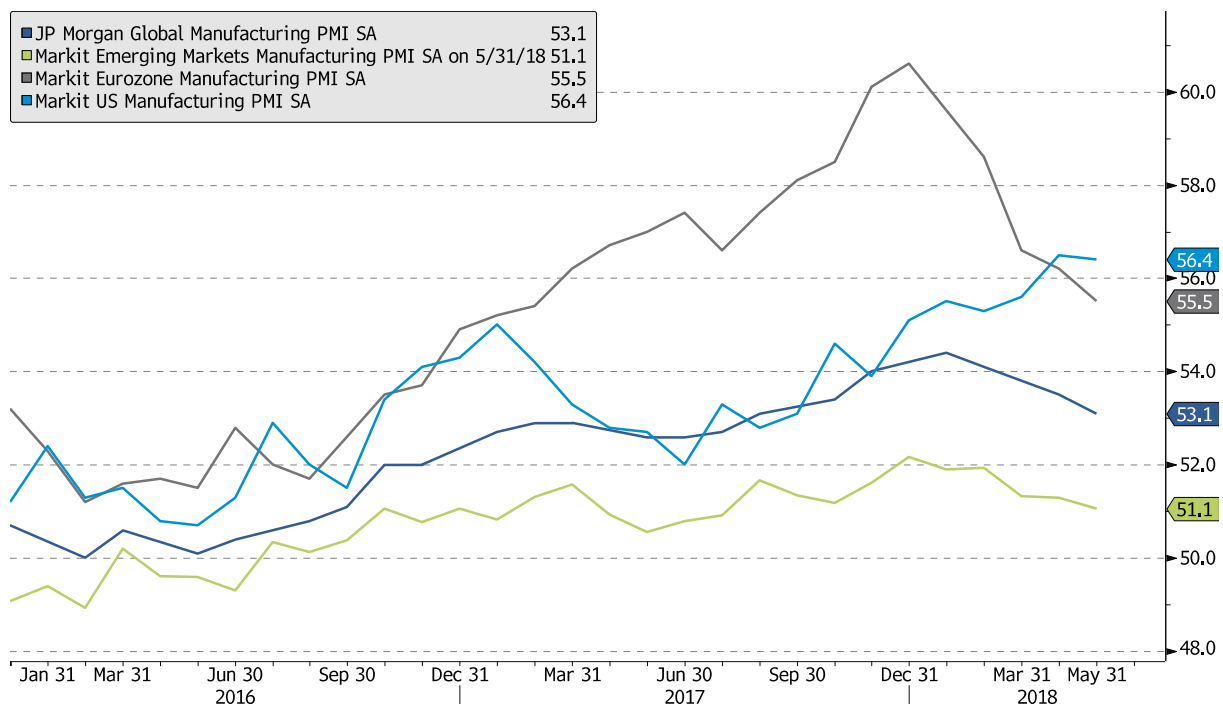
So manche der in der Finanzpresse und Analystengemeinde zum Jahresbeginn im Konsensus gehaltenen Prognosen über den Pfad der Finanzmärkte im laufenden Jahre stellen sich zur Jahresmitte 2018 als durchaus revisionsbedürftig dar. So hat die Fassade der global synchronisierten Wachstumsbeschleunigung deutliche Kratzer abbekommen, Schwellenländer über die Anlageklassen hinweg haben Federn gelassen, und das allseits erwartete Aufholen Europas gegenüber den Vereinigten Staaten droht, sich einmal mehr als Luftschloss zu entpuppen vor dem Hintergrund des Wiederaufflammens politischer Krisenstimmung in der Europäischen Union.

Anlass genug für uns, über die Bücher zu gehen, die zum Jahresanfang getroffenen Einschätzungen kritisch zu hinterfragen und wo angezeigt neu zu beurteilen. Auswirkungen ergeben sich dabei insbesondere auch auf die zwei möglichen konjunkturellen Szenarien, welche wir in unserem Jahresausblick 2018 zur Diskussion gestellt hatten.

Schwächelnde vorlaufende Indikatoren und hinter Erwartungen zurückbleibende Wirtschaftsdaten werfen Schatten auf die Wachstumsaussichten

- Nachdem zum Jahresende 2017 noch ein sehr optimistisches vom Eindruck eines sich verfestigenden global synchronisierten konjunkturellen Aufschwungs geprägtes Bild geherrscht hatte, hat diese Dynamik im neuen Jahr deutlich an Momentum verloren.
- Es scheint als hätten vorlaufende Indikatoren wie Einkaufsmanagerindizes für das fertige Gewerbe (PMI) ihren Hochpunkt überschritten (siehe Abb. 1). Lediglich die Vereinigten Staaten stemmen sich diesem Trend noch entgegen dank des Auftriebs, der durch die zum Jahreswechsel in Kraft getretene Steuerreform ausgelöst wurde.

Abb. 1: Vorlaufende Indikatoren orten eine Wachstumsverlangsamung am Horizont



Quelle: Bloomberg LP, 2018

- Allerdings wird die fiskalische Lockerung durch die immer restriktivere Geldpolitik der Federal Reserve zunehmend konterkariert. Auch ist von den durch die steuerliche Entlastung erhofften positiven Impulsen auf die Einkommensentwicklung der privaten Haushalte und die Investitionsbereitschaft der Unternehmen noch kaum etwas zu verspüren. Dementsprechend ist das BIP-Wachstum in den Vereinigten Staaten mit 2.2% im ersten Quartal hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Nahezu die Hälfte des BIP-Wachstums in der laufenden wirtschaftlichen Erholung ist durch die Reduktion der Arbeitslosenrate getrieben worden. Angesichts des Vollbeschäftigungsniveaus, welches mittlerweile erreicht worden ist, hat sich damit das prospektive Wachstumspotential weiter reduziert.
- Doch nicht nur Erwartungen an die Zukunft werden bescheidener, auch die laufenden seit Jahresbeginn vermeldeten Wirtschaftszahlen halten mit den Schätzungen der Analysten nicht mehr Schritt. Deutlich abzulesen ist dies am Verlauf der Citi Economic Surprise Indizes für die einzelnen Länder und Weltregionen (siehe Abb. 2).

Abb. 2: Seit Jahresbeginn vermeldete Wirtschaftszahlen halten mit den Schätzungen der Analysten nicht mehr Schritt



Quelle: Bloomberg LP, 2018

- Bedenklich stimmt, dass die Eurozone in beiderlei Hinsicht die Negativrangliste anführt, waren doch grosse Hoffnungen in ein Aufholen der Wachstumsdynamik gegenüber den Vereinigten Staaten gesetzt worden angesichts des in Europa weniger weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus. Die von Italien erneut anschaulich demonstrierten ökonomischen Ungleichgewichte in der Eurozone dürften wenig zuträglich sein, das Ruder kurzfristig wieder herumzureissen.
- Nichtsdestotrotz verharren die Wachstumserwartungen für die Weltwirtschaft allenthalben auf hohem Niveau. Noch hält auch der Internationale Währungsfonds (IWF) für 2018 an seiner Prognose eines Zuwachses des realen globalen Bruttoinlandprodukts (BIP) von beinahe 4% fest. Das langfristige Potentialwachstum würde damit deutlich übertroffen werden.
- Die Rolle der Lokomotive der Weltwirtschaft bleibt den Ökonomien der Schwellenländer zuge-dacht. Doch gerade hier droht Ungemach. Denn wie in unserem Jahresausblick antizipiert hat der Anstieg der Zinsen weltweit, obwohl er bisher äusserst moderat ausgefallen ist, gepaart mit dem wiedererstarteten US-Dollar für ein Versiegen wenn nicht gar in vielen Fällen eine Umkehr der Kapitalflüsse gesorgt. Zur Verteidigung der lokalen Währungen und Kapitalmärkte durch die Zent-

ralbanken eingeleitete Verschärfungen der Finanzierungsbedingungen sind einer Verfestigung der Expansionsdynamik nicht förderlich. Zusätzlich erhöht der stetige Anstieg der Energiepreise seit Jahresbeginn den Druck auf die Schwellenländer.

- Als Lichtblick erscheint in diesem Kontext allerdings China. Trotz des verstärkten politischen Fokus auf die Bekämpfung von wirtschaftlichen Ungleichgewichten und aufkeimenden Spekulationsblasen im Immobiliensektor, was eine straffere Geldpolitik und eine Beschränkung des Kreditwachstums mit sich gebracht hat, hält sich das Wachstum bisher robust nahe 7% p.a.
- Trotz der insgesamt optimistischen Grundstimmung, die an den Finanzmärkten weiterhin dominiert, steht die mittel- und langfristige Nachhaltigkeit des Aufschwungs in Frage. Denn Schätzungen des Potentialwachstums der entwickelten Volkswirtschaften sind seit Jahren rückläufig. So sind aufgrund einer Kombination demographischer Faktoren und nachhaltig fallenden Produktivitätswachstums für die Vereinigten Staaten künftig reale Wachstumsraten von kaum mehr als 1% p.a. zu erwarten. Ein ähnlicher Trend ist in Europa zu beobachten. Gleichzeitig hat sich der Verschuldungsgrad privater wie öffentlicher Haushalte in den westlichen Volkswirtschaften massiv erhöht. Dass dies insgesamt noch nicht zu ernsthaften Problemen geführt hat, ist allein dem Umstand zu verdanken, dass die Zinsen bisher tief geblieben und die Aufwendungen für den Schuldendienst dadurch gar gefallen sind.

Protektionismus und ein drohender globaler Handelskrieg erhöhen die latenten Risiken für die Weltwirtschaft

- Bestand zu Beginn der Amtszeit des amerikanischen Präsidenten Trump noch die Hoffnung, dass sich die protektionistischen Programmpunkte der politischen Agenda und die populistische Grundhaltung zu einem guten Teil an der Realität des politischen Alltags abschleifen würden, ist man zumindest hinsichtlich der Einstellung gegenüber dem Welthandel inzwischen eines besseren belehrt worden. Dabei beschränkt sich der Stein des Anstoßes keineswegs auf China. Der gleiche raue Wind weht den verbündeten Europäern ins Gesicht, und selbst direkte Nachbarn wie Kanada und Mexiko werden von politisch motivierten Zöllen auf Stahl und Aluminium nicht verschont, um sie gefügig zu machen und Zugeständnisse für eine Revision des NAFTA-Freihandelsabkommens zu erzwingen.
- Dementsprechend finden sich mittlerweile Vergeltungsmassnahmen auf der politischen Tagesordnung, und es droht eine Eskalationsspirale immer weiterreichender Gegenmassnahmen. Selbstredend ist ein solcher globaler Handelskrieg Gift für die Dynamik der Weltwirtschaft.
- Auch dürften durch die Einführung neuer Zölle und technischer Handelshemmnisse ohnehin schon bestehende inflationäre Tendenzen (siehe unten) noch weiter angefeuert werden.

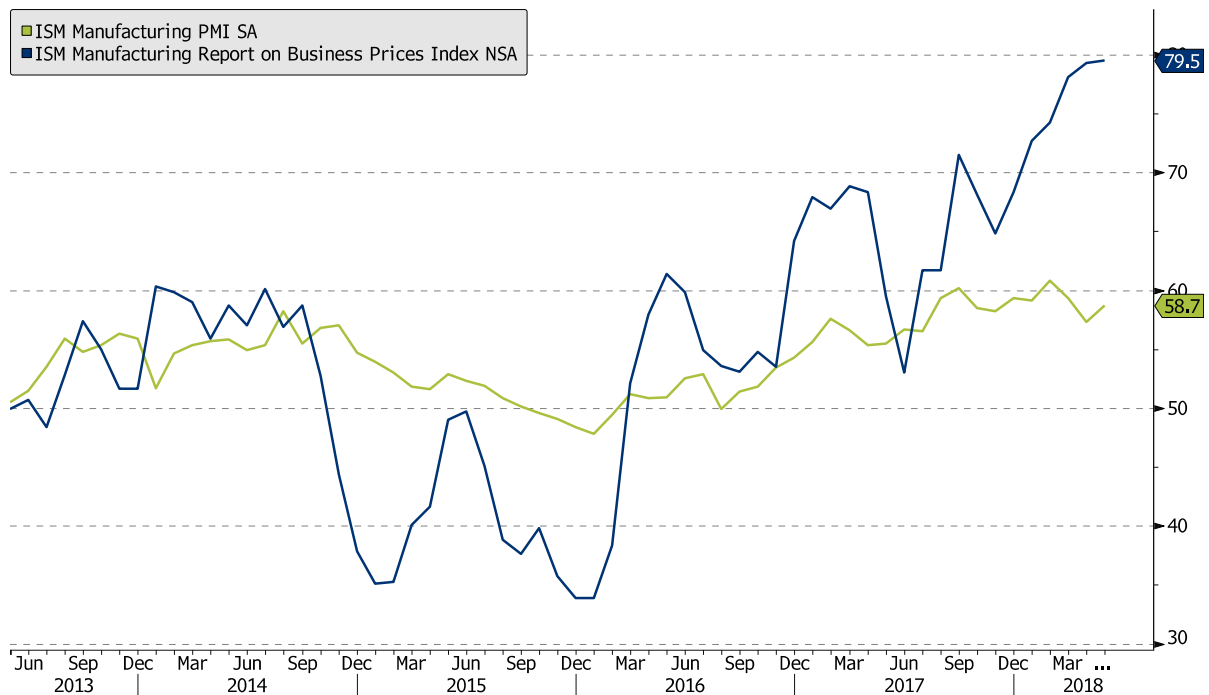
Ein Ausbruch der Inflation kündigt sich an und dürfte vorerst von den Zentralbanken weitgehend geduldet werden

- Im Zuge der bald zehnjährigen wirtschaftlichen Erholung seit der globalen Finanzkrise haben strukturelle Faktoren wie der Einfluss der zunehmenden Digitalisierung (E-Commerce) und Automatisierung (Robotereinsatz) eine stetig preisdämpfende Wirkung ausgeübt. Zwar steigen die Löhne, jedoch in deutlich geringerem Umfang als die tiefen Arbeitslosenraten in Ländern wie den Vereinigten Staaten oder Deutschland dies vermuten liessen.
- Inzwischen mehren sich jedoch die Anzeichen für ein absehbares Ende der langanhaltenden Phase gedämpften Preisdrucks. Denn während sich vorlaufende Indikatoren wie Einkaufsmanagerindizes insgesamt zuletzt abgeschwächt haben, ergibt ein Blick auf die einzelnen Komponenten dieser Diffusionsindizes ein differenziertes Bild. So ist etwa die Produzentenpreiskomponente des amerikanischen ISM Manufacturing PMI seit Jahresbeginn sukzessive angestiegen und nähert sich historischen Höchstständen (siehe Abb. 3).
- Es ist davon auszugehen, dass dieser Preisdruck durch die Wertschöpfungskette weitergereicht wird und über die nächsten Monate auch bei den Konsumentenpreisen Spuren hinterlassen wird.

Der US-Konsumentenpreisindex ist seit Jahresbeginn um 0.4% auf mittlerweile 2.5% angestiegen und liegt damit bereits deutlich über der Zielrate der Zentralbank.

- In den Vereinigten Staaten droht zudem weiterer Preisdruck über die Lohnentwicklung im ausgetrockneten Arbeitsmarkt, wo die Arbeitslosenrate zuletzt auf einen neuen Tiefstand von 3.8% gefallen ist.

Abb. 3: Rückläufige Konjunkturdynamik täuscht über eskalierenden Preisdruck in der Wertschöpfungskette hinweg



Quelle: Bloomberg, 2018

- Dass die Zentralbanken danach streben werden, einer solchen Entwicklung mit durchgreifenden Massnahmen zu begegnen, ist nicht zu rechnen. Im Gegenteil werden diese doch nicht müde zu betonen, dass der Pfad zu einer Normalisierung der Geldpolitik von einem Vorgehen in kleinen und wohlbedachten Schritten geprägt sein wird. Ein Überschiessen der Inflation ist durchaus gewünscht, und zumindest in den Vereinigten Staaten würde eine Konsumentenpreis-inflation von über 3% in der zweiten Jahreshälfte nicht überraschen.
- Nichtsdestotrotz wird die Normalisierung der Geldpolitik voranschreiten und sich in der zweiten Jahreshälfte verstärkt als Gegenwind für die Konjunktur aber auch ambitionierte Bewertungen an den Kapitalmärkten bemerkbar machen. Denn hatte die Europäische Zentralbank (EZB) in der ersten Jahreshälfte mit ihren Kaufprogrammen den Schrumpfungsprozess der US-Notenbankbilanz noch pariert, ist damit zu rechnen, dass ab September auch diese Programme schrittweise bis zum Jahresende eingestellt werden. Ab 2019 drohen dann auch in Europa erste Leitzinserhöhungen.
- Angesichts der enttäuschenden Wachstumsentwicklung drohen in den Vereinigten Staaten Befürchtungen wahr zu werden, dass sich der reale Wachstumseffekt der Steuerreform als vernachlässigbar entpuppten könnte und sich die fiskalische Lockerung in einem rein inflationären Impuls entlädt. Aus konjunktureller Perspektive wird dadurch das Gespenst der Stagflation aus der Motenkiste geholt. Weitere Zinsschritte in rascher Folge über die für das laufende Jahr in Aussicht gestellten drei hinaus wären in einer solchen Situation lediglich ein erster Schritt, um das Abgleiten in zuletzt in den 1970er Jahren durchlebte Szenarien abzuwenden.

Neubewertung unserer Konjunkturszenarien

Im Rahmen unseres Ausblicks auf die Kapitalmärkte 2018 haben wir zum Ende des Vorjahres zwei sehr unterschiedliche Szenarien zur Diskussion gestellt, welche wir nach einer kurzen Rekapitulation im Folgenden im Lichte der Entwicklungen des ersten Halbjahres einer Neubewertung unterziehen.

Szenario I: Inflationärer spätzyklischer Boom

- Die wirtschaftliche Erholung seit der globalen Finanzkrise war geprägt von hohen Überkapazitäten, welche sich nur sehr langsam reduzierten. Zum einen ergab sich als unbeabsichtigte Folge der Tiefzinspolitik der Notenbanken die Situation, dass viele ineffiziente Unternehmen am Leben gehalten wurden und in der Rezession deshalb Produktionskapazitäten in geringerem Umfang als historisch üblich eliminiert wurden. Zum anderen durchlitten private Haushalte eine Bilanzrezession, die zur Folge hatte, dass die Reaktion von Konsumenten und Unternehmen auf fiskalische und geldpolitische Impulse weit unterdurchschnittlich ausfiel.
- Inzwischen sind nach acht Jahren der wirtschaftlichen Erholung, kräftigen Beschäftigungswachstums und der Zurückhaltung bei Kapitalinvestitionen Reservekapazitäten jedoch weltweit weitestgehend erschöpft. Gleichzeitig hat der starke Anstieg der Vermögenspreise zur Gesundung der Bilanzen von Unternehmen und Konsumenten beigetragen, so dass die Konsum- und Investitionsneigung signifikant zugenommen hat.
- Als Konsequenz ist es wahrscheinlich, dass sich das Wirtschaftswachstum auf absehbare Zeit über Potential halten und verbliebene ungenutzte Kapazitäten über die nächsten Quartale erschöpft werden. Unter diesem Szenario ist mit einer substantiellen Beschleunigung der Lohninflation zu rechnen. Ein zunehmender Anteil der überschüssigen Liquidität im Bankensystem würde den Weg in die Realwirtschaft finden in der Form höherer Konsumausgaben.
- Seitens der Zentralbanken ist auf eine solche Entwicklung zunächst mit einer verhaltenen Reaktion zu rechnen. Denn die temporäre Tolerierung überschüssender Inflation erlaubt es, die nominalen Zinsen allmählich anzuheben, ohne die Realzinsen im gleichen Umfang in die Höhe zu treiben. Die Aktienmärkte dürften auf ein solches Szenario zunächst positiv reagieren, solange die Gewinnerwartungen steigen. Signifikant profitieren werden dagegen spätzyklische Anlageklassen wie etwa Rohstoffe, welche eine ausgeprägte Sensitivität gegenüber Inflationsdruck aufweisen.

Szenario II: Abrupter zyklischer Konjunkturreinbruch

- Das zentrale Element des alternativen Szenarios ist ein unverhofftes Ende der seit über acht Jahren anhaltenden globalen konjunkturellen Expansion. Aus statistischer Perspektive betrachtet fällt der aktuelle Aufschwung bereits unter die längsten seit dem zweiten Weltkrieg verzeichneten Wachstumsphasen, was die nächste Rezession überfällig macht. Bedeutende Volkswirtschaften wie China und die Vereinigten Staaten weisen zudem bei näherer Betrachtung verschiedene Anzeichen für ein nahendes Ende der zyklischen Erholung auf.
- Hinzu kommen Faktoren struktureller Natur, welche über die vergangenen Jahre bereits als konjunktureller Gegenwind gewirkt haben und bisher kaum durch wirksame Massnahmen adressiert wurden. Zu diesen gehört zum einen der demographische Wandel, welcher in den OECD-Volkswirtschaften aber zunehmend auch in China aufgrund der Alterung der Bevölkerung zu einem Schrumpfen der Zahl der Erwerbstätigen führt. Als Folge des seit über einem Jahrzehnt rückläufigen Produktivitätswachstums hat sich das Potentialwachstum der Weltwirtschaft merklich reduziert. Darüber hinaus beschränkt der hohe Grad der Verschuldung das Ausmass, zu welchem ein Wachstum über Potential aufrechterhalten werden kann.
- Besonders gross erscheint die Gefahr, dass das Wachstum über das nächste Jahr mit den Erwartungen nicht Schritt halten kann, im Fall von China. Denn nachdem Xi Jinping seine Macht für die nächsten fünf Jahre gefestigt hat, dürfte sich der Fokus der chinesischen Führung wieder Problemen zuwenden, deren Lösung die Inkaufnahme schwächeren Wirtschaftswachstums bedingt. Dazu gehören die Umweltverschmutzung, industrielle Überkapazitäten und eine ausser

Kontrolle geratene Kreditschöpfung. Geeignete Massnahmen wie striktere Regulierungen, erzwungene Stilllegungen von Fertigungsstätten und Betrieben sowie eine straffere Geldpolitik und die Einschränkung des Schattenbanksystems werden jedoch mit steigenden Zinsen einhergehen. Die Renditen langlaufender chinesischer Staatsanleihen sind bereits auf über 4% angestiegen, was in der Vergangenheit zu scharfen Korrekturen am Immobilienmarkt und gehäuften Zahlungsausfällen bei Unternehmen Anlass gegeben hat.

- Auch in den Vereinigten Staaten mehren sich die Anzeichen, dass sich der aktuelle Aufschwung seinem Ende nähert. So ist das Kreditwachstum im Bankensystem über das letzte Jahr signifikant eingebrochen. Einer strafferen Geldpolitik stehen eine tiefe Sparquote und zunehmend flachere Zinsstrukturkurve gegenüber, was sich in der Vergangenheit als verlässlicher Frühwarnindikator für eine nahende Rezession erwiesen hat (siehe auch Kapitel «Staatsanleihen, Geld- und Kreditmärkte»).
- Der Fall des Eintretens dieses Szenarios hätte insbesondere für die Aktien- und die Kreditmärkte substantiell negative Folgen, während eine Flucht in Staatsanleihen den Anteil negativ rentierender Emissionen wieder in Richtung der Höchststände von 2016 bewegen dürfte.

Zu Jahresbeginn hatten wir dem ersten Szenario eines inflationären Booms das höhere Gewicht eingeräumt, gleichzeitig jedoch die Robustheit und Dauerhaftigkeit einer solchen Entwicklung in Zweifel gezogen und deshalb nicht ausgeschlossen, dass die im Rahmen des zweiten Szenarios thematisierten zyklischen und strukturellen Risikofaktoren einem solchen Boom im Jahresverlauf ein jähes Ende bereiten könnten. In der Zwischenzeit haben sich die Inflationsrisiken konkretisiert, gleichzeitig jedoch die Wachstumsdynamik reduziert. Statt einer Ablösung des ersten durch das zweite Szenario, erscheint plötzlich eine Verschmelzung der inflationären Aspekte des ersten mit einer Abkühlung der Konjunktur gemäss des letzteren als erwägenswerter Evolutionspfad. Klar scheint, dass das Risiko eines Stagflationsszenarios signifikant angestiegen ist.

Unter einer solchen Prämisse dürften im weiteren Jahresverlauf vor allem spätzyklische Anlageklassen profitieren wie etwa Rohstoffe, welche eine ausgeprägte Sensitivität gegenüber Inflationsdruck aufweisen. Die Aktienmärkte dagegen könnten ihre Höchststände bereits hinter sich haben. Während die Abflachung der Laufzeitstrukturen an den Anleihemärkten in Antizipation eines konjunkturellen Abschwungs ihre Fortsetzung finden dürfte.

FX-Märkte: Nach unerwarteter Schwächephase zum Jahresauftakt treibt die Rückkehr des Fokus auf die Zinsentwicklung einen Rebound des US-Dollar, während das Ende des Carry Trade EM-Währungen unter Druck setzt

- Entgegen den Erwartungen vieler Marktteilnehmer, welche zum Jahresbeginn nach der schwachen Entwicklung des US-Dollar im Vorjahr eine Erholung der US-Währung prognostizierten, kannte diese auf handelsgewichteter Basis im ersten Quartal nur eine Richtung, nämlich südwärts (siehe Abb. 4).
- Verantwortlich dafür dürften zu einem beträchtlichen Anteil Auswirkungen der US-Steuerreform auf die internationalen Kapitalflüsse gewesen sein. So hat diese zu einer starken Ausweitung des Budgetdefizits beigetragen. Phasen in denen hohe Haushaltsdefizite in Kombination mit einem ausgeprägten Handelsbilanzdefizit aufgetreten sind, waren auch in der Vergangenheit häufig von einer Abschwächung der US-Währung begleitet gewesen.
- Mit dem zweiten Quartal besannen sich die FX-Marktteilnehmer allerdings wieder des hohen und seit Jahresbeginn sukzessive weiter angestiegenen Zinsdifferentials des US-Dollar gegenüber dem Rest der OECD-Währungen und legte eine scharfe Trendwende hin. Hinsichtlich des Wechselkurses gegenüber dem Euro dürfte dabei auch das Abfallen der konjunkturellen Entwicklung der Eurozone gegenüber der US-Wirtschaft (siehe Abb. 1 und Abb. 2) eine Rolle gespielt haben.
- Als problematisch hat sich der erneute Anstieg der Zinsdifferenzen gegenüber dem US-Dollar vor allem für Anleger mit der Heimwährung Schweizer Franken oder Euro erwiesen, welche ihre Fremdwährungsaussetzung aus US-Anlagen absichern. Diese Absicherungskosten haben inzwi-

schen im Fall des Schweizer Franken die Schwelle von 3% p.a. überschritten, ohne dass für das laufende Jahr eine Aussicht auf Entlastung bestünde.

- Für den weiteren Jahresverlauf erwarten wir einen tendenziell leicht schwächeren US-Dollar. Bei keiner anderen Währung ist der Normalisierungspfad der Geldpolitik bereits so weitgehend eingepreist. Mit der anstehenden Einstellung des quantitativen Lockerungsprogramms der EZB wird sich der Fokus des Marktes aber zunehmend auf das Aufholpotential der Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar richten.
- Für die Währungen der meisten Schwellenländer kann eine Abschwächung der US-Währung nicht schnell genug kommen. Den beliebte Carry Trades, um von höheren Zinsen in Schwellenländern zu profitieren, sind kollabiert und haben sich für viele Anleger in einen Alptraum verkehrt. Gemessen am J.P. Morgan Emerging Market Currency Index (EMCI) wurde der grösste Teil der Kursgewinne des Vorjahres inzwischen wieder abgegeben (siehe Abb. 4).
- Gefährlicher und ein Risikofaktor für die Weltkonjunktur ist jedoch die dadurch ausgelöste Umkehr der Kapitalflüsse. Besonders gelitten haben die Währungen Argentiniens, Brasiliens und der Türkei, wobei im Fall der Türkei eine politisch motivierte Weigerung, erforderliche Zinserhöhungen zur Verteidigung vorzunehmen, belastend hinzukommt.

Abb. 4: Scharfe Erholung des US-Dollar löst eine Flucht aus EM-Währungen aus



Quelle: Bloomberg, 2018

Geopolitische Risiken eskalieren, doch die Finanzmärkte lassen sich (noch) nicht beunruhigen

- Waren im vergangenen Jahr geopolitische Risiken zwar latent präsent gewesen jedoch nicht eskaliert, so hat sich dies im laufenden Jahr geändert. Ebenfalls gewandelt hat sich jedoch auch die Natur der Bedrohungen. Während sich die Lage in Syrien beruhigt und Nordkorea scheinbar und zumindest vorerst vom Tiger zum Bettvorleger mutiert ist, sind die neuen Brennpunkte der Iran und Italien.
- Der einseitige Austritt der Vereinigten Staaten aus dem Nuklearabkommen mit dem Iran hat nicht nur für Turbulenzen an den Erdölmärkten gesorgt (siehe Kapitel «Rohstoffe») sondern auch die labile politische Lage im Nahen Osten weiter destabilisiert. Hinzu kommt, dass in diesem Zu-

sammenhang die gegensätzlichen wirtschaftlichen Interessen zwischen den Vereinigten Staaten und ihren europäischen Verbündeten offen zu Tage getreten sind. Die Wiedereinführung von US-Sanktionen gegenüber dem Iran richtet sich in ihrer destruktiven Wirkung gleichermaßen gegen die etablierten Wirtschaftsbeziehungen vieler europäischer Unternehmen im Land und bewegt sich damit auf ähnlicher Ebene wie die verschiedenen angedrohten Massnahmen in der Handelspolitik.

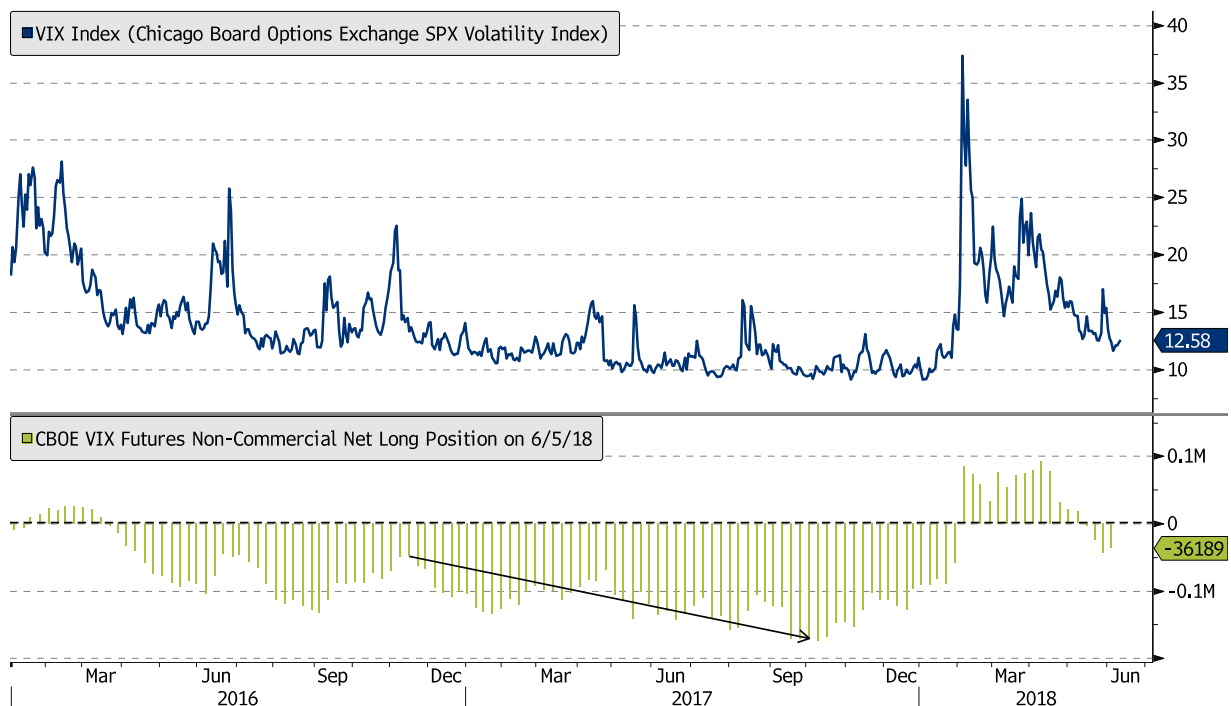
- Für die Finanzmärkte von viel unmittelbarer Bedeutung ist allerdings der drohende Konflikt zwischen Italien und dem Rest der Eurozone. Trotz des Wahlsieges der populistischen Parteien Lega Nord und der Fünf-Sterne-Bewegung anlässlich der italienischen Parlamentswahlen war eine Reaktion der Finanzmärkte lange ausgeblieben. Erst als sich eine Koalition mit einem explizit euroskeptischen Regierungsprogramm zu bilden drohte, wurden die Anleger aufgeschreckt. Der folgende rasante Anstieg der Anleiherenditen innert weniger Tage sowie die politische Intervention des Staatspräsidenten sorgte zwar für eine Abmilderung bzw. Streichung besonders radikaler Programmpunkte, materiell hat sich an der Situation jedoch wenig geändert, zumal die gleichen Personen an den Hebeln der Macht verbleiben. Einmal mehr scheint die rasche Beruhigung der Märkte in erster Linie das unerschöpfliche Vertrauen der Marktteilnehmer in die Zentralbanken und die Politik zu reflektieren, im Ernstfall in der Lage und willens zu sein, sämtliche Risiken zu neutralisieren und Anleger schadlos zu halten. Ob dies bei einer Zuspitzung des Konflikts im Ernstfall auch für Italiens zutrifft, ist angesichts des Gewichts und absoluten Schuldenlast des Landes jedoch zu bezweifeln.
- Einmal mehr zeigt sich, dass der den Anlegern durch die fürsorgliche Hand der Zentralbanken antrainierte pawlowsche Reflex einem nachhaltigen Anstieg der Risikoaversion an den Finanzmärkten ungeachtet des Auslösers weiterhin wirksam entgegenwirkt. Die fortschreitende Wende in der globalen Geldpolitik könnte diese Reaktionsfunktion zukünftig jedoch in Frage stellen und die Finanzmärkte wieder anfälliger gegenüber politischen Einflüssen machen. Sobald angesichts eines weniger freundlichen Marktumfelds das Risikobewusstsein der Anleger wieder geschärft wird und in der Folge der Grad der Risikoaversion steigt, werden auch aktuell noch geflissentlich ignorierte politische Entwicklungen plötzlich wieder signifikanten Einfluss auf die Preisbildung an den Finanzmärkten entwickeln.

Aktienmärkte

Ein Volatilitätsschock setzt dem globalen Aufwärtstrend vorerst ein Ende, während der Anlegeroptimismus bezüglich der künftigen Entwicklung der Unternehmensgewinne nachlässt

- Der unablässige Anstieg der Aktienmärkte auf immer neue Höchststände hat im ersten Quartal zunächst eine Fortsetzung gefunden. Die parabolisch anmutende Beschleunigung der Aufwärtsbewegung, welche in erster Linie durch ihr inhärentes Preismomentum getrieben schien und fundamentalen Ereignissen und Einflüssen kaum Beachtung schenkte, weckte dabei Erinnerungen an die Endphase vergangener Aktienhaussen.
- Ein Ende gesetzt wurde diesem Trend allerdings nicht durch Erschöpfung des spekulativen Interesses oder fundamentale Faktoren sondern einen externen Schock im Terminmarkt auf Aktienvolatilität. Im Durchschnitt hatte sich der Volatilitätsindex auf amerikanische Aktien (VIX) 2017 um ca. zehn Punkte unter seinem historischen Durchschnitt bewegt. Trotzdem war die Anzahl der Wetten auf anhaltend tiefe und gar weiter fallende Volatilität unablässig auf immer neue Rekordstände angestiegen (siehe Abb. 5). Das Einsetzen einer Korrektur dieser exzessiven einseitigen Positionierung löste eine Feedbackschleife aus, welche den VIX-Index in der Spitze bis über 40 trieb und mittelbar starken Abgabedruck an den Aktienmärkten auslöste. Verschärfend wirkte dabei der Umstand, dass aufgrund der Heftigkeit der Marktbewegung die Liquidationsklauseln verschiedener Fonds und Anlagestrukturen ausgelöst wurden, welche mit Hebelwirkung auf sinkende Volatilität setzten.

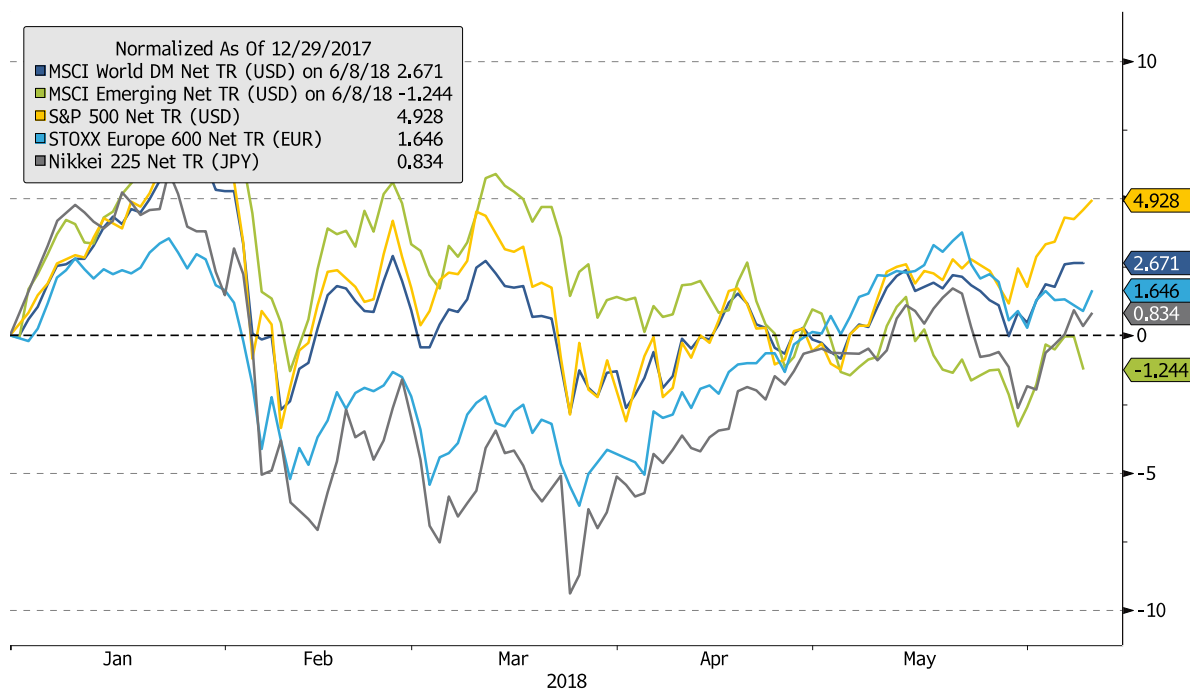
Abb. 5: Volatilitätsschock an den Aktienmärkten im Februar ausgelöst durch Liquidation exzessiver Wetten auf fortgesetzt tiefe und fallende Volatilität



Quelle: Bloomberg, 2018

- Wir bleiben bei unserer zum Jahresauftakt geäußerten Einschätzung, dass die Phase rekordtiefer Volatilität an den Aktienmärkten hinter uns ist und in der zweiten Jahreshälfte vor dem Hintergrund steigender Korrelationen aufgrund eines verstärkten Einflusses makroökonomischer Entwicklungen (weltweite Normalisierung der Geldpolitik, Handelsstreit, konjunkturelle Unsicherheit), mit einem weiteren allmählichen Volatilitätsanstieg zu rechnen ist.
- Die Renditebilanz an den globalen Aktienmärkten zeigt sich zur Jahresmitte durchgezogen (siehe Abb. 6). Allerdings haben die meisten Benchmarks im Laufe des zweiten Quartals vor dem Hintergrund einer Stabilisierung der makroökonomischen Aussichten die Rückkehr in die Gewinnzone vollzogen. Anhaltend negativ bleibt dagegen der Trend bei den High-Flyern des Vorjahres, den Schwellenlandmärkten, wo die durch den wiedererstarkten US-Dollar und steigende US-Zinsen verursachten Turbulenzen, eine belastende Wirkung entfalten.

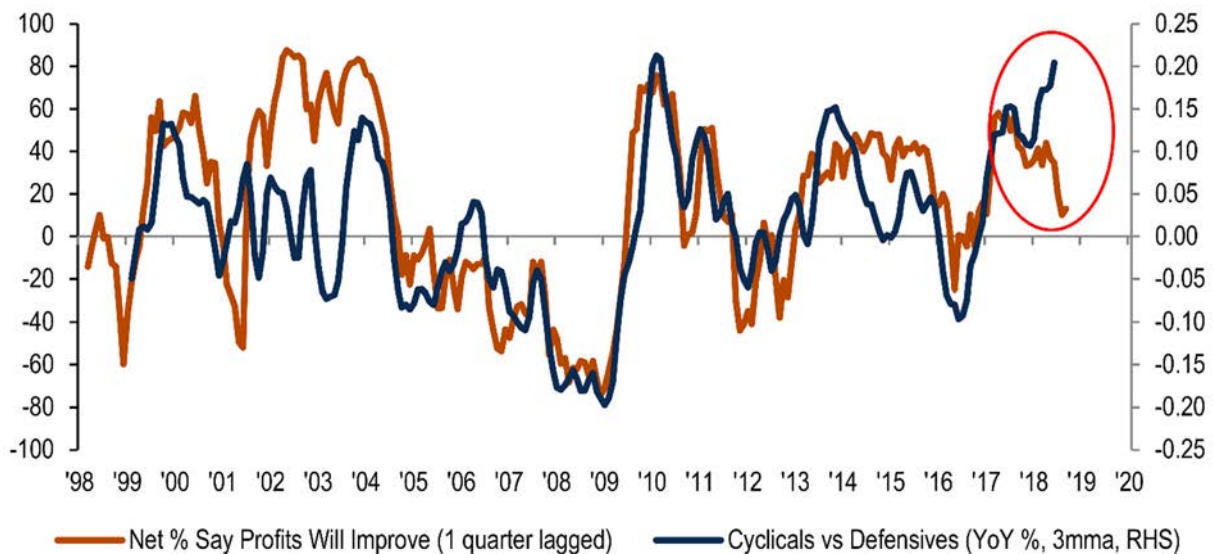
Abb. 6: Entwicklung ausgewählter Aktienmärkte 2018



Zeitreihen indexiert zu 0 per 31.12.2017. Quelle: Bloomberg, 2018

- Die Outperformance zyklischer Sektoren (Technologie, Grundstoffe, Industrie, zyklische Konsumgüter) gegenüber defensiven Sektoren (Telekommunikation, Pharmazeutik, Basiskonsumgüter und Versorger) hat sich wie im Vorjahr fortgesetzt. Der durchschnittliche relative Bewertungsaufschlag zyklischer Titel gemessen an ihrem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) hat sich damit noch weiter akzentuiert und bewegt sich auf dem Niveau früherer zyklischer Höchststände.
- Gleichzeitig sind die Anleger hinsichtlich ihrer Einschätzung der künftigen Entwicklung der Unternehmensgewinne jedoch vorsichtiger geworden. Der Anteil, welcher fortgesetztes Gewinnwachstum erwartet, hat sich auf lediglich noch gut die Hälfte reduziert. Damit hat sich in der Beziehung dieser Statistik zur relativen Entwicklung zyklischer und defensiver Titel eine deutliche Lücke geöffnet (siehe Abb. 7). Die enge historische Beziehung zwischen den Grössen legt die Einschätzung nahe, dass sich die Divergenz im Zuge einer anstehenden Phase deutlicher Underperformance zyklischer Aktiensektoren auflösen wird. Angesichts der Dominanz zyklischer Werte über die letzten Jahre und des hohen Gewichts, das sie in den Leitindizes erreicht haben, ist davon auszugehen, dass eine solche Rotation von einer allgemeinen Schwächephase an den globalen Aktienmärkten begleitet sein wird.

Abb. 7: Anhaltende Outperformance zyklischer gegenüber defensiven Titeln, doch die Bestätigung durch Erwartungen weiter steigender Unternehmensgewinne schwindet



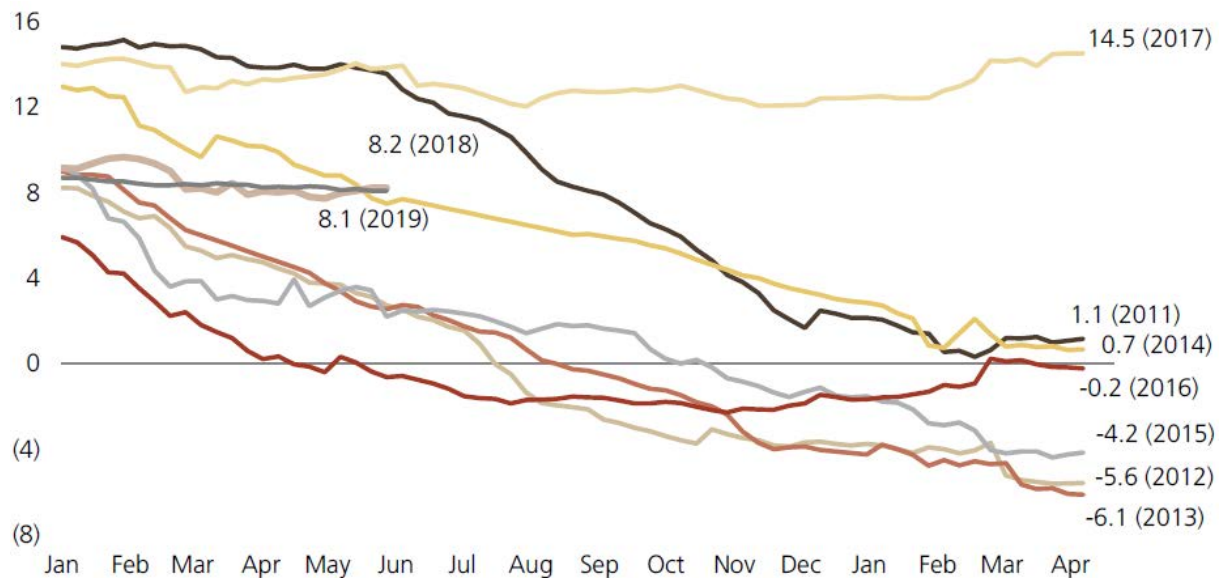
Zyklische Sektoren: Transports, Basic Materials, Technology, Consumer Cyclical. Defensive Sektoren: Staples, Pharmaceuticals, Telecom, Utilities. Quelle: Bloomberg LP, BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey, Juni 2018

- Eine Ausnahme bei der Zurückhaltung gegenüber zyklischen Sektoren ist allerdings bei Rohstoffproduzenten angezeigt. Weltweit anziehende Inflationsraten bei anhaltend robustem Wachstum lassen eine Fortsetzung des Aufschwungs an den Rohstoffmärkten erwarten (siehe auch Kapitel «Rohstoffe»). So bleiben Energietitel attraktiv aufgrund der Erholung des Ölpreises und angesichts hoher Ausschüttungsrenditen. Im Fokus stehen auch Bergbauwerte, die zum einen noch immer zu attraktiven Bewertungen gehandelt werden und zum anderen gehebelte Exposition gegenüber Basismetallen aufweisen, welche historisch in der späten Expansionsphase des Konjunkturzyklus die höchsten Preisanstiege verzeichnet haben.

Chancen für weiter steigende Unternehmensgewinne in Europa bleiben intakt, doch politische und makroökonomische Risiken sind markant gestiegen

- Der im Vergleich der Weltregionen überdurchschnittliche Einbruch der Wirtschaftsdaten und vorlaufenden Indikatoren für Europa hat die Stimmung an den hiesigen Aktienmärkten getrübt. So hat der paneuropäische Benchmark EuroStoxx 600 angeglichene auf USD-Basis seit Jahresbeginn lediglich ca. ein Drittel der Rendite des Leitindex S&P 500 für den amerikanischen Aktienmarkt erzielt.
- Vor diesem Hintergrund kommt die Frage auf, ob sich das 2017 verzeichnete erste Gesamtjahr steigender Unternehmensgewinne nach sechs mageren Jahren womöglich als Eintagsfliege entpuppten könnte? Ausländische Anleger haben bereits den Rückzug angetreten und den europäischen Aktienmärkten über die letzten drei Monate Nettoabflüsse beschert.
- Die Erwartungen an das Gewinnwachstum wurden gegenüber dem hervorragenden Ergebnis des Vorjahres von 14,5% für 2018 deutlich heruntergeschraubt. Mit aktuellen 8,2% Wachstum gegenüber Vorjahr wurden die Gewinnschätzungen seit Jahresbeginn um ca. 1% reduziert (siehe Abb. 8).

Abb. 8: Konsensschätzungen des Wachstums der Gewinne europäischer Unternehmen



Angaben in Prozent. Betrachtete Periode jeweils von Januar bis und mit dem folgenden April. Quelle: Datastream, UBS, 2018

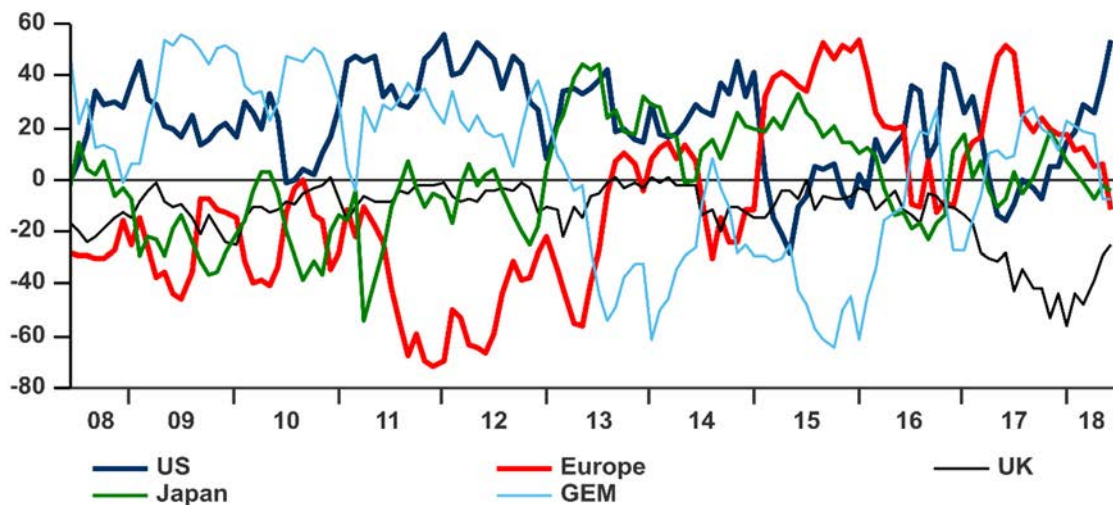
- Faktoren, welche einen fortgesetzten Zyklus der Expansion bei den Unternehmensgewinnen treiben können, sind jedoch weiterhin intakt. So wird das Umsatzwachstum aber auch die Durchsetzbarkeit von Preiserhöhungen von der langsam aber sicher anziehenden Inflation profitieren, Nettogewinnmargen haben sich in den letzten zwölf Monaten um 0.7% verbessert und dürften über den einsetzenden Gewinnhebel-Effekt (Operating Leverage) weiter ansteigen. Auch haben europäische Unternehmen noch Kapazität, dem US-Vorbild folgend ihre Kapitalstrukturen stärker zu hebeln, was seit 2010 nicht erfolgt ist. Zudem weisen erste Anzeichen auf eine Erholung der Kapitalinvestitionen hin.
- Zusätzliches Aufwärtspotential könnte sich ergeben, sollten europäische Aktien vom aktuellen KGV um 15 eine Bewertungsexpansion hin zu historischen Höchstbewertungen erfahren (+30% Kurspotential), ausländische Anleger in grösserem Umfang an die europäischen Märkte zurückkehren und M&A-Aktivität zunimmt.
- Doch die Risiken sind gegenüber dem Vorjahr unzweifelhaft gestiegen. Die Finanzmarkturbulenzen, welche der Prozess zur Bildung einer neuen Regierung in Italien ausgelöst hat, haben vor Augen geführt, dass trotz aller regulatorischer Reformbemühungen die konstruktiven Schwächen der Eurozone fortbestehen und die inhärente Fragilität jederzeit den Ausbruch neuer Krisen provozieren kann.
- Naturgemäß sind Banken und Versicherungen in diesem Kontext besonders exponiert, weshalb wir hinsichtlich Aktienengagements in diesen Sektoren Zurückhaltung empfehlen. Die Kapitalisierung des europäischen Bankensystems hinkt dem amerikanischen insgesamt noch immer deutlich hinterher. Dass etwa der Börsenkurs der Deutschen Bank in den letzten Wochen neue Rekordtiefstände markiert hat, erklärt sich nicht nur aus dem Umstand ihrer europaweiten systemischen Verflechtung sondern insbesondere auch der knappen Kapitaldecke.
- Der hohe Aussenbilanzüberschuss hat die Europäische Union zudem ins Fadenkreuz der US-Regierung manövriert, deren Präsident entgegen aller entgegengesetzten Belege davon überzeugt ist, dass der Rest der Welt die Vereinigten Staaten im Rahmen des Welthandels übervorteilt. Damit ergeben sich beträchtliche Unsicherheiten und Risiken für jene Sektoren mit besonders hohem Exportanteil. Nach Stahl und Aluminium könnte insbesondere der Automobilsektor als nächstes gefährdet sein. Denn schenkt man Anekdoten glauben, so soll die Präsenz deutscher Luxuskarossen auf den Strassen New Yorks dem amerikanischen Präsidenten bereits seit Jahrzehnten ein Dorn im Auge sein.

- Auf den ersten Blick erstaunen mag, dass der Schweizer Aktienmarkt trotz seiner defensiven Qualitäten und der Positionierung ausserhalb der Eurozone in der ersten Jahreshälfte schlechter als der breite europäische Aktienmarkt abgeschnitten hat. Gründe dafür sind nicht zuletzt in der äusserst konzentrierten und kopflastigen Struktur der Schweizer Aktienlandschaft zu suchen. Analysiert man die primären Treiber der negativen Entwicklung zeigt sich, dass diese in erster Linie den Sektoren Health Care (Novartis, Roche), Banken (UBS, CS, JB) und Nahrungsmittel (Nestlé) zuzuschreiben ist. Zwei davon sind defensive Sektoren. Zumindest für den Fall einer verhaltenen Entwicklung der globalen Aktienmärkte in der zweiten Jahreshälfte erscheint vor diesem Hintergrund eine fortgesetzte Underperformance des Schweizer Aktienmarktes unwahrscheinlich.

US-Aktien: Trotz Outperformance im ersten Halbjahr im Zuge der Reform der Unternehmenssteuer aus fundamentaler Warte weiterhin unattraktiv

- Der amerikanische Aktienmarkt, gemessen am S&P 500 Index, hat im ersten Halbjahr im Vergleich zu den Vorjahren zwar nur sehr moderat zugelegt, liegt damit aber deutlich vor den anderen grossen Aktienmärkten (vgl. Abb. 6). Diese relative Stärke dürfte nicht zuletzt dem Umstand zuzuschreiben sein, dass mittlerweile die Einschätzung der Gewinnaussichten durch Anleger gemäss Global Fund Manager Survey der Bank of America Merrill Lynch einzig und allein für US-Aktien noch positiv ausfällt und sich auf dem höchsten Stand seit siebzehn Jahren bewegt (siehe Abb. 9).

Abb. 9: Einschätzung der Gewinnaussichten für US-Aktien auf höchstem Stand seit 17 Jahren, während sämtliche anderen Weltregionen negativ beurteilt werden



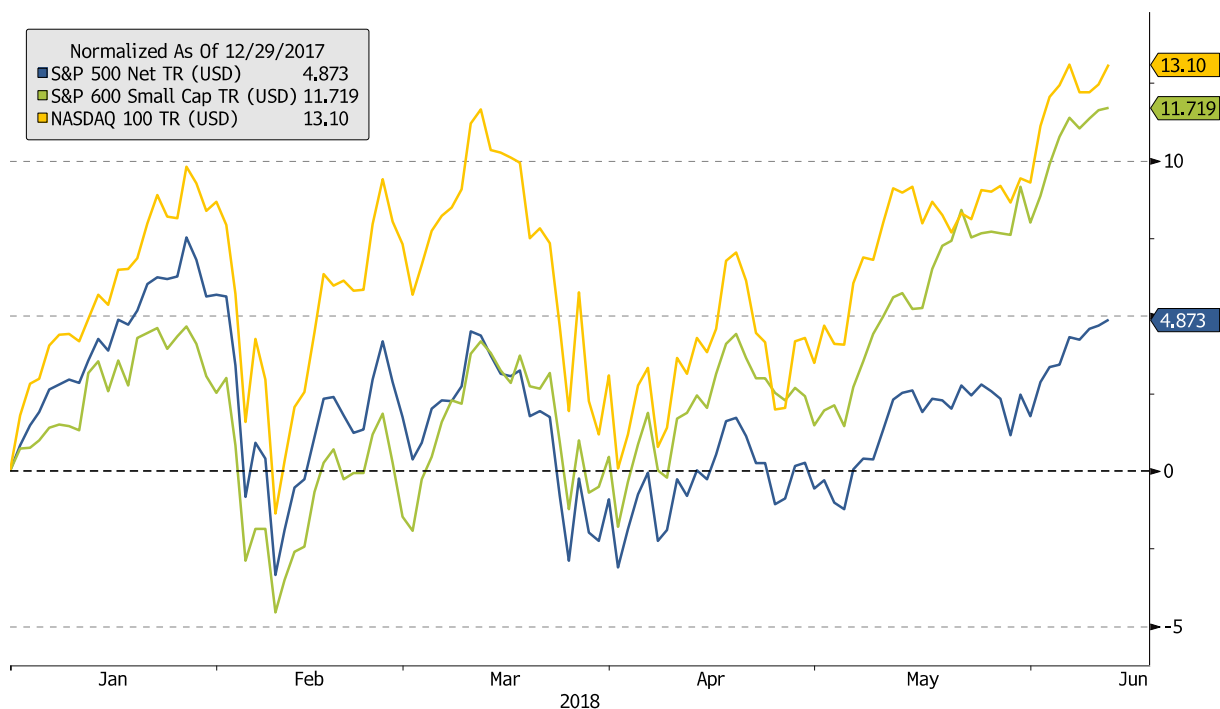
Quelle: BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey, Juni 2018

- Zu verdanken ist dieser Optimismus grösstenteils den Auswirkungen der Reform der Unternehmenssteuer, welche zum Jahreswechsel in Kraft getreten ist. Die dadurch hochgeschraubten Gewinnerwartungen wurden für das erste Quartal in der Praxis mit einem Wachstum der Gewinne der Unternehmen im S&P 500 von 24% gegenüber Vorjahr sogar noch deutlich übertroffen. Mitnahmeeffekte und repatriiertes Kapital wurden grösstenteils zugunsten der Aktionäre in Aktienrückkäufe und zusätzliche Dividenden umgemünzt.
- Vor diesem Hintergrund überrascht der vergleichsweise bescheidene Kursanstieg des S&P 500 Index im moderaten einstelligen Prozentbereich. Doch ist zu bedenken, dass der Gewinnssprung zu einem beträchtlichen Teil auf Einmaleffekte zurückzuführen ist. Angesichts effektiver Steuersätze, die bereits vor der Reform im Durchschnitt nahe 20% gelegen haben, ist nach Steuern ins-

gesamt lediglich ein Anstieg der Unternehmensgewinne von 10% zu erwarten. Dieser wiederum rechtfertigt einen Kursanstieg im gleichen Umfang nur unter der Annahme, dass der Unternehmenssteuersatz auf Dauer auf diesem tiefen Niveau verharren wird.

- Dementsprechend haben verschiedene Unternehmen im Rahmen der Quartalsberichterstattung auch darauf hingewiesen, dass die aktuellen Ergebnisse eine „Hochwassermarkte“ repräsentierten. Die Analystengemeinschaft insgesamt hat dies jedoch nicht davon abgehalten, die Einmaleffekte als Trend weit in die Zukunft zu extrapolieren. So liegen die operativen Gewinnerwartungen des S&P 500 für 2019 gegenwärtig mehr als 45% über dem Niveau der letzten zwölf Monate. Unter Berücksichtigung von Umsatzwachstum impliziert dies operative Gewinnmargen, die von einmal 30% über dem aktuellen Rekordniveau und 50% über dem Durchschnittsniveau der Gewinnmargen seit dem Jahr 2000 liegen. Infolge der Einmaleffekte sind die Bewertungen für den Moment zwar deutlich gefallen, die Vereinigten Staaten stellen aber weiterhin mit Abstand den teuersten Aktienmarkt weltweit. Die Gemengelage von extremen Bewertungen kombiniert mit exzessiven Gewinnerwartungen schafft eine Situation, die reif für Enttäuschungen ist.

Abb. 10: Markante Outperformance von Technologietiteln und kleinkapitalisierten Unternehmen und charakterisiert den US-Aktienmarkt im ersten Halbjahr

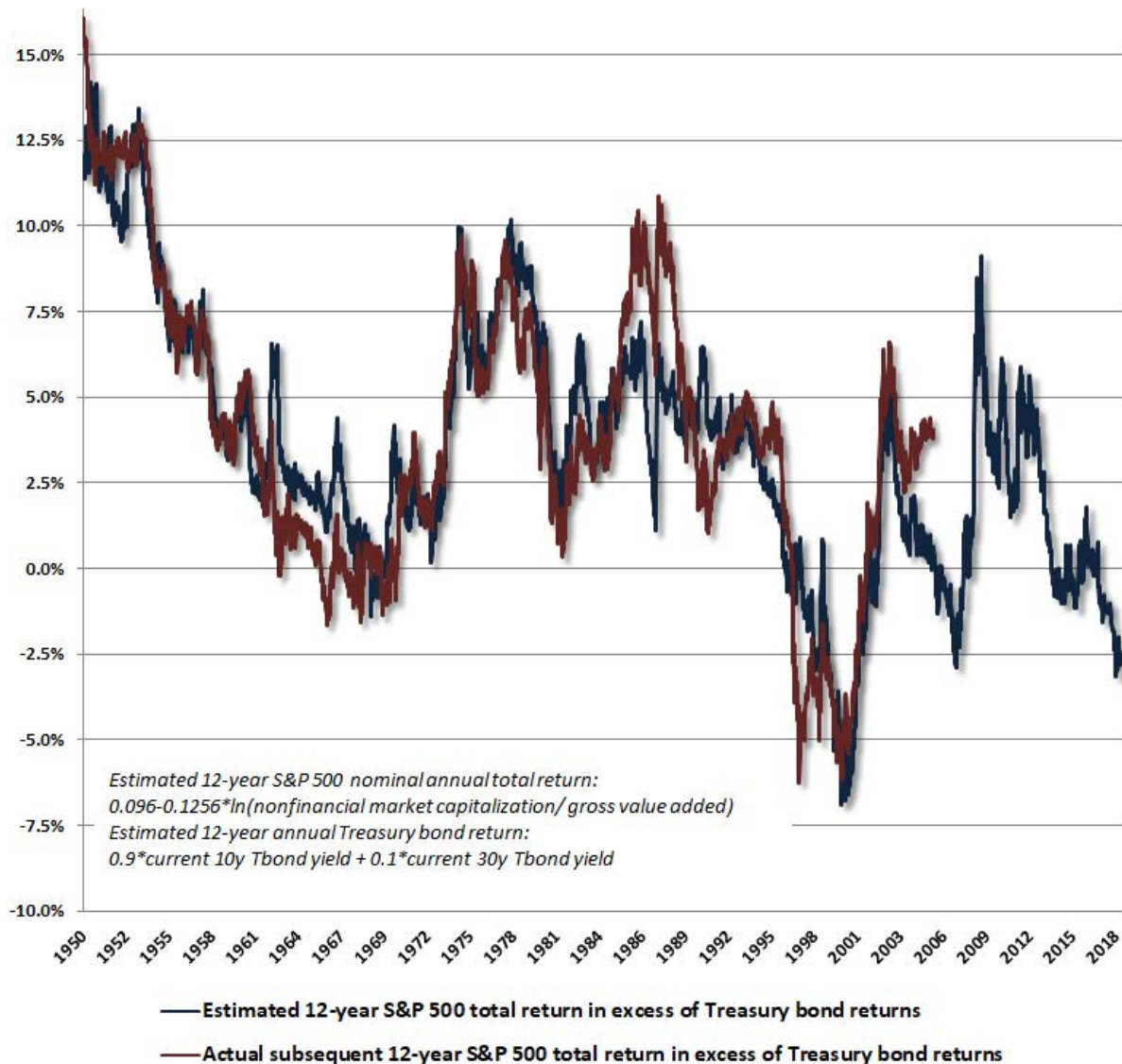


Quelle: Bloomberg LP, 2018

- Ein tiefergehender Blick auf die Struktur des US-Marktes zeigt deutliche Divergenzen zwischen den einzelnen Grössensegmenten und Sektoren auf. So ist seit Jahresbeginn eine signifikante Outperformance des Technologiesektors zu verzeichnen, beginnend mit dem zweiten Quartal haben sich aber auch kleinkapitalisierte Unternehmen deutlich von den Bluechips des S&P 500 abgesetzt (siehe Abb. 10).
- Im Fall der Small Caps dürfte ein beträchtlicher Teil der Outperformance auf die Einschätzung der Marktteilnehmer zurückzuführen sein, dass die geringere internationale Verflechtung und Exportabhängigkeit kleinerer Unternehmen diese zu einem guten Teil von den Folgen einer sich abzeichnenden Eskalation des Handelsstreits abschottet. Zum anderen profitieren geringkapitalisierte Unternehmen von der Reform der Unternehmenssteuer in besonderem Umfang, da für dieses Marktsegment der effektive Steuersatz bisher vergleichsweise hoch bei durchschnittlich 32% gelegen hat. Wie bereits in unserem Jahresausblick postuliert hat sich des Weiteren auch die Erholung des US-Dollar vorteilhaft im Vergleich zum Bluechip-Segment ausgewirkt.

- Technologietitel haben sich fast zwanzig Jahre nach der Internetblase wieder zur treibenden Kraft am US-Aktienmarkt entwickelt. Ihr Anteil an der Marktkapitalisierung beläuft sich inzwischen auf über 25% - eine Marke, die zuvor nur einmal im Jahr 2000 für eine kurze Zeit vor dem Platzen der Spekulationsblase durchbrochen worden war. Die Abhängigkeit des breiten Aktienmarktes vom Geschick des Technologiesektors ist damit aktuell so hoch wie selten zuvor.
- Hinzu kommt, dass der Technologiesektor selbst eine äusserst konzentrierte Struktur aufweist. Der überwiegende Teil der Marktkapitalisierung konzentriert sich mittlerweile in fünf Unternehmen, welche mittlerweile unter dem Akronym FANG bzw. FAANG landläufig sind (Facebook, Amazon.com, Apple, Netflix, Google). Bedenklich mag in diesem Zusammenhang stimmen, dass in diesem Sektor gegenwärtig rekordhohe Mittelzuflüsse zusammenfallen mit ebenfalls rekordhohen Aktienverkäufen durch Insider, welche sich allein in der ersten Jahreshälfte auf USD 5 Mrd. belaufen dürften.
- Das Risiko, welches der Technologiesektor für den breiten Aktienmarkt darstellt, erschöpft sich dabei keineswegs in einer potentiellen Eintrübung des Geschäftsgangs. Die hohe Sektorkonzentration ist insbesondere das Ergebnis der starken positiven Netzwerkeffekte, welche viele der Geschäftsmodelle auszeichnen. Denn die positiven Externalitäten befördern eine „Winner Takes All“ Dynamik deren natürliches Endresultat die Etablierung von Monopolen ist. Zwar ist die Auslegung des Kartellrechts in den Vereinigten Staaten seit der Reagan-Ära sehr viel zurückhaltender geworden, der Umstand dass die Reichweite von Werbepattformen und sozialen Medien inzwischen die politische Sphäre erreicht hat und gar Einfluss auf den Ausgang von Wahlen nimmt, hat jedoch eine potentiell weitreichende Reaktion der Politik provoziert. Selbst wenn vor der Zerschlagung monopolistischer Strukturen Halt gemacht werden sollte, könnte allein die Einführung und Durchsetzung stringenterer Regulierung zum Schutz privater Datenhoheit und Privatsphäre die Geschäftsmodelle der Technologie-Giganten empfindlich tangieren.
- Aus bewertungstechnischer Warte ist und bleiben die Vereinigten Staaten der mit Abstand teuerste Aktienmarkt nicht nur relativ zu anderen Weltregionen sondern auch im historischen Vergleich mit sich selbst, bei dem sich gemäss einer Vielzahl von Bewertungsmaassstäben Extremwerte abzeichnen.
- Allerdings lehrt die Geschichte, dass Bewertungen allein als Timing-Instrument für Anlageentscheidungen wenig taugen. Über die kurze Frist ist ihr Prognosewert vernachlässigbar, und es ist vielmehr die aggregierte Risikoneigung der Anleger, welche das Geschick des Aktienmarktes bestimmt. Erst bei nachhaltig steigender Risikoaversion der Marktteilnehmer gewinnen Bewertungen plötzlich wieder an Bedeutung.
- Für verlässliche Prognosen zu langfristigen prospektiven Renditen empfiehlt es sich auf Bewertungsmethoden zurückzugreifen, welche die Zyklizität der Gewinnmargen adäquat berücksichtigen. Denn diese weisen besonders hohe Korrelationen mit nachfolgend realisierten Renditen auf, sofern ein ausreichend langfristiger Horizont von zehn bis zwölf Jahren gewählt wird. Ein solcher Bewertungsmaassstab ist das Verhältnis der Kapitalisierung des Aktienmarktes zum nominalen BIP oder dem Gross Value Added, welcher zusätzlich auch im Ausland erbrachte Wirtschaftsleistung berücksichtigt. Nimmt man solche Grössen zum Maassstab, welche gegenwärtig wieder das zuletzt zum Höhepunkt der Internet-Blase gesehene Niveau erreicht oder übertroffen haben, so kommt man zum Schluss, dass für Anlagen im amerikanischen Aktienmarkt über das kommende Jahrzehnt eine jährliche durchschnittliche Minderrendite von 3% gegenüber US-Staatsanleihen mit äquivalenter Laufzeit zu erwarten sind (siehe Abb. 11).

Abb. 11: Die Bewertung des amerikanischen Aktienmarktes lässt über das kommende Jahrzehnt eine signifikante Underperformance gegenüber Staatsanleihen erwarten



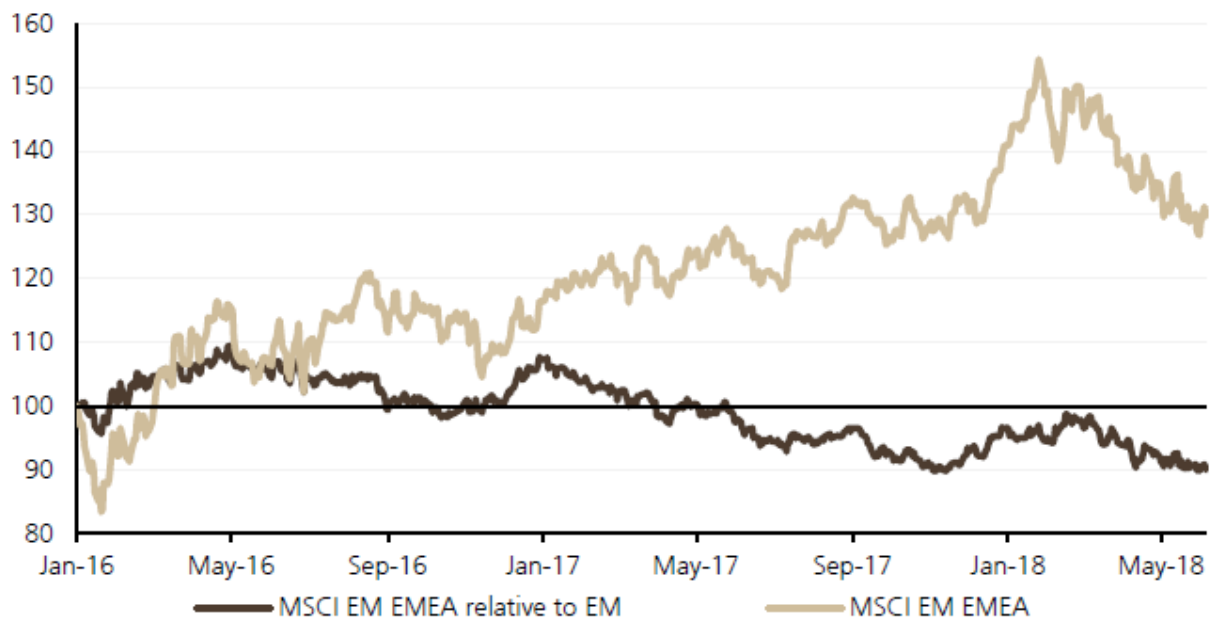
Quelle: Hussman Strategic Advisors, 2018

Risiken für Schwellenlandaktien kristallisieren sich, doch einzelne Regionen und Länder bleiben interessant

- Viele der in unserem Jahresausblick angeführten potentiellen Risiken für die Schwellenlandökonomien haben sich bereits in der ersten Jahreshälfte kristallisiert. Sie haben sich als besonders betroffen erwiesen von den Rissen in der Fassade des synchronen globalen Aufschwungs. Dementsprechend haben die EM-Aktienmärkte gemessen am MSCI Emerging Markets Index seit dem Erreichen ihres Hochpunktes im Januar die grösste Korrektur verzeichnet.
- Ein beträchtlicher Teil der Schwellenlandökonomien weist eine hohe Exportabhängigkeit auf. Der von den Vereinigten Staaten angestachelte Handelskrieg stellt deshalb eine unmittelbare Bedrohung für das Wachstum dar. Zudem hat die Erholung des US-Dollar in Kombination mit steigenden Zinsen Carry Trades die Grundlage entzogen, Kapitalzuflüsse versiegen lassen und somit EM-Währungen und Vermögenspreise unter Druck gesetzt.

- Der Bewertungsabschlag gegenüber den OECD-Aktienmärkten, relativ höhere Wachstumsraten und der Umstand, dass die Gewinnerwartungen bisher nicht signifikant unter Druck geraten sind, können den eisigeren Wind auf der Weltbühne nicht kompensieren. Nichtsdestotrotz verbleiben jedoch einzelne Regionen und Märkte, die uns weiterhin attraktiv erscheinen.
- Dazu gehören Osteuropa und Russland. Die Marktreaktion auf die zusätzlichen jüngst von den Vereinigten Staaten gegenüber Russland verhängten Sanktionen erachten wir als Kaufgelegenheit. Seit der letzten Sanktionsrunde 2014 hat sich die wirtschaftliche Verfassung des Landes deutlich verbessert. Dazu hat vor allem auch die Erholung des Erdölpreises beigetragen.
- Für Osteuropa insgesamt spricht der Umstand, dass die EMEA-Region den MSCI-Benchmark seit 2017 um 16% hinterhergehinkt ist, obwohl die Gewinnentwicklung dem EM-Durchschnitt entspricht (siehe Abb. 12). Hinzu kommt, dass osteuropäische Unternehmen einen Bewertungsabschlag von 20% aufweisen.
- Ebenfalls weiter von Interesse sind Schwellenländer, welche eine geringe Exportabhängigkeit aufweisen und eine auf die Binnenwirtschaft fokussierte Wachstumsstory bieten. Beide Kriterien erfüllt Indien. Nicht nur stellt es gegenwärtig die Volkswirtschaft mit der höchsten Wachstumsrate, das Land erfreut sich auch einer relativen Isolation gegenüber externen Schocks angesichts des hohen Nachfragewachstums einer rasch wachsenden Mittelschicht. Dies erklärt, wieso der indische Benchmark-Index BSE Sensex im zweiten Quartal entgegen dem allgemeinen Trend zulegen konnte und den MSCI Emerging Markets Index auf USD-Basis um beinahe 7% übertraf.

Abb. 12: Osteuropa und Russland sind deutlich günstiger bewertet als der Durchschnitt der Schwellenländer und haben Aufholpotential



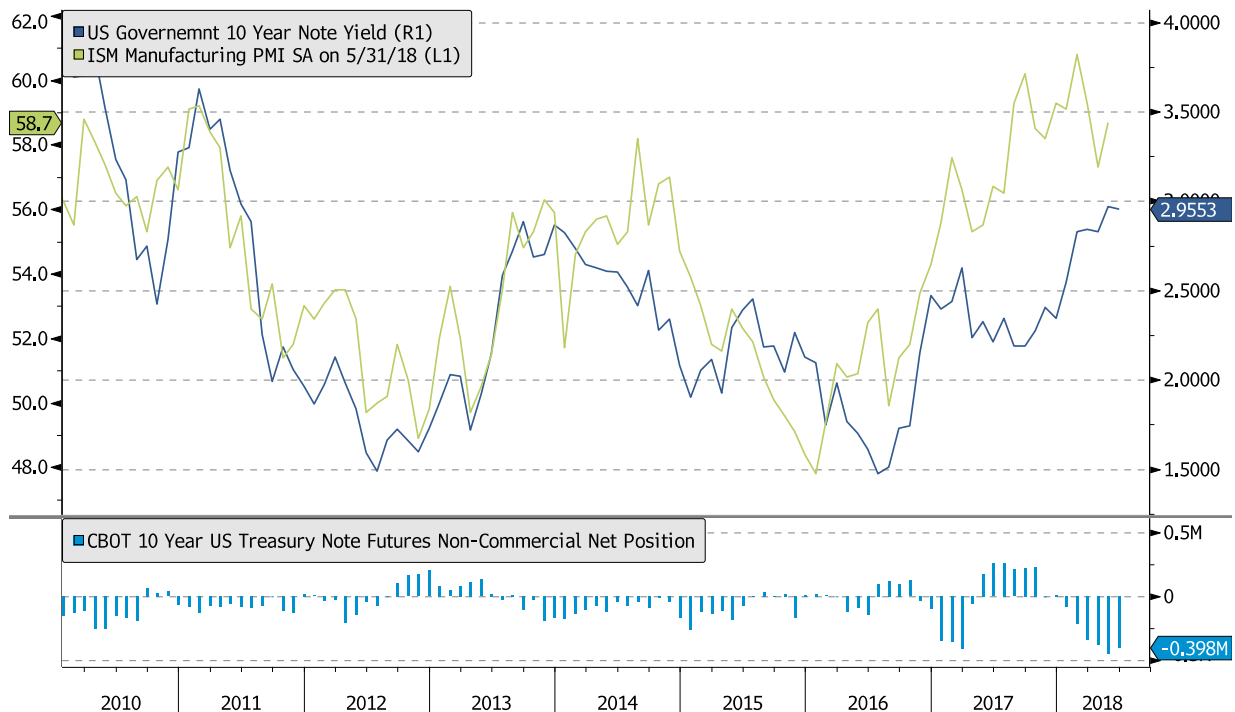
Quelle: MSCI, Datastream, UBS, 2018

Staatsanleihen, Geld- und Kreditmärkte

Beschleunigung der Inflation und Normalisierung der Geldpolitik treiben den Zinsanstieg, doch strukturelle Faktoren halten Druck am langen Ende der Zinskurve aufrecht

- Nachdem die Verfallrenditen langlaufender US-Staatsanleihen im Vorjahr nicht vermochten sich nachhaltig aus einer Seitwärtskonsolidierung zwischen 2% und 2.5% zu lösen, war seit Jahresbeginn ein stetiger Anstieg zu beobachten. Zeitweise hat die Rendite auf zehnjährige Treasury Notes gar die Marke von 3% geknackt.
- Damit hat die Lücke, welche sich zwischen vorlaufenden Indikatoren der Konjunktorentwicklung und langfristigen Zinsen aufgetan hatte, begonnen, sich wieder zu schliessen. Dazu hat allerdings auch die Korrektur beim der ISM Manufacturing PMI massgeblich beigetragen, welcher gegenwärtig Zehnjahresrenditen von ca. 3.5% impliziert (siehe Abb. 13).
- Der zinstreibende Einfluss des Programms der US-Notenbank zum allmählichen Rückbau ihrer aufgeblähten Bilanz dürfte sich angesichts seiner schrittweisen Ausweitung zunehmend stärker bemerkbar machen. Auch in Europa wird das lange Ende der Zinskurve mit dem Rückbau der Anleihekaufprogramme in der zweiten Jahreshälfte wieder vermehrt Marktkräften ausgesetzt werden.

Abb. 13: Die Lücke zwischen Indikatoren der Konjunktorentwicklung und den langfristigen Anleiherenditen beginnt sich zu schliessen



Quelle: Bloomberg, 2017

- Strukturelle Kräfte, welche dämpfend auf die Bestimmungsfaktoren der Renditen langlaufender Anleihen einwirken, i.e. Realzinsen, Inflationserwartungen und Laufzeitprämie, werden allerdings weiterhin einen allzu deutlichen Zinsanstieg verhindern:
- Die langfristigen Realzinsen sind eng mit dem Potentialwachstum einer Volkswirtschaft verknüpft. Angesichts des für die entwickelten Volkswirtschaften über das letzte Jahrzehnt beständig gefallenen Potentialwachstums ist naheliegend, dass die Gleichgewichtsraten der Realzinsen nahe dem tiefen aktuellen Niveau verharren werden. Zu den strukturellen Faktoren, die dazu beigetragen haben, zählen neben dem beschleunigten demografischen Wandel, die hohe Verschuldung öffentlicher wie privater Haushalte und die dadurch bedingte mangelnde Konsum- und Investitionsneigung.
- Aus zyklischer Sicht hatte sich im Vorjahr die schleppende Entwicklung der Inflation als Bremsklotz für Anleiherenditen erwiesen. Seit Mitte 2017 befinden sich die Inflationserwartungen angetrieben von der Beschleunigung der globalen Wachstumsdynamik allerdings wieder in einem Aufwärtstrend, der sich im laufenden Jahr fortgesetzt hat. Allerdings bleiben die Erwartungen fragil und anfällig für externe Schocks wie etwa die Italien-Krise im Mai anschaulich demonstriert hat (siehe Abb. 15).
- Auch wenn traditionell dominante Treiber der Inflationsentwicklung wie die Energiepreise angesichts struktureller Veränderungen im Energiesektor (Schieferöl) prospektiv über die lange Frist eine geringere Rolle spielen werden, rechnen wir gemäss unseres im Kapitel «Makroökonomische Trends» skizzierten Stagflationsszenarios im Verlauf des zweiten Halbjahres mit einem fortgesetzten Anstieg der Inflationserwartungen, der sich noch beschleunigen dürfte. Damit wird ein weiterer Anstieg der Zehnjahresrenditen bei US-Staatsanleihen deutlich über 3% einhergehen.
- Neben der fallenden Inflationsprämie übt die seit dreissig Jahren stetig fallende Zinsvolatilität Druck auf die Laufzeitprämie aus, indem sie das Risiko langfristiger Anleihen senkt. Mittelbar würden sich höhere Inflationsraten jedoch mit grosser Wahrscheinlichkeit auch belebend auf die Zinsvolatilität auswirken.

Abb. 14: Die Abflachung der Zinsstrukturkurven setzt sich fort und unterstreicht die Skepsis hinsichtlich der Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Expansion



Quelle: Bloomberg LP, 2018

- Um als Anleger von einer ansteigenden Inflationsprämie zu profitieren, sollten in erster Linie direkte Short-Positionen auf langlaufende Staatsanleihen (z.B. über US Treasury Note Futures) oder Wetten auf eine Versteilung der Zinskurve (z.B. 2s10s-Steepener-Strukturen) ins Auge gefasst werden. Allerdings ist zu bedenken, dass es sich hierbei mittlerweile um Konsenswetten handelt, wie ein Blick auf die rekordhohen Netto-Short-Positionen an den Terminmärkten auf US-Staatsanleihen verdeutlicht (siehe Abb. 13). Dieser Umstand mag auch den Widerstand erklären, welchen die Zehnjahresrenditen bisher dabei erfahren haben, sich dauerhaft über 3% zu etablieren.
- Daneben ist es jedoch auch die Skepsis gegenüber der Nachhaltigkeit der konjunkturellen Belebung, die Druck in die Gegenrichtung ausübt. In der Folge hat die Abflachung der Zinsstrukturkurven im Markt für US-Treasuries ein Ausmass erreicht, welches zuletzt 2007 kurz vor der durch die globale Finanzkrise ausgelösten Rezession verzeichnet wurde. Inversionen der Zinsstrukturkurve haben sich in der Vergangenheit als verlässlicher Indikator für bevorstehende Rezessionen bewährt (siehe Abb. 14).

Inflationsgeschützte Anleihen gegenüber nominellen Obligationen bevorzugt

- Die Bindung an die reale Zinsentwicklung entschärft bei inflationsgeschützten Anleihen den Gegenwind durch steigende nominale Zinsen in dem Ausmass als der Anstieg eine Inflationsprämie repräsentiert. Im ersten Halbjahr haben aufgrund des deutlichen Anstiegs des Konsumentenpreisindex reale US-Staatsanleihen (Treasury Inflation-Protected Securities bzw. TIPS) besser abgeschnitten als ihre nominalen Gegenstücke.
- Unter der Annahme einer Fortsetzung des Erholungstrends bei den Inflationserwartungen bevorzugen wir weiterhin inflationsgeschützte gegenüber nominellen Anleihen und erwarten für das zweite Halbjahr eine relativ bessere Entwicklung. Dabei dürften sich amerikanische TIPS weiterhin als die besten Performer entpuppen.
- Anlegern, welche nicht grundsätzlich auf Anleihen mit langer Duration verzichten möchten, empfiehlt sich, diesem Marktsegment angesichts seines defensiven Charakters gegenüber langlaufenden nominalen Anleihen den Vorzug zu geben.

Abb. 15: Der Anstieg der Inflationserwartungen hält in den Vereinigten Staaten und Europa an, bleibt aber anfällig für externe Schocks

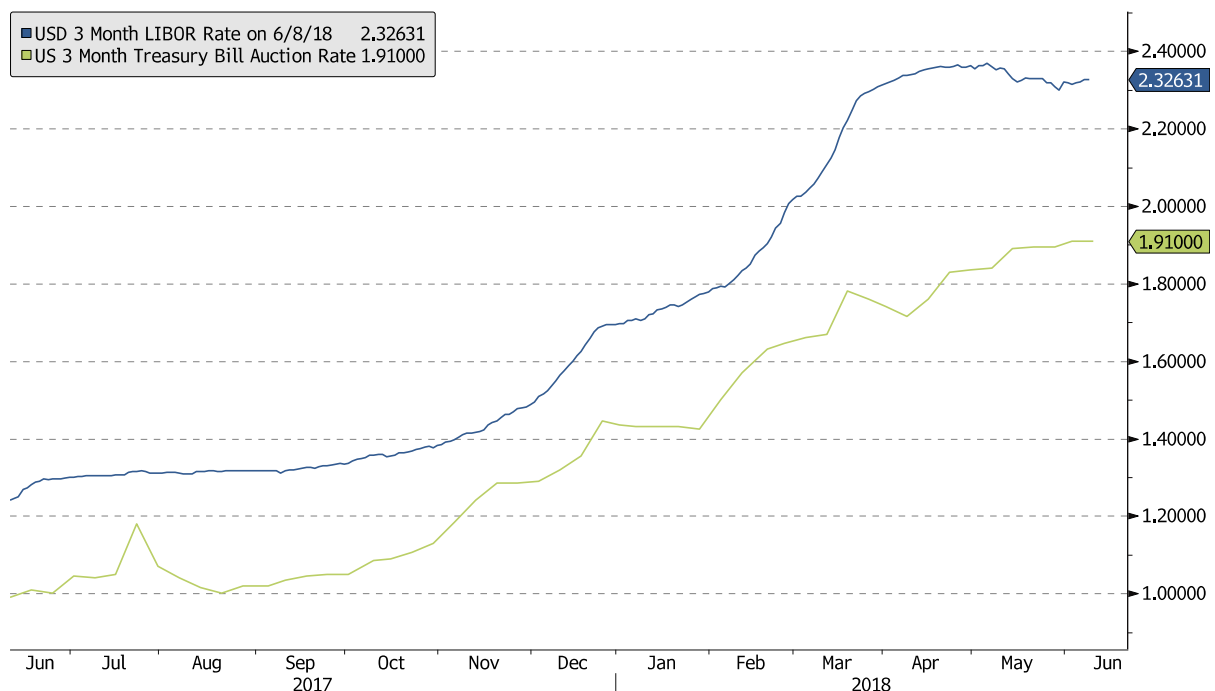


Quelle: Bloomberg, 2018

Kurze Laufzeitprofile und variabel verzinsliche Anlagen in US-Dollar bleiben erste Wahl angesichts unwägbarer Durationsrisiken

- Angesichts eines Szenarios, welches trotz nachlassender Wachstumsdynamik einen beschleunigten Anstieg der Inflation verspricht, bleibt die Minimierung von Durationsrisiken ein zentrales-Anlegerinteresse. Wir halten deshalb an der Empfehlung fest, Portfolios auf kürzere Laufzeiten hin auszurichten und bei verbliebenen Allokationen in Obligationen auf flexible Strategien mit tiefer Duration zu setzen, welche in der Lage sind, von weiter steigenden Zinsen am kurzen Ende der Laufzeitstruktur zu profitieren.
- Was den Dollar-Raum betrifft, machen die laufenden Leitzinserhöhungen Geldmarktanlagen mit variabler Verzinsung stetig attraktiver. So hat USD 3M LIBOR im ersten Halbjahr um beinahe 65 bp auf 2.34% angezogen. Ein Trend, der sich fortsetzen dürfte, denn die US-Notenbank hat ihre Prognose der Anzahl Zinsschritte inzwischen von drei auf vier erhöht, von denen erst zwei vollzogen worden sind. Sollte die Steuerreform in den Vereinigten Staaten eine unerwartet starke Wachstums- oder Inflationswirkung entfalten, könnte sich dieser Trend bei den Leitzinsen noch beschleunigen.
- Bei Bereitschaft, zusätzliche Kreditrisiken zu schultern, sollte Floating Rate Notes auf LIBOR-Basis gegenüber festverzinslichen Unternehmensanleihen der Vorzug gegeben werden.

Abb. 16: US-Geldmarktzinsen steigen kräftig weiter



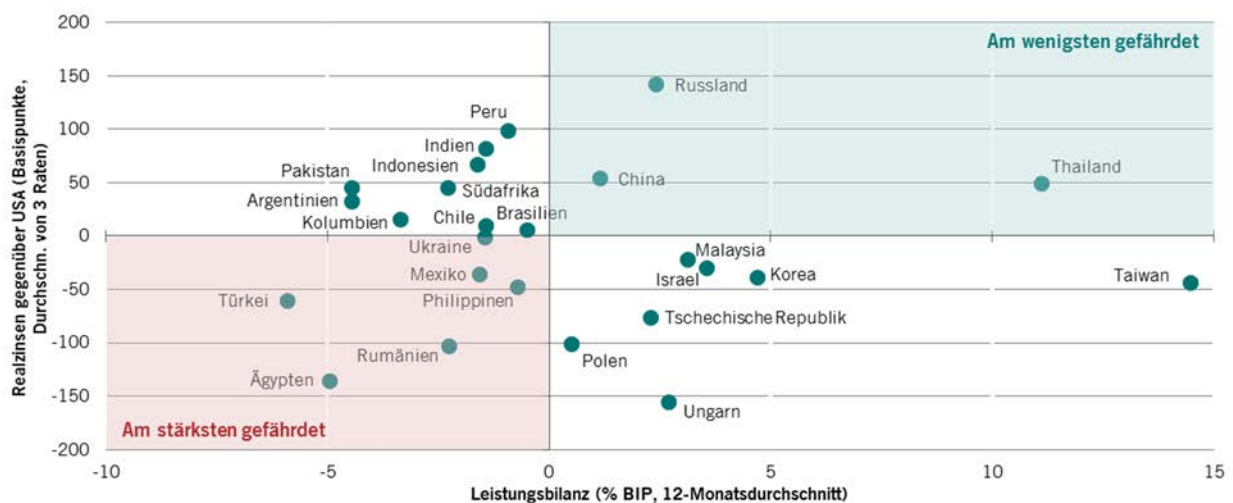
Quelle: Bloomberg, 2018

Schwellenländeranleihen: Katerstimmung macht sich breit

- Von Schwellenländern in Lokalwährung wie auch in Hartwährung emittierte Staatsanleihen haben Anlegern im ersten Halbjahr wenig Freude bereitet. Benchmarks für beide Marktsegmente (Lokalwährung: JP Morgan GBI-EM Global Core, Hartwährung: JP Morgan EMBI Global) weisen Kursverluste um 6% auf USD-Basis aus.

- Die in den Kapiteln zu makroökonomischen Trends und den Aktienmärkten erläuterten Faktoren haben die Anleihenmärkte besonders hart getroffen, denn im Zuge der Hausse des Vorjahres waren Bewertungsabschläge gegenüber OECD-Anleihen eliminiert worden. Zudem haben die Inflationsraten, welche im vergangenen Jahr auf ein Zwanzigjahrestief von durchschnittlich 3% gefallen waren, die Talsohle durchschritten und begonnen wieder anzusteigen.
- Im Allgemeinen halten wir deshalb ungeachtet der Währungsklasse Zurückhaltung für angezeigt. Im Detail können allerdings durchaus Differenzierungen vorgenommen werden hinsichtlich der Schockanfälligkeit der verschiedenen Emittentenländer, was dem selektiven Anleger als Leitfaden dienen mag.
- Eine einfache Möglichkeit jene Länder zu identifizieren, die für Schocks besonders anfällig sind, besteht darin, ihren externen Finanzbedarf über ihre Leistungsbilanzposition (Risikoproxy) und einen Durchschnitt der Realzinssätze (Renditeproxy) zu betrachten. Wie Abb. 17 zeigt, sind die Schwellenländer äusserst vielfältig und bieten daher nach wie vor eine Fülle von Anlagemöglichkeiten.
- Ein Blick auf eine breitere Palette von 10 Risikofaktoren (z. B. Überschuldung, Hartwährungsschulden und Devisenreserven) zeigt, dass Argentinien, die Türkei, Kolumbien und Südafrika weitere gefährdete Märkte wären. Argentinien war sogar kürzlich gezwungen, die Zinssätze auf 40 Prozent anzuheben, um die Landeswährung zu verteidigen. Bemerkenswert ist, dass die grössten Schwellenländer (BRIC) im Gegensatz zu 2013 diesmal deutlich weniger anfällig erscheinen.

Abb. 17: Schwellenländerrisiko gemessen an Leistungsbilanz und Realzinssätzen



Quelle: Pictet Asset Management, CEIC, Datastream, Bloomberg LP, 2018

Markt für Unternehmensanleihen in Europa im Klammergriff der Zentralbank

- Angesichts des freundlichen konjunkturellen Umfelds bleibt die Lage an den Kreditmärkten entspannt. Überraschend im bisherigen Jahresverlauf ist allerdings der Umstand, dass das Investment Grade Segment in den Vereinigten Staaten angesichts steigender Kreditspreads eine deutliche Underperformance gegenüber dem High Yield Sektor aufweist, der sich bisher unbeeindruckt zeigt (siehe Abb. 18). Dies obwohl die Emissionstätigkeit im Investment Grade Segment infolge der US-Steuerreform signifikant nachgelassen hat.
- Derweilen verschlechtert sich die qualitative Struktur des Marktes für Unternehmensanleihen zusehends. So berichtet die Rating-Agentur Moody's, dass seit 2009 die Zahl der Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors, welche ein Junk-Rating aufweisen, weltweit um 58% auf den höchsten je verzeichneten Anteil angestiegen ist. Gleichzeitig ist gemäss S&P das Median-Rating, welches in den 1980er-Jahren noch bei A gelegen hatte, auf BBB- und damit nur noch eine Stufe über Junk gefallen ist.

Abb. 18: Kreditspreads im Investment-Grade-Segment haben eine Trendwende vollzogen, während im High-Yield-Segment die Volatilität steigt

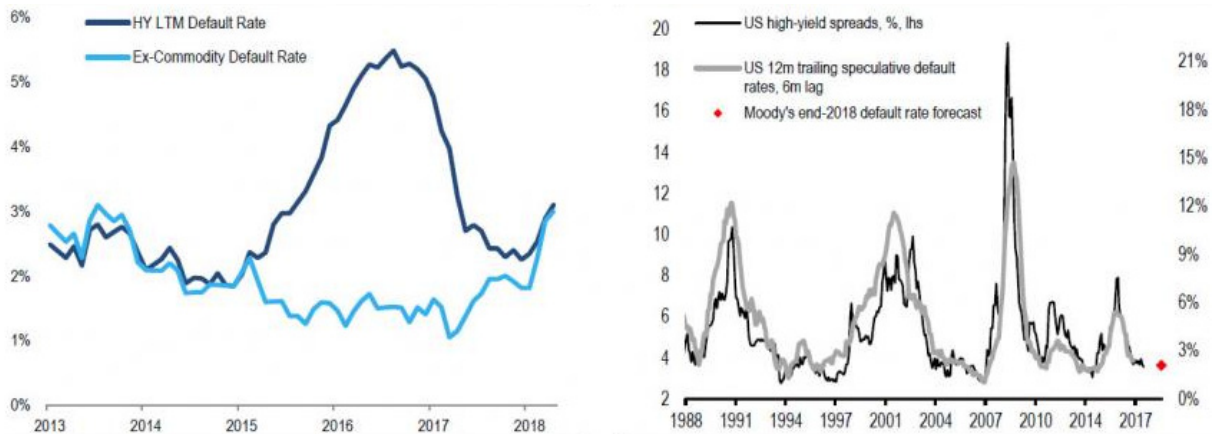


Quelle: Bloomberg, 2018

- Auch die Emissionen selbst weisen immer weniger Anlegerschutzklauseln auf bzw. nehmen einen immer spekulativeren Charakter an. So beläuft sich der Anteil nicht-amortisierender Hypotheken im kommerziellen Sektor in den Vereinigten Staaten inzwischen auf 75%, während sich bei Leveraged Loans der Anteil sogenannter „Covenant Lite“ Emissionen auf 77% beläuft.
- Sollten sich die ökonomischen Rahmenbedingungen verschlechtern, wird das freundliche Markt-klima keinen Bestand haben. Denn die immense Verschuldung und rekordhohe Hebelung der Unternehmensbilanzen eröffnet die Aussicht auf eine besonders umfangreiche Welle von Kreditausfällen, wenn die nächste wirtschaftliche Stressperiode einsetzt. In Beziehung gesetzt zum Bruttoinlandsprodukt bewegt sich die Verschuldung amerikanischer Unternehmen mittlerweile wieder auf einem Niveau, welches in der Vergangenheit unweigerlich der Ausgangspunkt von Finanzkrisen war.
- Gegenwärtig beträgt die Ausfallrate zwar lediglich 3%, doch ist sie über die letzten Monate rapide angestiegen (siehe Abb. 19 links). Dies spricht für steigende Kreditspreads, denn diese sind mit der Ausfallrate historisch eng korreliert (siehe Abb. 19 rechts).
- In Europa ist nun klar, dass das Kaufprogramm der EZB für Unternehmensanleihen in der zweiten Jahreshälfte sukzessive heruntergefahren und zum Jahresende eingestellt werden wird. Doch schon jetzt scheinen die EZB-Käufe ihre Potenz eingebüsst zu haben. Denn anders als in den Vorjahren, wo die Käufe der Zentralbank eine stark komprimierende Wirkung auf die Spreads ausübten, sind diese seit Jahresbeginn trotz zusätzlichen Käufen in ähnlichem Umfang von EUR 70 Mrd. um beinahe 70 bp angestiegen.
- Dass die Kreditmärkte im zweiten Halbjahr in einem Umfeld anziehender Inflation, steigender Zinsen und schrittweiser Rückabwicklung quantitativer Lockerungsprogramme eine Korrektur vermeiden können, steht zu bezweifeln. Denn die Entwicklung der Anleihekäufe durch Zentralbanken weist im Zeitverlauf eine enge und negativ korrelierte Beziehung mit der Höhe der Kreditspreads auf.
- Ein nicht zu vernachlässigendes zusätzliches Risiko im Zusammenhang mit einer potentiellen Korrektur an den Kreditmärkten ergibt sich aus dem Umstand, dass über die letzten Jahre immer mehr Zuflüsse von Retail-Anlegern gekommen und über kostengünstige ETFs erfolgt sind, von

welchen die Anleger jederzeit verfügbare Liquidität erwarten. Banken haben sich jedoch aus regulatorischen Gründen zunehmend aus ihrer angestammten Rolle als Market Maker in dem an und für sich illiquiden Markt für Unternehmensanleihen verabschiedet. Einseitiger Verkaufsdruck kann in einem solchen Marktumfeld sehr schnell zu unerwartet hohen negativen Preisfluktuationen Anlass geben.

Abb. 19: Kreditausfallraten im High-Yield-Bereich steigen an (links), Creditspreads sind mit diesen historisch eng korreliert



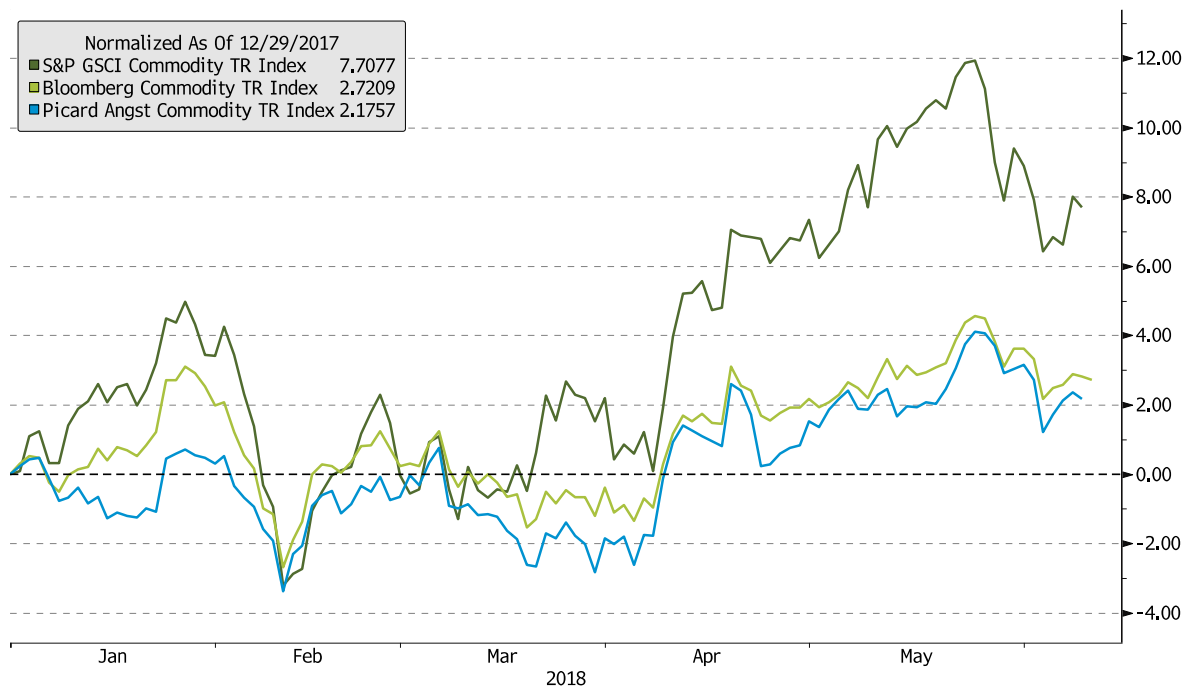
Quelle: Credit Suisse, 2018

Rohstoffe

Der zyklische Aufschwung verfestigt sich

- Der zyklische Aufschwung an den Rohstoffmärkten hat sich im ersten Halbjahr 2018 fortgesetzt. Dabei ist eine Verbreiterung der Partizipation über die Sektoren hinweg zu verzeichnen. Spielte die Musik im Vorjahr noch fast ausschliesslich bei zyklischen Rohstoffen aus dem Energie- und Industriemetallsektor, so sind inzwischen auch bei landwirtschaftlichen Rohstoffen, insbesondere Getreiden und einzelnen Soft Commodities, Anzeichen eines strukturellen Wandels der Angebots- und Nachfragedynamik zu beobachten. Geopolitische Faktoren haben an Einfluss gewonnen. So ist der Anstieg des Erdölpreises um bis zu USD 15 pro Fass seit Jahresbeginn nicht allein dem Abbau des Angebotsüberhangs zuzuschreiben sondern zu einem guten Teil der Manifestierung geopolitischer Risiken geschuldet. Nach dem besonders ausgeprägten Preisanstieg des Vorjahres haben Industriemetalle allerdings eine Verschnaufpause eingelegt. Belastend wirkten sich für letztere zudem Anzeichen einer Abschwächung der globalen Wachstumsdynamik aus.
- Der Umstand dass die Rohstoffmärkte Widerstandsfähigkeit gegenüber der rapiden Erholung des handelsgewichteten US-Dollar im zweiten Quartal unter Beweis gestellt haben, unterstreicht dass die spätzyklische Dynamik der Weltkonjunktur bei immer mehr Rohstoffen für günstige fundamentale Bedingungen sorgt. Lediglich Edelmetalle hatten mit der Währungsentwicklung zu kämpfen, haben sich aber gleichzeitig von dem steigenden Zinsumfeld wenig beeindruckend lassen. Zum einen ist der Zinsanstieg am langen Laufzeitende bisher vergleichsweise moderat ausgefallen, zum anderen hat sich die Inflationsdynamik merklich beschleunigt. Der Anstieg der US-Konsumentenpreise um 0.7% im ersten Halbjahr hat mit den Zinserhöhungen der US-Notenbank Schritt gehalten und übt eine moderierende Wirkung auf die Realzinsen aus.

Abb. 20: Picard Angst Commodity TR vs. Benchmark-Indizes 2018



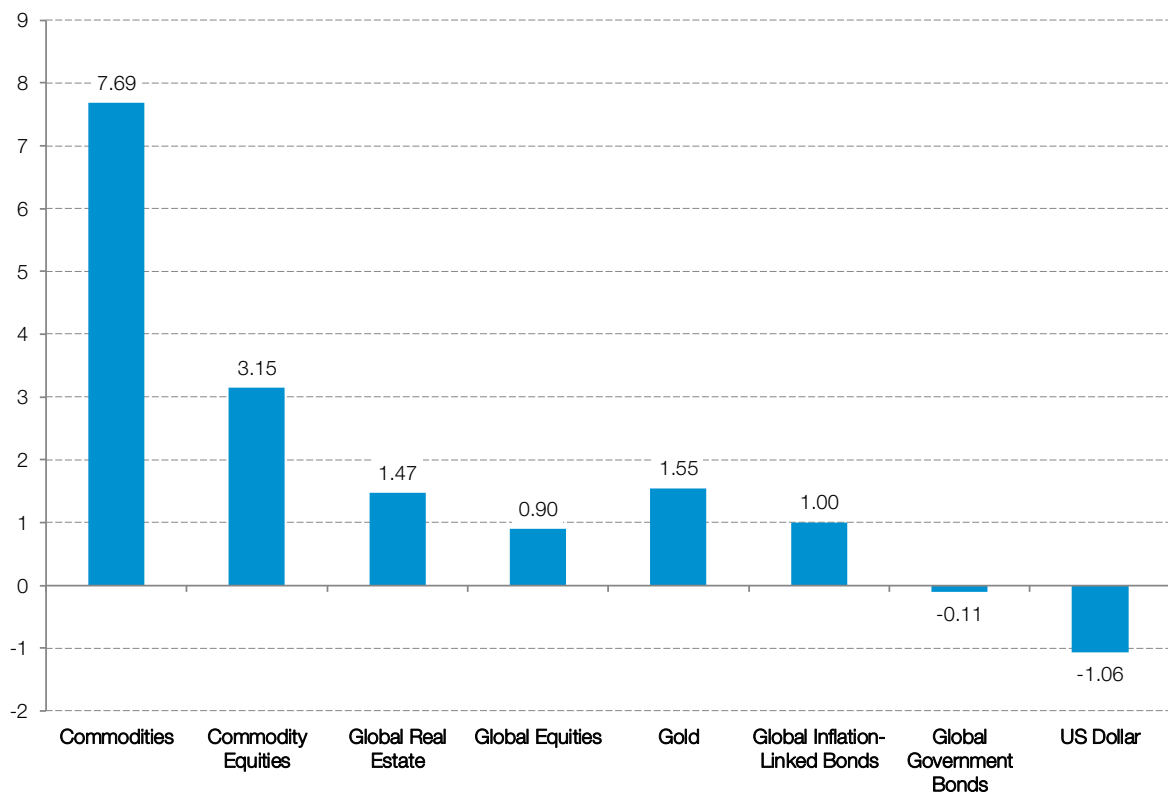
Quelle: Bloomberg, 2018

- Vor diesem Hintergrund können breite Rohstoff-Benchmarks für die erste Jahreshälfte durchweg auf positive Renditen zurückblicken. Wie in der gegenwärtigen Phase des Konjunkturzyklus zu erwarten haben Rohstoffanlagen begonnen nicht nur gegenüber Anleihen sondern auch Aktienanlagen Outperformance zu generieren. Betont zyklisch exponierte Benchmarks mit hohem Energieanteil schnitten am besten ab. So legte der energielastige S&P GSCI Commodity TR Index um über 7% zu, während der ausgewogenere Bloomberg Commodity TR Index um 2% avancierte. Unsere ebenfalls sehr breit diversifizierte, haus-eigenen Picard Angst Commodity TR Strategie gelang es anders als 2017 im ersten Halbjahr nicht, sich von ihrem Benchmark abzusetzen (siehe Abb. 20).
- Wie schon im Vorjahr schnitten jene Strategien signifikant besser ab, welche Agrarrohstoffe aus ihrem Anlageuniversum ausschliessen und somit von einer konzentrierten Aussetzung gegenüber Energierohstoffen profitieren konnten. Unsere haus-eigene Picard Angst Energy & Metals TR Strategie legte um mehr als 5% zu und baute damit die Outperformance des Vorjahres gegenüber dem Benchmark Bloomberg Commodity ex-Ag ex-LS TR aus.

Anziehender Inflationsdruck verbessert die Aussichten für Rohstoffanlagen trotz nachlassender Wachstumsdynamik weiter

- In der Vergangenheit haben Rohstoffe jeweils dann die grösste Aufwertung erfahren und eine ausgeprägte Outperformance gegenüber anderen Anlageklassen an den Tag gelegt, wenn der Konjunkturzyklus seinen Höhepunkt bereits überschritten hatte, Ressourcenengpässe spürbar wurden und die Zentralbanken begannen, auf die Bremse zu treten. Die ausgeprägte Outperformance in der spätzyklischen Expansionsphase erklärt sich insbesondere dahingehend, dass Rohstoffpreise anders als Finanzwerte wie Aktien, welche künftiges Wachstum und Mittelflüsse diskontieren, von der Angebots- und Nachfragesituation auf dem Spot-Markt bestimmt werden. Preise steigen somit, wenn das aktuelle Niveau der Nachfrage das verfügbare Angebot übersteigt.
- Das robuste Wachstum der Weltwirtschaft begleitet von einer zunehmenden Erschöpfung verbliebener Reservekapazitäten hat sich über das vergangene Jahr bereits in einem starken Anstieg der Rohstoffnachfrage über sämtliche Sektoren hinweg niedergeschlagen. Über die letzten Monate hat auch die bisher gedämpfte Inflationsentwicklung an Fahrt gewonnen.
- Zwar erscheint auf den ersten Blick die nachlassende Wachstumsdynamik als negativer Einfluss, was jedoch den Umstand ignoriert, dass Rohstoffpreise in erster Linie durch das Aktivitätsniveau und nicht allein Wachstum bestimmt werden. Solange die Nachfrage das Angebot überwiegt, ist mit anhaltend positiven Renditen zu rechnen. Damit bleibt die günstige Ausgangslage für freundliche Rohstoffmärkte auch in der zweiten Jahreshälfte aufrecht.
- Für unsere haus-eigenen Rohstoffanlagestrategien erwarten wir für 2018 weiterhin Gesamttrenditen von bis zu 10%. Der Löwenanteil dazu wird allerdings von steigenden Rollrenditen beigetragen werden, während die Spotpreis-Entwicklung vergleichsweise moderat ausfallen dürfte.
- Unterstützend wirken dabei insbesondere folgende Faktoren:
 - Das Schliessen der Output-Lücken und anhaltendes Beschäftigungswachstum treiben die Lohnspirale und einen beschleunigten Anstieg der Inflation. Unter allen Anlageklassen weisen Rohstoffe die höchste Sensitivität gegenüber Veränderungen der Teuerungsrate auf und eignen sich damit besonders gut zur Inflationsabsicherung (siehe Abb. 21).
 - Rohstoffe profitieren von einer Straffung der Zügel der Geldpolitik. Denn genauso wie Nachfrage, welche verfügbare Angebotskapazitäten übersteigt, zu Aufwärtsdruck auf Rohstoffpreise führt, provoziert dies in der Regel eine defensive Reaktion der Zentralbanken. Besonders positiv äussert sich dies im Durchschnitt bei den zyklischen Sektoren Industriemetalle und Energie.
 - Der Einbruch der Kapitalausgaben und Investitionen in neue Förder- und Produktionskapazitäten seit der globalen Finanzkrise macht sich allmählich als limitierender Faktor bei der Bedienung steigender Nachfrage bemerkbar.

Abb. 21: Inflationsschutzwirkung von Rohstoffanlagen – Inflationssensitivität von Anlageklassen gegenüber dem US-Konsumentenpreisindex



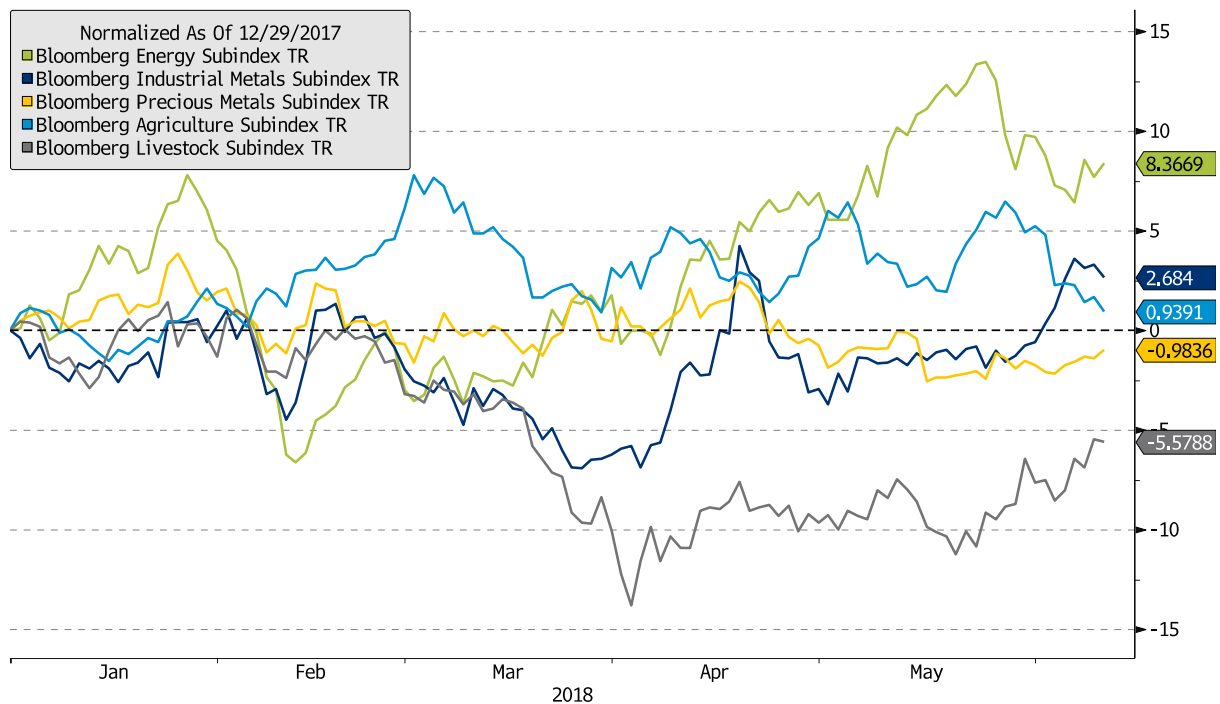
Quelle: Picard Angst AG, 2018

- Von 23 der meistgehandelten Rohstoffe weisen mittlerweile 78 Prozent fallende Lagerbestände und damit Angebotsdefizite auf. Die reduzierte Verfügbarkeit von Rohstoffen hat auch Auswirkungen auf die Laufzeitstruktur. Das Umschlagen der Terminkurven im Energiesektor von Contango in Backwardation hat das Rollrenditeprofil für Anleger substantiell verbessert. Eine ähnliche Entwicklung zeichnet sich bei einzelnen Agrarrohstoffen und Basismetallen ab und dürfte sich insgesamt weiter akzentuieren.
- Die Verzinsungen auf dem unterlegten Kapital bei Rohstoffanlagen (Collateral Yield) hat sich seit Jahresbeginn weiter merklich erholt und dürfte angesichts absehbarer weiterer Zinserhöhungen ein Niveau von 2.5% bis 3% erreichen.
- Die Diversifikationswirkung der Beimischung von Rohstoffen zu einem ausgewogenen Portfolio ist gegenwärtig so hoch wie sie Jahren nicht mehr. Sowohl gegenüber Aktien und Anleihen als auch zwischen den einzelnen Rohstoffsektoren bewegen sich die Korrelationen gegenwärtig nahe Null.
- Zu den Risiken, welche die Fortsetzung des Aufschwungs an den Rohstoffmärkten gefährden können, zählen:
 - Die Eskalation des schwelenden Handelsdisputts zwischen den Vereinigten Staaten, China und der EU zu einem ungebremsen Handelskrieg könnte das Wachstum der Weltwirtschaft torpedieren und damit die Nachfrage nach Rohstoffen empfindliche treffen. Sollten die Auswirkungen neuer Zollschranken dagegen beschränkt bleiben, so dürften sich die dadurch bedingten Friktionen und erhöhten Produktionskosten tendenziell in steigenden Rohstoffpreisen niederschlagen.
 - Das Wachstum in China hat sich in der ersten Jahreshälfte gut behauptet wird sich aber allmählich verlangsamen. Denn nach der Konsolidierung der politischen Machtstrukturen wen-

det sich der Fokus der chinesischen Führung wieder der Eindämmung spekulativer Blasen am Immobilienmarkt, industrieller Überkapazitäten und der Bekämpfung der Umweltverschmutzung zu, was eine Einschränkung der Kreditschöpfung bedingt. Angesichts Chinas Rolle als weltgrösster Importeur von Rohstoffen würde ein abrupter Wachstumseinbruch eine Fortsetzung der Erholung an den Rohstoffmärkten in Frage stellen.

- Der handelsgewichtete US-Dollar hat sich über das vergangene Jahr sukzessive abgewertet. Die fortschreitende Normalisierung der US-Geldpolitik und die Aussicht auf fiskalische Lockerung lässt für 2018 jedoch eine Ausweitung der Zinsdifferenziale zugunsten der US-Währung erwarten. Ein daraus resultierender substantieller Dollar-Anstieg wird sich als Gegenwind für weiter steigende Rohstoffpreise bemerkbar machen.
- Der US-Dollar hat in den letzten Monaten eine rapide Erholung erlebt, nachdem sich der Fokus des Marktes wieder auf die ansteigenden Zinsdifferenzen gegenüber dem Rest der Welt gerichtet hat. Sollte sich der US-Dollar auf handelsgewichteter Basis wider unsere Erwartungen in der zweiten Jahreshälfte nicht abschwächen (siehe dazu auch das Kapitel «Makroökonomische Trends»), dürfte dies das Ausmass weiterer Preiserhöhungen bei Rohstoffen limitieren.

Abb. 22: Entwicklung der Rohstoffsektoren 2018



Quelle: Bloomberg, 2018

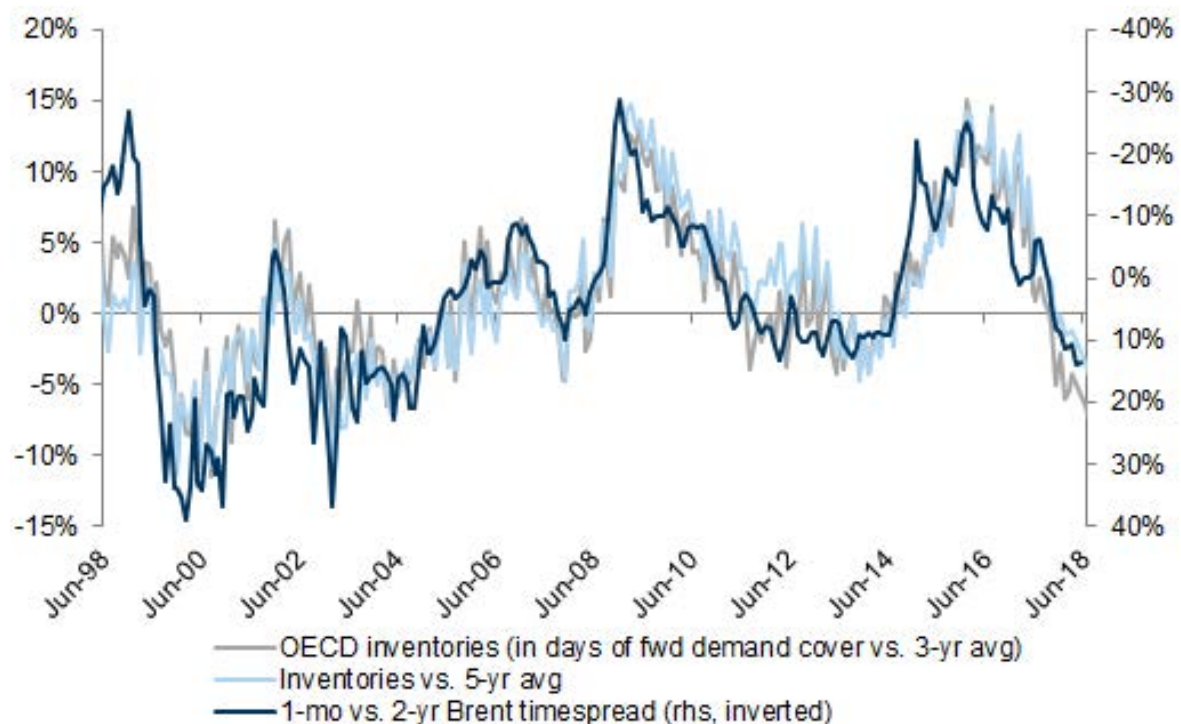
Energie

Die Energiepreise haben ihre Erholung in der ersten Jahreshälfte fortgesetzt. Ausschlaggebend dafür war das disziplinierte Festhalten von OPEC und Russland an den vereinbarten Produktionsbeschränkungen. Angesichts des äusserst robusten von den Schwellenländern angetriebenen Nachfragewachstums wurde das Ziel einer Normalisierung der globalen Lagerbestände früher als erhofft bereits im Frühjahr erreicht. Inzwischen liegen diese deutlich sowohl unter dem Dreijahres- als auch dem Fünfjahresdurchschnitt. Dementsprechend hat sich auch die Inversion der Terminkurven dramatisch verschärft. Die Rollrendite auf Brent-Erdöl beläuft sich mittlerweile auf bis zu 15% p.a. (siehe Abb. 23)

Neben der Angebots- und Nachfragedynamik hatte auch die Materialisierung geopolitischer Risiken einen massgeblichen Einfluss auf den robusten Anstieg der Energiepreise. So kletterte der Preis für Brent-Erdöl

nach dem einseitigen Rückzug der Vereinigten Staaten aus dem Nuklearabkommen mit Iran und der Wiedereinführung von Wirtschaftssanktionen zeitweise bis über USD 80 pro Fass. Dem Höhenflug vorerst ein Ende setzte jedoch die Ankündigung Saudi-Arabiens und Russlands eine Ausweitung der OPEC-Produktionsquoten um bis zu eine Million Fass pro Tag ins Auge zu fassen. Gegenüber den ursprünglich vereinbarten Produktionsbeschränkungen stellt dies allerdings insgesamt gar keine Lockerung der Angebotssituation dar. Denn das zusätzliche Angebot kompensiert lediglich Produktionsausfälle etwa in Venezuela und sanktionsbedingt zukünftig im Iran. Ohne diesen Schritt drohte angesichts fortgesetzten Lagerverzehr eine prekäre Versorgungslage in der OECD bereits zum Jahresende. Eine Fortsetzung des Anstiegs der Energiepreise ist damit nicht ausgeschlossen, zumal in der Vergangenheit Erhöhungen der OPEC-Produktionsquoten, sofern sie in einem robusten Konjunkturmilieu vorgenommen wurden, in der Regel bis zum Einsetzen der nächsten Rezession keine preisdämpfende Wirkung entfaltet haben.

Abb. 23: OPEC-Ziel erreicht: Globale Erdölvorräte unter langfristigem Durchschnitt



Quelle: IEA, ICE, GS Global Investment Research, 2018

Die einzige Quelle substantiellen Produktionswachstums stellte im ersten Halbjahr der US-Schieferölsektor dar. Bei Fortschreibung des aktuellen Trends könnten die Vereinigten Staaten bis zum Jahresende Saudi-Arabien überholen und zum weltgrößten Produzenten von Erdöl aufsteigen. Doch den Exportkapazitäten für US-Erdöl sind enge Grenzen gesetzt. Logistische Engpässe aufgrund mangelnder Pipelinekapazitäten limitieren diese auf weniger als 3 Mio. Fass pro Tag. Dies hat zu einem signifikanten Abschlag für die nordamerikanische Erdöl-Sorte WTI gegenüber Brent Anlass gegeben, der sich zuletzt auf über USD 11 pro Fass ausgeweitet hat. Zusätzliche Preisabschläge ergeben sich zwischen verschiedenen Lieferpunkten für WTI-Erdöl in Texas und Oklahoma. Der effektive Anreiz zu einer weiteren Expansion der Schieferölproduktion reduziert sich damit zunehmend, was entgegen bisher gehegter Hoffnungen, der fortgesetzten Expansion des Sektors einen Riegel vorschieben könnte.

Aus Anlegersicht bleibt der Energiesektor auch auf dem aktuellen Preisniveau interessant. Denn auch falls der Erdöl-Spotpreis seinen Jahreshöchststand bereits gesehen haben sollte, ist das Renditepotential nicht erschöpft. Angesichts der extrem hohen Rollrenditen lockt selbst das Szenario eines konsolidierenden Marktes mit einer attraktiven Rendite. So dürfte sich die Rollrendite von Brent-Erdöl über das Gesamtjahr auf mehr als 10% kumulieren. Angesichts eines substantiellen Abbaus spekulativer Positionen an den Terminmärkten über die letzten Wochen hat sich gleichzeitig das Rückschlagspotential bei den Preisen reduziert.

Industriemetalle

Industriemetallen ist es im bisherigen Jahresverlauf nicht gelungen an die herausragende Gesamttrendite des Vorjahres von 30% anzuknüpfen. Insgesamt bleibt der Sektor in einer Konsolidierungsbewegung gefangen. Zwar werden für wichtige Basismetalle (Aluminium, Kupfer, Nickel, Zink) für das laufende Jahr Angebotsdefizite erwartet und die Erwartungen an das globale Wachstum verharren auf hohem Niveau, doch die bis vor kurzem noch sehr moderate Inflationsentwicklung und vor allem der wiedererstarke US-Dollar haben sich zu einem Gegenwind entwickelt. Politische Risiken, die im April für Preisturbulenzen bei Aluminium, Nickel und Palladium sorgten, haben sich als lediglich temporäre Einflussgrösse erwiesen.

Auch für den Rest des Jahres ist davon auszugehen, dass die Aussichten für die einzelnen Metalle hinsichtlich ihrer Angebotsdynamik deutlich divergieren werden. Ausschlaggebend ist dabei, ob der Angebotszyklus durch lang- oder kurzfristige Faktoren dominiert wird. So bleiben die Aussichten für Kupfer ausgesprochen positiv, da angesichts des Einbruchs der Kapitalinvestitionen seit 2013 sich die Phase des Angebotswachstums ihrem Ende zuneigt und die Erschliessung neuer Produktionskapazitäten langjähriger Vorlaufzeiten unterliegt. Der Aluminiummarkt dagegen hat 2018 mit Gegenwind zu rechnen. Denn die Verfügbarkeit der Ausgangsmaterialien und des Inputfaktors Energie ist nicht beschränkt. Die angebotsseitigen Reformen und neuen Umweltauflagen in China werden allerdings höhere Kostenstrukturen zementieren und einen Rückfall der Preise auf das Niveau von 2016 verhindern.

Mit einem Preisanstieg von nahezu 20% gelang es Nickel sich positiv vom Rest des Feldes abzusetzen, obwohl nach Aufgabe des Exportverbots im laufenden Jahr eine deutliche Ausweitung der Nickelerzlieferungen aus Indonesien, dem grössten Produzentenland, droht. Denn die von China verordnete Stilllegung von Stahlkapazitäten über die Wintermonate hat zu einem Abbau der Lagerbestände geführt, was sich nun in einem Anziehen der Edelstahlproduktion niederschlägt. Daneben beginnt das Metall zunehmend vom Fokus auf seine Bedeutung für die Herstellung von Batterien für Elektrofahrzeuge zu profitieren. So dürfte sich gemäss Analystenschätzungen die für die Batterieproduktion benötigte Menge an Nickel über die nächsten acht Jahre verzehnfachen.

Die langfristigen Perspektiven für Basismetalle bleiben ausgesprochen positiv. Denn die Minenindustrie löst sich erst langsam von einem Rekordtief bei den Gewinnmargen, welche 2016 auf den tiefsten Stand seit 1998 gefallen sind. In der Vergangenheit haben sich diese mit einer Verzögerung von ca. zwei Jahren als verlässlicher Indikator für die Entwicklung der Marktbilanz erwiesen. Dies lässt für die nächsten Jahre eine fortgesetzte Erholung des Sektors angesichts steigender Angebotsdefizite erwarten.

Edelmetalle

Hatte ein überraschend schwacher US-Dollar zum Jahresbeginn Edelmetallnotierungen und insbesondere dem Goldpreis noch einen Auftakt nach Mass beschert, verloren sich die Gewinne bis zur Jahresmitte wieder angesichts eines herausfordernden Zinsumfeldes und einer Trendwende bei der US-Währung.

Allerdings erwies sich der Goldpreis selbst gegenüber einem Anstieg der Verfallrenditen zehnjähriger US-Staatsanleihen auf über 3% als erstaunlich widerstandsfähig. Bereits seit Herbst letzten Jahres hat die Sensitivität gegenüber der Zinsentwicklung sukzessive abgenommen. So hat die Korrelation zwischen Gold und zehnjährigen Treasury Notes zuletzt gar nahe Null notiert. Die traditionell negative Korrelation gegenüber dem US-Dollar hat sich dagegen vergleichsweise konstant um -0.6 gehalten.

Zu den Faktoren, welche in der zweiten Jahreshälfte eine nachhaltigere Aufwertung des Goldpreises treiben bzw. unterstützen könnten gehört deshalb insbesondere eine Abschwächung der US-Währung, für welche die Chancen intakt sind im Rahmen eines Aufholens Europas und anderer Länder in Bezug auf die Wachstumsdynamik sowie die Inangriffnahme einer Normalisierung der Geldpolitik. Hilfreich wäre zudem eine Beschleunigung der Inflationsentwicklung über eine Rate von 3% hinaus, was Druck auf die Realzinsen auslösen wird, zumal seitens der Zentralbanken Zurückhaltung und ein bedachtes Vorgehen im Rahmen des Normalisierungsprozesses gestellt wird.

Trotz der Turbulenzen, von welchen die europäischen Finanzmärkte im Zuge der konfliktvollen Bildung einer neuen italienischen Regierung betroffen waren, konnte Gold von seiner traditionellen Rolle als siche-

rer Hafen kaum profitieren. Nichtsdestotrotz dürfte die Rückkehr einer politischen Risikoprämie nur eine Frage der Zeit sein. Implizite Volatilitäten an den Optionsmärkten, welche deutlich unter dem realisierten Volatilitätsniveau notieren, machen deutlich, dass der defensive Charakter von Gold als sicherer Hafen aktuell keine Wertschätzung genießt. In einer länger anhaltenden Phase ausgeprägter Risikoaversion dürfte sich Gold Anlegern allerdings als attraktivere Fluchtoption präsentieren gegenüber Alternativen wie z.B. Staatsanleihen, welche nicht nur hohe Bewertungen aufweisen sondern ausserdem dem Inflationsrisiko ausgesetzt sind.

Agrarrohstoffe

Nach vielen Jahren fallender Preise scheinen mit einiger Verzögerung gegenüber den zyklischen Rohstoffsektoren auch die Agrarmärkte vor einer Trendwende zu stehen. Während sich die Situation bei den Soft Commodities noch durchzogen präsentiert, haben die Preise für die meisten Getreide seit Jahresbeginn deutlich angezogen.

Bei sieben von neun bedeutenden Agrarrohstoffen überwiegt inzwischen die Nachfrage gegenüber dem Angebot. Trotz sehr guten Ernteerträgen in den letzten Jahren weisen Mais und Sojabohnen bereits das zweite Jahr in Folge fallende Quoten des Bestandes in Relation zum Verbrauch (stocks-to-use ratio) auf. Denn das tiefe Marktpreisniveau gibt Produzenten nicht mehr die erforderlichen Anreize, um Anbauflächen auszudehnen und anderweitige Massnahmen zur Steigerung der Erträge zu ergreifen. Die US-Maisbauern haben diesen Frühling 2.4% weniger Mais angebaut, was bei ansonsten konstanten Bedingungen einen Rückgang der Lagerbestände von 15.4% auf 10% der Gesamtnachfrage impliziert. Im Fall von Soja dürfte ein um 2.1% reduzierter Anbau die Vorräte zum Jahresende auf 8% der Nachfrage fallen lassen. Ein Vorratsniveau unter 10% hat sich bei Mais und Soja in der Vergangenheit als kritisch erwiesen und in der Regel zu einer Inversion der Terminkurve sowie scharfen Preisanstiegen Anlass gegeben.

Ähnliche Tendenzen zeigen sich bei anderen Agrarrohstoffen wie z.B. Baumwolle. Alarmierend ist dabei, dass in vielen Fällen bereits ein moderater Einbruch der Trendertragsrate ausreichen würde, um ernsthafte Versorgungsengpässe auszulösen. Sollten wetterbedingte Ernteauffälle wie dieses Frühjahr in Südamerika in der zweiten Jahreshälfte eine Fortsetzung finden, sind explosive Preisrallys nicht ausgeschlossen, zumal globale Klimamodelle für die zweite Jahreshälfte eine potentielle Rückkehr des El Niño Wetterphänomens prognostizieren.

Picard Angst Anlagefonds – Performance 2018

Stichtag: 31. Mai 2018

Rohstoffe – «Enhanced Beta» Strategien

All Commodity Tracker Plus

Fondsvermögen	USD 160 Mio.	
Performance	Q2 2018	2018
Anteilsklasse P (USD)	+4.53%	+2.87%
Benchmark BCOM TR Index	+4.04%	+3.62%

Energy & Metals

Fondsvermögen	USD 161 Mio.	
Performance	Q2 2018	2018
Anteilsklasse P (USD)	+5.99%	+5.42%
Benchmark BCOM ex-Ag ex-LS TR Index	+5.16%	+3.98%

All Commodity Fund (UCITS)

Fondsvermögen	USD 6 Mio.	
Performance	Q2 2018	2018
Anteilsklasse Ca (USD)	+4.64%	+1.90%
Benchmark BCOM TR Index	+4.04%	+3.62%

Rohstoffe – Systematische Risikoprämien-Strategien – Long-Short

Systematic Commodity Alpha

Fondsvermögen	USD 29 Mio.	
Performance	Q2 2018	2018
Anteilsklasse P (USD)	+3.75%	+6.24%

Aktien

Picard Angst Systematic Equity Switzerland

Fondsvermögen	CHF 23 Mio.	
Performance	Q2 2018	2018
Anteilsklasse 1 (CHF)	-0.75%	-7.77%

Picard Angst Padma India Fund (UCITS)

Fondsvermögen	USD 34 Mio.	
Performance	Q2 2018	2018
Anteilsklasse I (USD)	-0.93%	-10.74%
Benchmark NSE Nifty 50 Index (USD)	+2.52%	-3.50%

Picard Angst Stabilized European Dividend Income (UCITS)

Fondsvermögen	EUR 10 Mio.	
Performance	Q2 2018	2018
Anteilstklasse P (EUR)	+4.68%	-0.36%
Benchmark Euro STOXX 50 TR Index	+3.14%	-0.78%

Wichtiger Hinweis

Wir weisen Sie darauf hin, dass Gespräche auf unseren Linien aufgezeichnet werden. Bei Ihrem Anruf gehen wir davon aus, dass Sie damit einverstanden sind. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung finden in dieser Präsentation keine Anwendung. Wir weisen Sie darauf hin, dass nicht ausgeschlossen werden kann, dass die Picard Angst AG eigene Interessen an der Kursentwicklung einzelner oder aller in diesem Dokument beschriebener Titel hat. Dieses Dokument beinhaltet kein Angebot und keine Einladung zum Kauf oder Verkauf von Wertschriften. Dieses Dokument ist nur für informative Zwecke bestimmt. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Picard Angst AG veröffentlichten Dokumenten, einschliesslich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Weder das ganze Dokument noch einzelne Teile daraus dürfen weiterverwendet oder weiterverteilt werden. Obwohl die Picard Angst AG der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann die Picard Angst AG keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen.

© Picard Angst AG

Unter Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA).

PICARD ANGST AG

Bahnhofstrasse 13 –15, CH-8808 Pfäffikon SZ, Telefon +41 55 290 50 00, Fax +41 55 290 50 05
info@picardangst.com, www.picardangst.com