



PICARD ANGST

# FY 2020

Ausblick & Kommentar

# China als Zünglein an der Waage

Nach dem deprimierenden Abschluss des Vorjahres hätte wohl kaum ein Anleger erwartet, dass 2019 mit einer diametral entgegengesetzten Entwicklung aufwarten würde, die an den Aktienmärkten gar weltweit in einem der stärksten Jahre im historischen Vergleich münden dürfte. Umso erstaunlicher ist dieser Wandel, als die globalen makroökonomischen Aussichten keine vergleichbare Trendwende erfahren, sondern sich im Gegenteil weiter abgeschwächt haben.

Die Lösung des Rätsels über diese Divergenz ist im erneuten Anschwellen der durch die Zentralbanken zur Verfügung gestellten Liquidität zu suchen. Dabei ist jedoch die Gefahr gross, dass sich der Effekt in einer vorübergehenden Ankurbelung der Finanzmärkte erschöpft. Zumal da anders als in früheren Phasen der Verlangsamung der Weltwirtschaft in 2015, 2011 und 2008 die Stimulierungsbemühungen Chinas hinter dem Rest der Welt zurückbleiben. Sollte dies das Erreichen struktureller Grenzen re-

flektieren, könnte sich China für die Aussichten der Weltwirtschaft im kommenden Jahr als das sprichwörtliche Zünglein an der Waage entpuppen.

Vor diesem Hintergrund bleiben wir in unserer Einschätzung der Aussichten für das kommende Jahr trotz und gerade wegen der aktuell zu beobachtenden Euphorie an den Märkten vorsichtig und defensiv. Denn Anzeichen für eine von vielen Seiten erwartete substantielle Wachstumserholung ähnlich dem Rebound des Jahres 2016 lassen sich diesmal nicht ausmachen. Der aktuelle Höhenflug an den Aktienmärkten wird von einer fortgesetzten Erosion der Fundamentaldaten begleitet, während die Zentralbanken ihr Pulver bereits grösstenteils verschossen haben, bevor sie überhaupt mit einem rezessiven Konjunkturmilieu konfrontiert sind.



Dr. David-Michael Lincke  
Head of Portfolio Management

# Übersicht

1. Makroökonomische Trends	
Hochgefühle durch geldpolitische Liquiditätsspritzen	4
2. Aktienmärkte	
Fokus auf günstige Bewertungen	19
3. Rohstoffe	
Angebotsengpässe sorgen für anhaltendes Potenzial	33
4. Indien	
2020 – Ein Jahr der Erholung?	42

# Hochgefühle durch geldpolitische Liquiditäts- spritzen

Dr. David-Michael Lincke, Head of Portfolio Management

## In Kürze

- Vorläufige Zeichen einer Stabilisierung bei einzelnen vorlaufenden Indikatoren haben Konjunkturoptimismus wiedererweckt, doch noch steht eine Bestätigung durch harte Wirtschaftsdaten und weitere Indikatoren aus.
- Anders als in vergangenen konjunkturelle Schwächephasen zeigen die Stimulierungsbemühungen Chinas bisher wenig Wirkung und sind in ihrem Ausmass deutlich geringer ausgefallen. Sollte China tatsächlich an die Grenzen seiner Möglichkeiten gestossen sein, eröffnet dies für die Weltwirtschaft die Gefahr eines fortgesetzten und langanhaltenden Abschwungs.
- In den Vereinigten Staaten ist die Gefahr eines Abgleitens in die Rezession keineswegs gebannt, auch wenn sich die Inversion der Zinskurve wieder aufgelöst hat.
- Für Schwellenländer mit Ausnahme Chinas gestalten sich die Aussichten dagegen erfreulicher, zumal viele dieser Volkswirtschaften über beträchtlichen Handlungsspielraum im Rahmen ihrer Geld- und Fiskalpolitik verfügen.
- Der Glaube an die Allmacht der Zentralbanken erlebt zunehmende Erschütterungen. Insbesondere die Sinnhaftigkeit negativer Zinsen wird zunehmend in Zweifel gezogen. Doch noch haben Liquiditätsspritzen ihre Wirkung auf die Finanzmärkte nicht eingebüsst. Ob die globale Kehrtwende der Geldpolitik auf einen erneuten Lockerungskurs, die Gefahr einer Rezession tatsächlich bannen kann, steht jedoch in Zweifel.
- Die Aussichten für globale Anleihen gestalten sich trüb. Einen Lichtblick liefern jedoch Schwellenländeranleihen nicht nur angesichts der vergleichsweise hohen Verfallrenditen, sondern auch vor dem Hintergrund signifikant unterbewerteter Währungen.
- Im Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China ist noch immer kein Ende absehbar. Mittlerweile konzentrieren sich die Hoffnungen lediglich noch auf den Abschluss einer minimalen Vereinbarung, während die resultierende Unsicherheit die Welthandelsvolumen weiter.

- Die stark gefallen Inflationserwartungen stehen im Kontrast zu einer robusten Entwicklung der Spot-Inflation in den Vereinigten Staaten. Dies eröffnet Chancen in inflationsindexierten Anleihen.
- Trotz fallender Leitzinsen ist der US-Dollar bisher stark geblieben. Dies dürfte sich im kommenden Jahr jedoch ändern.

## Ausblick

Trotz vorläufiger Anzeichen einer Stabilisierung bei einzelnen vorlaufenden Indikatoren deutet bisher wenig auf ein Ende des konjunkturellen Abschwungs der Weltwirtschaft hin. Sorgen bereitet insbesondere der Eindruck, dass China angesichts einer Schuldenblase an die Grenzen seiner Möglichkeiten der Stimulierung gestossen ist. Auch

wenn die Zentralbanken weltweit auf einen Lockerungskurs eingeschwenkt sind, weckt das historische Beispiel wenig Vertrauen, dass dies allein das Wachstumsruder herumreissen kann. Belastend hinzu kommt, dass im Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China noch immer kein Ende absehbar ist.

### 1.1 Makroökonomische Trends

## China stösst an die Grenzen der Wachstumsstimulierung

Der Abschwächungstrend der Weltkonjunktur, welcher sich seit geraumer Zeit beobachten lässt, wird häufig mit den Auswirkungen des Handelskonflikts zwischen den Vereinigten Staaten und China begründet. Sein eigentlicher Ursprung ist jedoch im Nachlassen der Stimulierungsbemühungen zwischen 2015 bis 2017 zu suchen, mit welchen China dem letzten Einbruch der inländischen Konjunktur begegnete.

Um die Kreditschöpfung anzukurbeln, wurden zum einen lokale Regierungsstellen angehalten, in grossem Umfang Anleihen auszugeben und die Erlöse in Infrastrukturprojekte zu investieren, und zum anderen das Schattenbankensystem mobilisiert, dessen Grösse sich allein 2016 verdreifachte. Die Folge war im Inland eine Reaktivierung der Immobilien- und Infrastrukturblase, deren Wirkung exportiert wurde und die Weltwirtschaft vor einem Abdriften in die Rezession bewahrte.

Seit der globalen Finanzkrise hat China mit seinen Stimulierungsmassnahmen der Weltkonjunktur wiederholt in kritischen Situationen erforderliche Energiespritzen verpasst, um auf Wachstumskurs zu bleiben. Eindrücklich ablesen lässt sich dies am sogenannten Kreditimpuls, welcher das Ausmass der Kreditschöpfung in einer

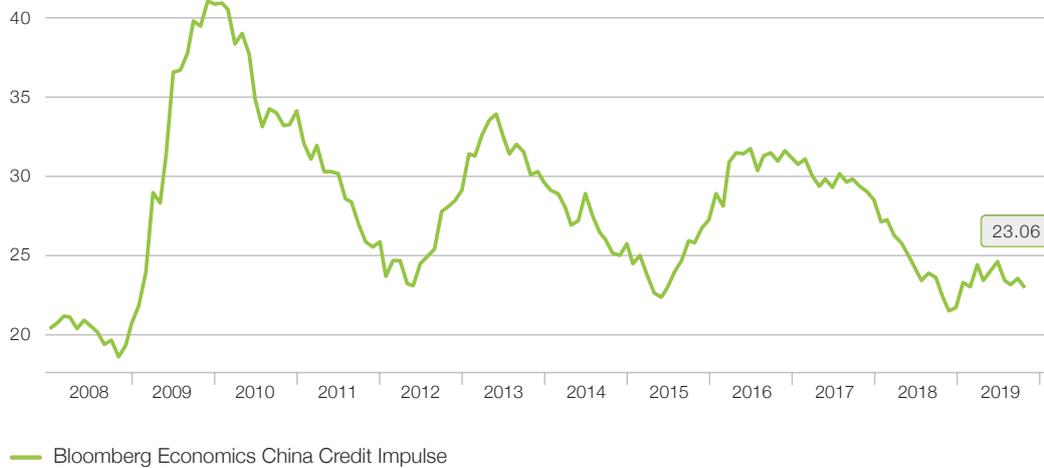
Volkswirtschaft mit der Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Beziehung setzt (siehe Abb. 1). Dessen Entwicklung verdeutlicht jedoch ebenfalls, dass die Intensität der konjunkturellen Stimulierungsmassnahmen sich über das letzte Jahrzehnt sukzessive abgenommen hat.

Auf die aktuelle Schwächephase, welche das chinesische BIP-Wachstum unter die Schwelle von 6% p.a. gedrückt hat, ist die Kreditantwort bisher minim ausgefallen. Den Grund dafür stellt wohl die massive Schuldenblase dar, welche aus der massiven Finanzierung unproduktiver Investitionen in der Vergangenheit resultiert und das Wachstum der chinesischen Produktivität zum Stagnieren gebracht hat.

Nichtsdestotrotz hat die chinesische Regierung versucht, die Kreditschöpfung auch dieses Jahr weiter anzukurbeln, was die 2018 noch rückläufige Schuldenquote des Landes gegenüber dem BIP auf über 250% hat ansteigen lassen. Während die Volkswirtschaft 2015/16 rasch auf derartige Massnahmen ansprang, fiel die Reaktion im laufenden Jahr jedoch äusserst zaghaft aus. So ist das Wirtschaftswachstum auf den tiefsten Stand seit 1992 gefallen.

Abb. 1

Chinesischer Kreditimpuls: Die Intensität der konjunkturellen Stimulierungsmassnahmen hat sich über das letzte Jahrzehnt sukzessive abgeschwächt



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

China scheint den Punkt erreicht zu haben, wo moderate Stimulierungsmassnahmen ihre Wirksamkeit verlieren und eine weitere Verstärkung der Massnahmen Gefahr läuft, eine Schuldenkrise auszulösen. Zwar sind auch die Zentralbanken im Rest der Welt wieder auf einen Lockerungskurs eingeschwenkt, doch die zentrale Rolle, welche China bei der Aufrechterhaltung der Expansion

über das vergangene Jahrzehnt gespielt hat, legt nahe, dass sich der Konjunkturzyklus seinem Ende zuneigt. An den Finanzmärkten, insbesondere den Aktienmärkten, ist diese Nachricht noch nicht angekommen. Doch die Divergenz gegenüber der Realwirtschaft wird sich über das kommende Jahr in die eine oder die andere Richtung schliessen.

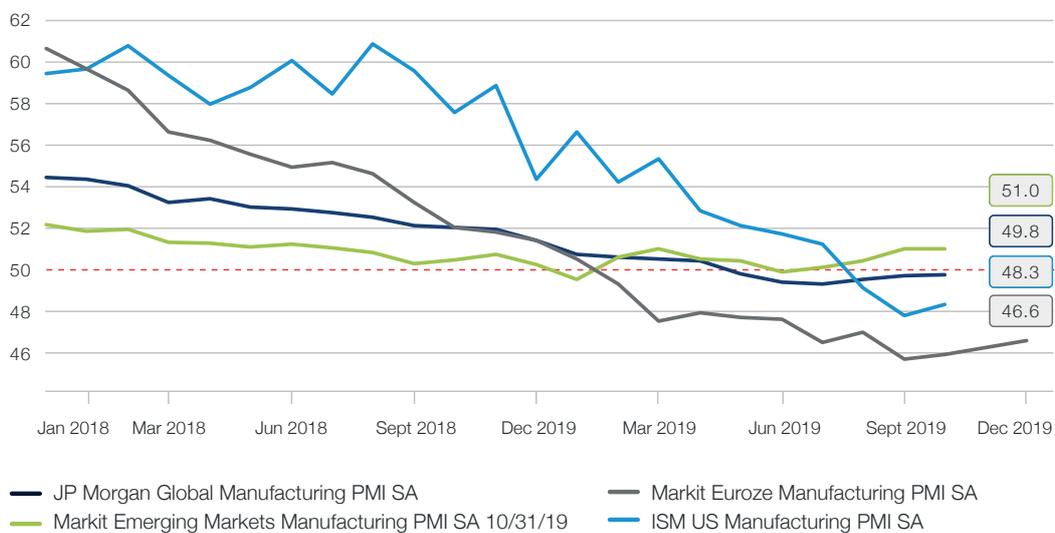
## Vorläufige Zeichen einer Stabilisierung, doch keine belastbare Trendwende bei den globalen Konjunkturaussichten

Die konjunkturelle Schwäche konzentriert sich auf das fertigernde Gewerbe. Vor dem Hintergrund der laufenden Handelsstreitigkeiten sind dabei jene Volkswirtschaften

besonders betroffen, die sehr offen sind und einen hohen Exportanteil aufweisen. In Europa trifft dies insbesondere auf Deutschland aber auch Schweden zu.

Abb. 2

Der Abschwächungstrend bei vorlaufenden Konjunkturindikatoren bleibt intakt, gibt jedoch erst Anzeichen einer Stabilisierung auf tiefem Niveau



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

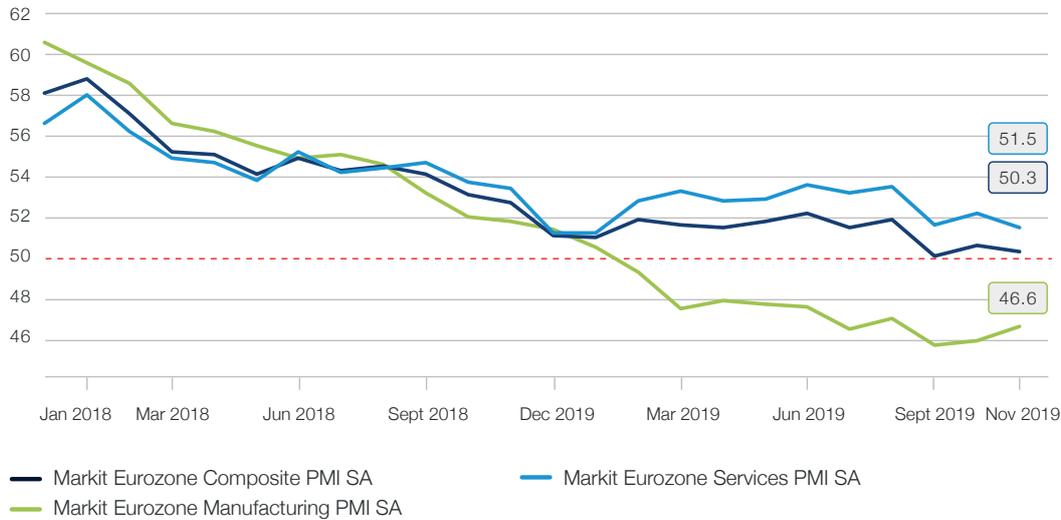
Die Nachfrage nach naturgemäss überwiegend binnenwirtschaftlich orientierten Dienstleistungen zeigt sich demgegenüber deutlich robuster und bleibt global auf Expansionskurs. Besonders deutlich fällt dieser Kontrast in der Eurozone aus (siehe Abb. 3).

Im Oktober und November haben die Einkaufsmanagerindizes vieler Volkswirtschaften erste Anzeichen einer Stabilisierung auf tiefem Niveau ausgesandt, was von den Finanzmärkten mit Erleichterung aufgenommen wurde. Noch fehlen jedoch bestätigende Datenpunkte für diese Umfragewerte. So haben über den gleichen Zeitraum

lediglich 16% der führenden Indikatoren der OECD (LEI) einen Anstieg verzeichnet. Harte Wirtschaftsdaten präsentieren sich überwiegend weiterhin stark rückläufig bis auf die Arbeitsmarktdaten, welche in Europa wie den Vereinigten Staaten bisher eine erstaunliche Widerstandskraft an den Tag gelegt haben. Allerdings handelt es sich bei Letzteren um einen Indikator mit nachlaufendem Charakter. Auch gibt es Anzeichen, dass die aktuelle Stabilisierung vorlaufender Indikatoren lediglich die Vorwegnahme von Nachfrage in China in Antizipation neuer im September und potentiell im Dezember in Kraft tretender Zölle reflektiert.

Abb. 3

## Schwäche konzentriert im fertigen Gewerbe, während sich die Nachfrage nach Dienstleistungen erstaunlich robust präsentiert



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

Die Schätzungen für das Wachstum der Weltwirtschaft wurden in der zweiten Jahreshälfte signifikant nach unten korrigiert. So erwartet der Internationale Währungsfonds (IWF) für 2019 statt 3.4% lediglich noch ein Wachstum von 3.0%, was die tiefste Expansionsrate der Weltwirtschaft seit 2009 darstellt. Während der IWF für 2020 optimistisch bleibt und ein Wachstumserholung auf 3.4% prognostiziert, geht die OECD davon aus, dass das Wachstum auf dem tiefen Niveau von 3.0% stagnieren wird.

Europa dürfte auch 2020 unter politischer Lähmung und Konfrontation leiden. Mit einem marginalen Wachstum

von 0.01% in Q3 2019 ist Deutschland noch einmal knapp an einer technischen Rezession vorbeigeschrammt. Der politische Wille, den fiskalischen Spielraum zu nutzen, und der Konjunktur mittels staatlicher Investitionsprogramme unter die Arme zu greifen, fehlt jedoch noch immer. Zwischen Italien und Brüssel hat sich der Budgetkonflikt angesichts der Regierungsumbildung zwar entschärft, doch der politische Prozess in der Europäischen Union bleibt von Uneinigkeit und Zerstrittenheit geprägt. Wenig hilfreich ist dabei, dass sich der Austritt der Briten aus der Europäischen Union weiter verzögert. Dies hält die allgemeine Verunsicherung über den zukünftigen Pfad des Wirtschaftsblocks hoch.

### 1.3 Makroökonomische Trends

## Rezessionsgefahr in den Vereinigten Staaten nicht gebannt

Über den vergangenen Sommer schlugen in den Vereinigten Staaten Rezessionsängste hohe Wellen vor dem Hintergrund der Inversion grosser Teile der Zinskurve. Denn dies ist eine Entwicklung, welche sich in der Vergangenheit seit dem zweiten Weltkrieg als verlässlicher Vorbote jeder Rezession erwiesen hat wenn auch mit beträchtlicher Variabilität der Vorlaufzeit.

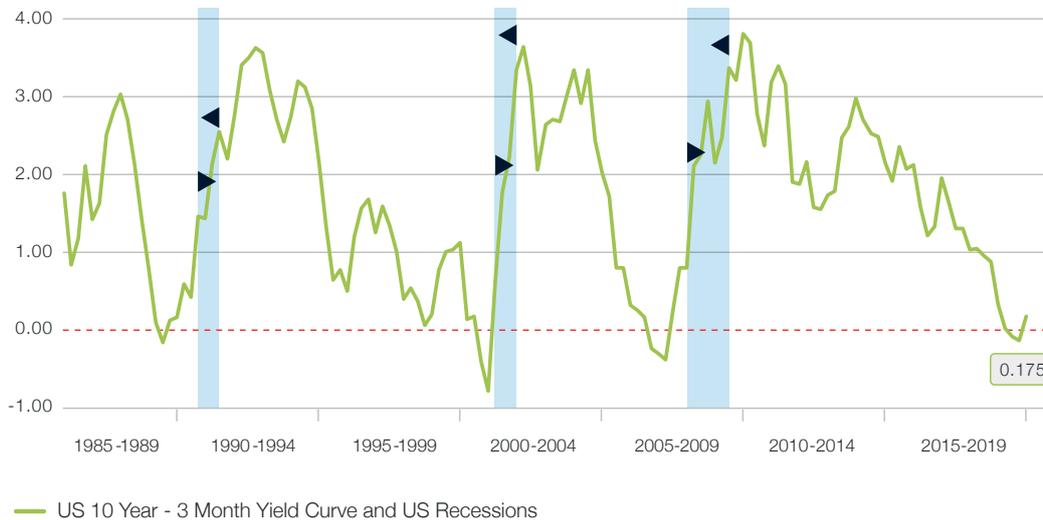
Seit rückläufige Risikoaversion und die wiederaufgenommenen Anleihenkäufe durch die US-Notenbank zu einer Umkehr dieser Inversion beigetragen haben, sind viele der warnenden Stimmen verstummt. Dies zu Unrecht, denn das historische Track Record zeigt, dass eine solche Umkehr der Inversion der Zinskurve regelmässig kurz vor Einsetzen einer Rezession auftritt und sich im Verlauf

der Rezession akzentuiert. Angetrieben wird diese Entwicklung einerseits durch die Massnahmen der Zentralbank mittels Senkungen der Leitzinsen am kurzen Ende sowie die sich in steigenden Verfallrenditen am langen

Ende äussernde Erwartung des Marktes einer Erholung des Wachstums mit dem Abklingen der Rezession (siehe Abb. 4).

Abb. 4

### Umkehr der Inversion der US-Zinskurve vor Eintritt in eine Rezession



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

Die Argumente für die Vermeidung einer Rezession in den Vereinigten Staaten im kommenden Jahr oder spätestens 2021 präsentieren sich spärlich. So hat sich der fiskalische Impuls aus der Steuerreform des Vorjahres erschöpft. Hoffnungen auf einen breit angelegten Investitionsschub durch die Unternehmen haben sich nicht verwirklicht. Zwar ist die Vollbeschäftigung am Arbeitsmarkt grundsätzlich positiv zu werten, bedeutet in der Konsequenz jedoch auch, dass mit einem fortgesetzten Wachstumsschub aus zunehmender Beschäftigung nicht zu rechnen ist. Aufgrund der Kombination demographischer Faktoren und nachhaltig fallenden Produktivitätswachstums sind für die Vereinigten Staaten künftig reale Wachstumsraten von kaum mehr als 1% p.a. zu erwarten.

Auch darf nicht ausser Acht gelassen werden, dass es sich im Fall der Vereinigten Staaten mittlerweile um die längste wirtschaftliche Expansion in der Nachkriegsperiode handelt. Allein aus statistischer Sicht wird damit eine Rezession immer wahrscheinlicher. Verschiedene regionale und branchenspezifische Konjunkturindikatoren wie auch Umfragen unter dem Top-Management grosser Unternehmen liefern immer deutlichere Frühwarnsignale über einen bevorstehenden Abschwung.

#### 1.4 Makroökonomische Trends

### Schwellenländer zeigen erste Stabilisierungszeichen

Schwellenlandökonomien ist es über die vergangenen Jahre zunehmend schwerer gefallen, der ihnen zugeordneten Rolle als Wachstumslokomotive der

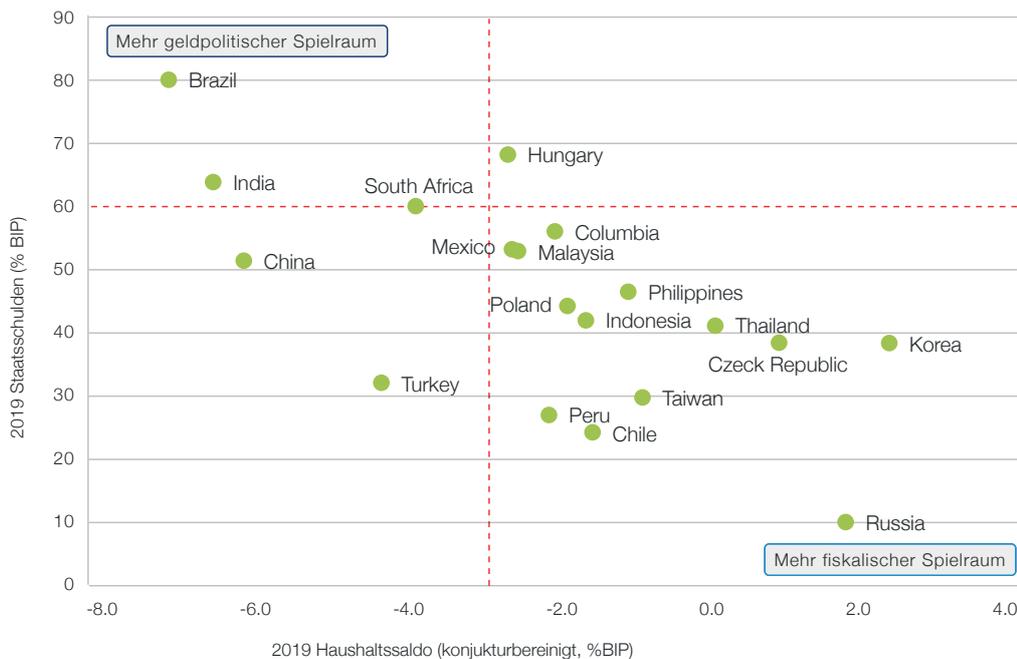
Weltwirtschaft gerecht zu werden. So haben die fiskalischen und geldpolitischen Stimulierungsmassnahmen, welche China über das vergangene Jahr eingeleitet hat,

nur sehr beschränkte Wirkung entfaltet (s.o.). Es steht in Frage, ob sie ausreichen werden den Wachstumspfad der chinesischen Wirtschaft nahe der 6% Marke zu stabilisieren, zumal der Handelskonflikt mit den Vereinigten

Staaten zunehmend Gegenwind produziert. Klammer man China aus, geht von vielen Schwellenländern jedoch ein Hoffnungsschimmer für die Weltkonjunktur aus.

Abb. 5

### Viele Schwellenländer mit geldpolitischem und fiskalischem Spielraum, um einem weiteren Abschwung entgegenzuwirken



Quelle: Pictet Asset Management, Datastream, 29. November 2019

Die Schwellenländer haben erwartungsgemäss unter dem Einbruch des globalen Handels gelitten. Insbesondere die südamerikanischen rohstoffexportierenden Nationen spüren den deutlichen Preis- und Volumenrückgang bei ihren Exportmärkten. Viele Länder Südamerikas haben die zweite rezessive Phase in drei Jahren erlebt, was ihr politisches System stark unter Druck stellt. Nun sieht es aber danach aus, als ob es zu einer Stabilisierung nicht nur in dieser Gegend der Welt, sondern auch in anderen Schwellenländerregionen kommen könnte.

Das liegt vor allem am vorhandenen Freiraum der Wirtschaftspolitik. Während in den entwickelten Ländern die Geldpolitik zu einem bedeutenden Teil ausgereizt ist,

verfügen Länder wie die Türkei, Mexiko, Brasilien oder Südafrika über einen grossen monetären Spielraum, welchen sie, wie eine Reihe von Leitzinssenkungen in den letzten Wochen zeigen, gerne nutzen. Die in den letzten Monaten erfolgten Zinssenkungen der US-amerikanischen Notenbank haben diesen Spielraum sogar vergrössert (siehe Abb. 4).

Gleichzeitig gibt es viele Länder, die entweder tiefe Defizite oder sogar -wie Südkorea oder Russland- bedeutende Überschüsse in der Haushaltbilanz ausweisen. Damit können sie bei Bedarf ihre fiskalischen Ausgaben erhöhen.

## Der Glaube an die Allmacht der Zentralbanken weist erste Risse auf

Die Zentralbanker ziehen immer grössere Knarren in ihrem Kampf gegen die befürchtete Deflation. Doch weit entfernt davon sprichwörtlich mit Kanonen auf Spatzen zu zielen, versagt die Wirkung seit zehn Jahren kläglich. Statt dies zum Anlass zu nehmen, über die Bücher zu gehen und die Strategie grundlegend zu überdenken, wird jedoch nach dem Motto, viel hilft viel, frisch fröhlich nachgedoppelt.

Mittlerweile kommen vor diesem Hintergrund selbst dem geneigtesten Teilen der Analystenschar und Presse arge Zweifel, dass die gesteckten Ziele auf diesem Weg jemals erreicht werden können. Vielmehr wird allenthalben vermutet und befürchtet, dass all die finanzielle Repression mit ihren immer negativeren Zinsen nicht inzwischen vielmehr kontraproduktiv wirkt und die wirtschaftliche Wachstumsmalaise zementiert.

Die Vorstellung, dass der Durchschnittsbürger negative Verzinsung seiner Spareinlagen bei zwar moderat aber weiter munter steigenden Konsumentenpreisen zu besonderer Ausgabefreude gedrängt werden könnte, kann ja auch nur Ökonomen im akademischen Elfenbeinturm der Zentralbanken einleuchtend erscheinen. Vielmehr nimmt der Eindruck zu, noch mehr auf die hohe Kante legen zu müssen, angesichts trüber Aussichten für Pensionskassenguthaben und Altersvorsorge.

Noch hat all dies die Zentralbanken von einigen wenigen Ausnahmen wie der schwedischen Riksbank abgesehen jedoch in ihrem Glauben nicht erschüttert, dass immer tiefere und negativere Leitzinsen ein probates Mittel darstellen, wenn man die Dosis nur beständig erhöht. Bleibt die Frage, wieviel der Stagnation die Gesellschaft noch bereit ist zu tolerieren, bevor etablierte Dogmen in den Augen der Öffentlichkeit als magisches Denken und Voodoo-Zauber entlarvt werden.

Die US-Notenbank hat ihre Abkehr von einem zögerlich verfolgten Normalisierungspfad inzwischen vervollständigt. Nicht nur ist es über das vergangene Jahr zu keinen Zinserhöhungen gekommen, sondern die Leitzinsen wurden inzwischen dreimal in Folge gesenkt. Da die Federal Reserve die aktuelle konjunkturelle Abkühlung als lediglich eine vorübergehende Schwächephase taxiert,

erwarten wir weitere Zinssenkungen im kommenden Jahr erst, wenn sich akute rezessive Anzeichen manifestieren. Das verbleibende trockene Pulver für die Bekämpfung eines solchen Szenarios ist angesichts des Niveaus von lediglich noch 1.5% der Federal Funds Rate jedoch beschränkt.

Darüber hinaus hat die US-Zentralbank nicht nur ihre Bemühungen hinsichtlich einer Normalisierung ihrer Bilanz eingestellt, sondern begonnen, diese durch die Einführung eines neuen Kaufprogramms im Umfang von USD 60 Mrd. pro Monat wieder aufzublähen (siehe Abb. 6). Erforderlich wurden die neuen Käufe aufgrund einer überraschenden Verknappung der Reserven im US-Bankensystem bedingt durch den aufgrund verschärfter Regulierungen seit der globalen Finanzkrise massiv angestiegenen Bedarf an vorzuhaltender Liquidität. Auch wenn die Intention der Massnahme somit eine andere ist als der bisherigen quantitativen Lockerungsprogramme, ist die Wirkung auf die Notenbankbilanz doch dieselbe.

Zwar kann zu Recht argumentiert werden, dass mit der Beschränkung der Käufe auf kurzfristige Geldmarktinstrumente (US Treasury Bills) nicht die gleiche Transmissionswirkung wie bei der Absorbierung langlaufender Staatsanleihen einhergeht. Doch die Märkte für Risikoanlagen, darunter insbesondere der Aktienmarkt, folgen dieser Differenzierung bisher nicht und haben seit der Einführung des Programms deutlich aufgewertet.

Trotz all dieser ergriffenen Massnahmen stellt sich jedoch die Frage, ob es für die US-Notenbank nicht bereits zu spät ist, dass Ruder noch herumzureissen und eine Rezession erfolgreich abzuwenden. Das historische Track Record ist wenig ermutigend. Denn mit der Ausnahme von 1967 und 1996 hat jede Leitzinssenkung, welche auf einen Zyklus steigender Zinsen folgte, unweigerlich in eine Rezession gemündet. Mit einem verbliebenen Polster von lediglich 150 Basispunkten diesmal deutlich weniger Munition als in vergangenen wirtschaftlichen Abschwüngen zur Verfügung steht, wo sich die Zentralbank genötigt sah, die Leitzinsen im Durchschnitt um 375 Basispunkte zu senken.

Abb. 6

## Die Bilanz der US Federal Reserve Bank erlebt wieder ein beträchtliches Wachstum



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

Noch beschränkter gestalten sich die Handlungsoptionen der Europäischen Zentralbank (EZB), denn diese hat eine Normalisierung der Geldpolitik gar nicht erst in Angriff genommen. Im Gegenteil hat man im September die Leitzinsen weiter in den negativen Bereich gesenkt und weitere Zinsschritte nicht ausgeschlossen. Doch angesichts der prekären Verfassung des europäischen Bankensystems, welches schwer darunter leidet, ist der verbleibende Spielraum stark beschränkt. Aus diesem Grund hat man dem Schweizer Vorbild folgend Banken Freibeträge eingeräumt, was aber wiederum die Effektivität weiterer Zinsschritte mindert. Vor diesem Hintergrund erstaunt es

wenig, dass auch das quantitative Lockerungsprogramm reaktiviert wurde, nachdem es erst zu Jahresbeginn eingestellt worden war. Es drängt sich der Eindruck auf, dass sich die EZB zunehmend in eine Sackgasse hineinmanövriert. Dementsprechend laut erklingt auch der Ruf aus Zentralbankkreisen nach einer stärkeren Rolle der Fiskalpolitik zur Stützung der europäischen Konjunktur. Nichtsdestotrotz ist von der EZB auch nach Übernahme der Führung durch Christine Lagarde von Mario Draghi bisher kein Signal ausgegangen, dass in Erwägung gezogen würde, die Politik der EZB grundsätzlich zu hinterfragen und zu überdenken.

### 1.6 Makroökonomische Trends

## Trübe Aussichten für Anleihen aufgehellt durch Lichtblicke bei Schwellenländern

Der Ausblick für globale Anleihen ist weiterhin düster. Die Bewertungen sind extrem hoch und die Inflation belastet die Renditen. Die Realrenditen liegen mit 1.4% auf einem Rekordtief. Der Anteil negativ rentierender Anleihen hat sich über die letzten Monate zwar etwas zurückgebildet, notiert mit USD 12.4 Mrd. aber weiterhin auf einem Niveau, dass über dem Höchststand aus dem Jahr 2016

liegt (siehe Abb. 7). Die gewichtete durchschnittliche Verfallrendite auf diese Verpflichtungen hat sich seit dem Sommer deutlich erholt, notiert jedoch noch immer bei -0.26% p.a. Damit werden die Hälfte aller ausstehenden europäischen Staatsanleihen sowie 20% des Universums europäischer Unternehmensanleihen mit Investment Grad Rating negativ verzinst.

Abb. 7

## Der globale Marktwert negativ verzinsten Anleihen ist auf ein neues Rekordhoch angestiegen



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

Verfallrenditen auf Staatsanleihen haben sich von den Tiefständen des Sommers erholt, bleiben aber insgesamt in einem Abwärtstrend gefangen (siehe Abb. 8). Dies reflektiert die schwachen konjunkturellen Aussichten und die nach wie vor nicht gebannte Gefahr des Abgleitens vieler entwickelter Volkswirtschaften in eine Rezession. Einen weiteren nicht von entsprechenden belastbaren Indikationen einer Erholung der konjunkturellen Aussichten begleiteten Anstieg der Verfallrenditen erachten wir deshalb insbesondere im Fall von US-Staatsanleihen als attraktive Gelegenheit für eine Erhöhung der Portfolioduration.

Es gibt aber auch Lichtblicke – bei den Rentenmärkten sind das die Schwellenländeranleihen. Auch wenn die Rendite von Schwellenländeranleihen in Lokalwährung im Oktober auf einen historischen Tiefstand gesunken ist, bietet die Anlageklasse von allen grossen Anleihemärkten weiterhin die besten Aussichten. Zum einen liegt die Rendite mit 5% p.a. noch immer beträchtlich höher als bei anderen Anleihen. Darüber hinaus erscheinen Schwellenländerwährungen sehr attraktiv. Sie sind gegenüber dem US-Dollar substantiell unterbewertet, und angesichts der relativen Wachstumsentwicklung bestehen gute

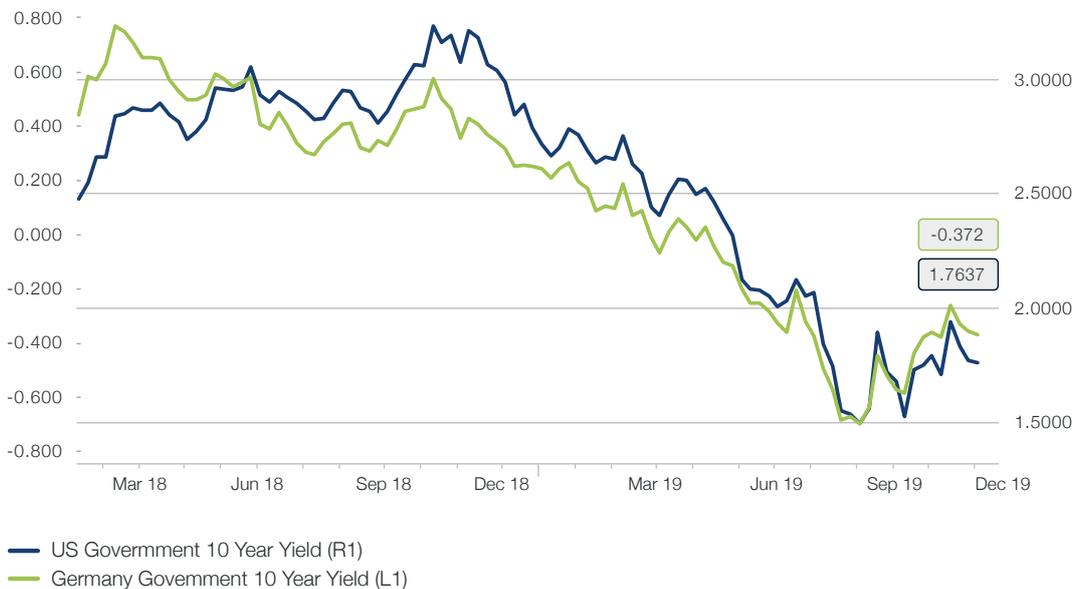
Aussichten darauf, dass sich dieser Discount im kommenden Jahr verringern wird. Dies wird den Renditen von Schwellenländeranleihen zusätzlichen Auftrieb geben. Neben von Schwellenländern begebenen Staatsanleihen sind dabei auch Unternehmensanleihen aus Schwellenländern von Interesse.

Wenig attraktiv dagegen präsentieren sich Unternehmensanleihen in Industrieländern. Abschreckend wirken hier nicht nur die hohen Bewertungen, sondern vor allem auch die gleichzeitig historisch niedrigen Ratings der Unternehmen. Das Verhältnis von Unternehmen mit CCC-Rating zu solchen mit B-Rating ist gegenwärtig gar höher als während der Energiekrise 2016, einer sehr schwierigen Marktphase für Hochzinsanleihen.

Europäische Investment-Grade-Anleihen zum Beispiel rentieren mit mageren 0.4% p.a. in einer Situation, in der Deutschland mit dem Abgleiten in eine Rezession kokettiert. Dies bereitet umso mehr Sorge, als sich das globale Gewinnwachstum stark abkühlt und über die letzten drei Quartale bereits eine rückläufige Tendenz aufweist.

Abb. 8

Verfallrenditen auf Staatsanleihen haben sich von den Tiefständen des Sommers erholt, bleiben aber in einem Abwärtstrend gefangen



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

## 1.7 Makroökonomische Trends

### Kein Ende absehbar im Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China

Nach einem wiederholten Hin und Her mit Phasen der Eskalation, die wiederum abgelöst wurden von Phasen der Deeskalation präsentiert sich die Situation im Handelsstreit zwischen den Vereinigten Staaten und China zum Jahresende kaum nennenswert verändert gegenüber dem Jahresbeginn.

Zwar hat die Trump-Administration ursprünglich in erster Linie am Handelsdefizit gegenüber China Anstoss genommen. Nicht ausser Acht gelassen werden darf jedoch, dass der Konflikt eine viel weitreichendere Dimension und Bedeutung hat. Schlussendlich geht es den Vereinigten Staaten darum, einen aufstrebenden Konkurrenten um die wirtschaftliche und militärische Vormachstellung in der Welt in Schach zu halten. Dies erklärt den zunehmenden Fokus auf den von China forcierten Technologietransfer, die Gefahr der Überwachung ausländischer Unternehmen und die Pläne von Präsident Xi für China bis 2025, welche die technologische Vorherrschaft der USA direkt bedrohen. In diesem Kontext

sind auch die Sanktionen gegen den Technologiekonzern Huawei zu verstehen.

Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass der Konflikt in seinem Kern auf lange Sicht fortbestehen und prospektiv einen strukturellen Gegenwind für die weitere Expansion des Welthandels darstellen wird.

Man kann gar argumentieren, dass die Globalisierung der Weltwirtschaft nicht nur ins Stocken geraten ist, sondern sich an vielen Orten bereits im Rückwärtsgang befindet. Globalisierte Lieferketten werden wieder zerlegt. Der Fokus von Unternehmen regionalisiert sich. Wir bewegen uns von der Vision eines integrierten unipolaren Wirtschaftssystems hin zu einer multipolaren Welt. Damit nehmen die Friktionen im Wirtschaftsverkehr wieder zu und die Effizienz nimmt ab.

Die Ambitionen für eine zumindest teilweise Beilegung des Konflikts haben sich deshalb über die letzten Monate

stark reduziert. Man konzentriert sich nun auf die Aushandlung eines sogenannten «Phase One Deal», welcher nur jene Punkte behandelt, welche im gemeinsamen Interesse liegen und damit einer pragmatischen Einigung zugänglich sind. Dazu gehört auf amerikanischer Seite die Wiederaufnahme der Importe von US-Agrargütern durch China, während China vor allem an der Verhinderung eines weiteren Anstiegs und einer Reduktion bestehender Zollhürden gelegen ist. Doch wie die Entwicklung der letzten Wochen zeigt, scheint selbst die Einigung auf einen solchen Minimal-Deal keineswegs gesichert, und es mehren sich die Gerüchte, dass ein allfälliger Abschluss erst im kommenden Jahr erzielt werden könnte. Für die Chancen weiterer Vereinbarungen in Folgephasen, wo weit strittigere Fragen zur Diskussion stehen, verheißt dies wenig Gutes.

Die weltweite Verunsicherung, welche die neue konfrontative Handelspolitik der Vereinigten Staaten ausgelöst hat, hat sich bereits in der Entwicklung des Welthandels niedergeschlagen. So sind die Handelsvolumen seit der zweiten Hälfte des Vorjahres rückläufig (siehe Abb. 9). Schätzungen des IWF gehen davon aus, dass die eingeführten Zollschranken und die Unsicherheit über die weitere Entwicklung das Wachstum der Weltwirtschaft bis Ende 2020 um 0.8% mindern dürften.

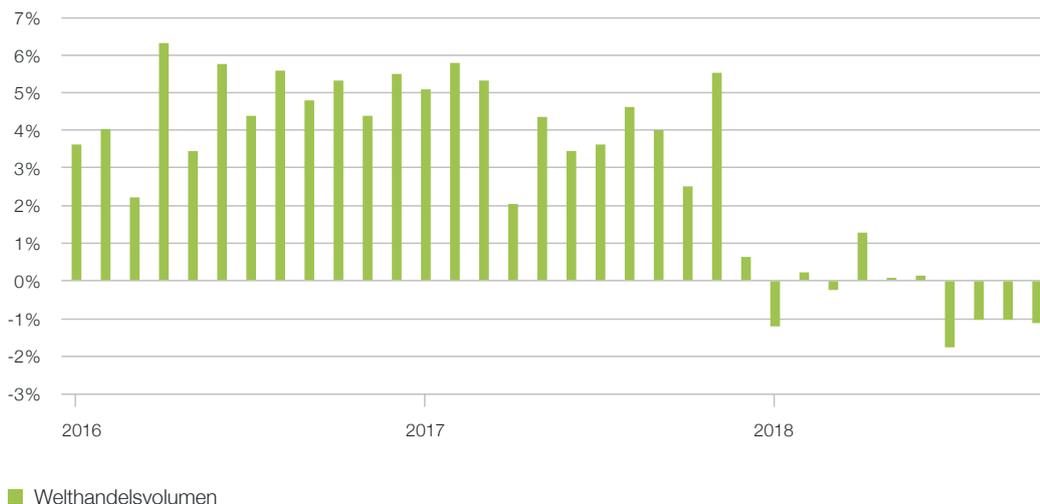
Für die amerikanische Volkswirtschaft allein gestalten sich die Konsequenzen einer fortgesetzten Eskalation in der Form einer Ausdehnung der Zölle auf sämtliche China-Importe deutlich dramatischer. So wird geschätzt, dass das US-Bruttoinlandsprodukt dadurch um 0.75% bis 1% tiefer ausfallen würde und die Kreditspreads im High-Yield-Sektor von unter 400 Basispunkten auf über 700 Basispunkte ansteigen könnten.

In Reaktion auf die gegen China erhobenen Zölle zeichnet sich auch bereits eine Rekonfiguration der globalen Wertschöpfungsketten ab. Insbesondere Vietnam scheint sich als Profiteur aus dem Abzug von Produktionskapazitäten aus China zu entpuppen. Des Weiteren erfreuen sich Taiwan, Chile, Malaysia und Argentinien eines Anstiegs ausländischer Direktinvestitionen. Zuletzt hat auch Indien mit einer Reform der Unternehmenssteuer Schritte eingeleitet, um seine Attraktivität als alternativer Standort für das Outsourcing von Wertschöpfungsketten zu steigern.

Weiterhin besteht die Gefahr, dass die US-Administration in einem nächsten Schritt der Eskalation ihre auf Konfrontation ausgerichtete Handelspolitik auch auf Europa ausdehnt, wo den Amerikanern insbesondere der Automobilsektor ein Dorn im Auge ist.

Abb. 9

### Die Kontraktion des Welthandelsvolumen hält an



Quelle: CPB Netherland Bureau for Policy Analysis, 2019

## Das Potential steigender Inflation trotz Konjunkturschwäche wird unterschätzt

Ein weiterer Beweggrund für die Geldpolitik im Laufe des vergangenen Jahres sämtliche Normalisierungsbestrebungen über Bord zu werfen, dürfte in der Entwicklung der Inflationserwartungen zu finden sein. Nach einer temporären Erholung über das erste Quartal sind diese über den Sommer dramatisch kollabiert und haben sich seither nur zum Teil wieder erholt. So notiert die Break-even-Inflationsrate für zehnjährige US-Treasuries weiterhin bei lediglich 1.65 (siehe Abb. 10).

Eine Ausnahme bildet Grossbritannien, wo sich die Inflationserwartungen nahe 3.5% halten. Dies dürfte allerdings

grösstenteils auf die fortbestehende Unsicherheit über die Art und Weise des Austritts des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union und die damit einhergehenden inflationären Folgen zurückzuführen sein.

Wirft man jedoch einen Blick auf die Entwicklung der Spot-Inflation in den Vereinigten Staaten gemessen an der Kernrate des Konsumentenpreisindex (Core CPI), so wird man Gewähr, dass diese in einem stabilen Aufwärtstrend befindet und aktuell nahe einem Zehnjahreshoch von 2.4% notiert (siehe Abb. 10).

Abb. 10

### US-Inflationserwartungen verharren auf tiefem Niveau trotz steigender Spot-Inflation



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

Es steht zu erwarten, dass die längerfristigen Inflationserwartungen, wenn nicht aufschliessen sich dem effektiven Inflationsniveau zumindest annähern dürften. Wir sehen deshalb Potential bei inflationsindexierten Anleihen in den Vereinigten Staaten.

Die Titelgeschichte des amerikanischen Magazins Bloomberg Businessweek, welche vor einigen Monaten den Tod der Inflation ausgerufen hat, mag sich vor diesem Hintergrund über die längere Frist gar als klassischer konträrer Indikator entpuppen. Denn der Zeitgeist wandelt sich und scheint in eine inflationäre Richtung zu tendieren. So sind

Warnungen über die Überschuldung der Staaten und Budgetdefizite wie auch Mahnungen zu mehr Austerität weitgehend verstummt. Im Gegenzug sind inzwischen radikale Theorien wie «Modern Monetary Theory», welche die etablierte Trennung von Geld- und Fiskalpolitik in Frage stellen, salonfähig geworden und finden eine Bühne nicht nur in führenden Presseorganen, sondern sind gar

bereits zum Gegenstand von Parlamentsdebatten geworden. Die Tage der seit den frühen Achtzigerjahren anhaltende Ära der Disinflation und Deflation mögen somit tatsächlich gezählt sein und sich ein Regime ankündigen, welches in mancher Hinsicht mehr an die Inflationsdynamik der Sechziger- und Siebzigerjahre erinnert.

## 1.9 Makroökonomische Trends

### Erholungspotential bei EM-Währungen

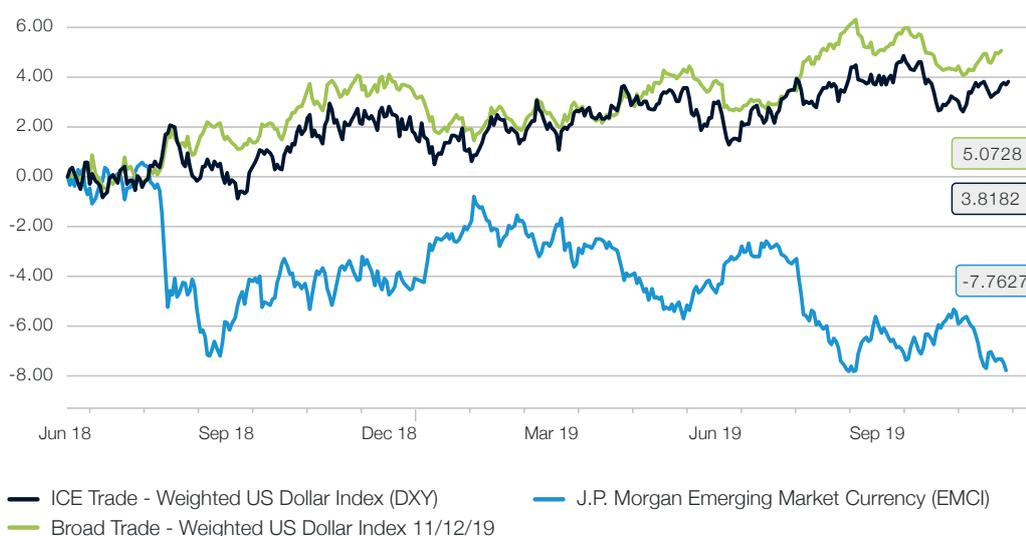
Zu Beginn des vergangenen Jahres deutete vieles darauf hin, dass die unablässige Stärke des US-Dollar sowohl gegenüber den Währungen der meisten Industrieländer aber noch in bedeutend stärkerem Umfang gegenüber den Währungen der Schwellenländer ein baldiges Ende finden würde. Doch auch 2019 hat sich der Höhenflug des US-Währung fortgesetzt.

Selbst die Reduktion der EURUSD-Zinsdifferenz im Zuge von drei Leitzinssenkungen der US-Notenbank hat bei der US-Währung bisher wenig Eindruck hinterlassen. Ein bedeutender Faktor hierbei dürfte bisher

die Verknappung des Dollar-Funding dargestellt haben, welche sich u.a. in einem stetigen Anstieg der Absicherungskosten niedergeschlagen hat, die inzwischen sowohl für den Euro, den japanischen Yen wie auch den Schweizer Franken die Schwelle von 3% pro Jahr nachhaltig überschritten haben. Die Lockerungsmassnahmen der Federal Reserve über Repo-Geschäfte im Geldmarkt sowie permanente Liquiditätsmassnahmen durch den Aufkauf von Treasury Bills im grossen Stil werden dieser Entwicklung jedoch Einhalt gebieten.

Abb. 11

Ausgeprägte Divergenzen an den FX-Märkten infolge der US-Geldpolitik: Breit- und enggefasster handelsgewichteter US-Dollar vs. Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

Das immer stärker expandierende US-Budgetdefizit dürfte der Dollar-Knappheit ebenfalls Einhalt gebieten. Angesichts der rückläufigen Attraktivität von US-Anlagen ist schwer vorstellbar, dass die jährliche Emission von USD 1.3 bis 1.5 Bio. zusätzlicher Staatsanleihen auf dem aktuellen Währungsniveau ausländische Abnehmer in ausreichender Anzahl motivieren wird.

Auch der Umstand, dass sich der US-Dollar gemessen an seinem realen-effektiven Wechselkurs auf breiter Basis deutlich überbewertet präsentiert, spricht für eine allmähliche Abwertung.

Als Wahljahr bringt 2020 zudem besondere politische Risiken mit sich. So zeichnet sich im Feld der demokratischen Herausforderer für den aktuellen Inhaber

des Präsidentenamtes Trump mit Elizabeth Warren eine Kandidaten mit guten Chancen für die demokratische Nominierung ab, welche aufgrund ihrer politischen Überzeugungen von den Finanzmärkten als besonders negativ eingeschätzt wird. Allein die Chance einer Warren-Präsidentschaft könnten den Dollar unter Druck bringen.

Als besondere Nutznieße eines schwächeren Dollars dürften sich die Währungen der Schwellenländer entpuppen. Angesichts einer Unterbewertung gemäss einschlägigen Modellen von 20% bis 25% gegenüber dem US-Dollar, ist im Zuge einer Dollar-Abwertung mit der Wiederaufnahme beträchtlicher Kapitalzuflüsse in diese Volkswirtschaften zu rechnen.

## Ihr Ansprechpartner



Dr. David-Michael Lincke

Head of Portfolio Management

E-Mail: [david-michael.lincke@picardangst.com](mailto:david-michael.lincke@picardangst.com)

T +41 55 290 55 55

# Fokus auf günstige Bewertungen

Dr. David-Michael Lincke, Head of Portfolio Management

## In Kürze

- Die Aktienmärkte haben sich über das vergangene Jahr nach dem Kurswechsel der US-Notenbank einzig und allein auf weltweite Lockerung der Geldpolitik fokussiert. Die Anzeichen einer fortschreitenden Abkühlung der Weltkonjunktur sowie rückläufige Gewinne der Unternehmen wurden dabei geflissentlich ignoriert.
- In der Tat lässt sich die Entwicklung des globalen Aktienmarktes im Jahresverlauf auch beinahe vollumfänglich über die Entwicklung der von den Notenbanken zur Verfügung gestellten Liquidität erklären.
- Für das kommende Jahr gemahnen verhaltene Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft und die mangelnde fundamentale Unterfütterung der Hausse zu Vorsicht. Sowohl der europäische als auch der amerikanische Aktienmarkt sind über das vergangene Jahr in eine Rezession der Unternehmensgewinne gerutscht. Die Gewinnerwartungen für 2020 erscheinen überambitioniert insbesondere für den amerikanischen Aktienmarkt.
- Ausgeprägte Bewertungsdifferenzen zwischen Regionen und Ländern aber auch Sektoren fordern von Anlegern Selektivität, aber eröffnen auch Chancen. Neben Schwellenländern gestalten sich die mittel- und langfristigen Renditeaussichten für Teile Europas attraktiv. Unter den Sektoren stechen Energie und europäische Banken als attraktiv hervor, während Technologietitel ihr Potential ausgereizt haben dürften.
- Der US-Aktienmarkt droht zum Opfer seines eigenen Erfolgs zu werden. Denn die hohe Outperformance gegenüber dem Rest der Welt kommt mit der Schattenseite exzessiver Bewertungen, welche uns Abstand nehmen lassen.

## Ausblick

Mit erstaunlicher Sorglosigkeit und angespornt durch wieder weit geöffnete Geldhähne der Zentralbanken haben die globalen Aktienmärkte neue Höchststände erklommen. Im kommenden Jahr dürfte das Klima

jedoch rauer werden. Selbst optimistische Szenarien zu den Aussichten für die Weltkonjunktur postulieren eine bestenfalls verhaltene Wachstumserholung. Dass dies angesichts der deutlichen laufenden Rezession der

Unternehmensgewinne das für das nächste Jahr erhoffte Gewinnwachstum ermöglichen und die enteiltene Kurse validieren wird, ist zu bezweifeln. Dem Anleger sei deshalb Selektivität und ein Fokus auf günstige Bewertungen ans Herz gelegt. Auf Ebene der Länder und Regionen wird man diesbezüglich vor allem bei Schwellenländern

fündig, doch auch Japan und einzelne Märkte der europäischen Peripherie locken mit Schnäppchen. Von US-Aktien ist dagegen Abstand zu nehmen. Nicht nur sind sie extrem teuer bewertet, das hohe Gewicht des Technologiesektors erhöht das Risiko zusätzlich.

## 2.1 Aktienmärkte

### Aktienmärkte im Liquiditätsrausch

Die Aktienmärkte haben sich über das vergangene Jahr nach dem Kurswechsel der US-Notenbank einzig und allein auf die Aussicht auf eine weltweite Lockerung der Geldpolitik fokussiert. In der Folge wurden nicht nur die Verluste des Vorjahres wieder wettgemacht, sondern teilweise gar neue Höchststände erzielt. Die Anzeichen einer fortschreitenden Abkühlung der Weltkonjunktur sowie rückläufige Gewinne der Unternehmen wurden dabei geflissentlich ignoriert. Lediglich das schlagzeilenträchtige Auf und Ab im Handelsstreit zwischen den Vereinigten Staaten und China konnte die risikofreudige Stimmung zwischenzeitlich trüben, was jedoch jeweils

nicht von Dauer war. Erstaunlich ist dies nicht zuletzt, da der wirtschaftliche Einfluss der zollbedingten Verwerfungen im Welthandel in seiner Größe vor der allgemeinen insbesondere von China getriebenen Entschleunigung der Weltwirtschaft verblasst.

In der Tat lässt sich die Entwicklung des globalen Aktienmarktes gemessen am MSCI World DM Benchmark im Jahresverlauf auch quantitativ beinahe vollumfänglich über die Entwicklung der von den Notenbanken zur Verfügung gestellten Liquidität erklären (siehe Abb. 12).

Abb. 12

### Globale Aktienmärkte im Bann der Zentralbankliquidität



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

Wie bereits in früheren Marktphasen, welche von den Aktivitäten der Geldpolitik dominiert wurden, schlägt sich dies in einer zunehmenden Dämpfung der realisierten und erwarteten Aktienmarktvolatilität nieder. So nähert sich der VIX Index, ein Barometer der kurzfristigen impliziten Volatilitäten der Optionen auf den breiten amerikanischen S&P 500 Benchmark, wieder dem einstelligen Bereich, der seit 2017 nicht mehr erreicht worden ist. Damit einher geht eine zunehmend einseitige Positionierung der spekulativen Marktteilnehmer in den entsprechenden

Terminkontrakten. Die Wetten auf weiter sinkende Volatilität (Netto-Short-Position) dieser Anleger haben bereits ein neues Rekordausmass erreicht jenseits der Extremwerte des Jahres 2017 (siehe 3). In der Folge ereignete sich Anfang 2018 ein Crash am Volatilitätsmarkt, der an den globalen Aktienmärkten ein mittelfristiges Top markierte. Auch diesmal ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass die Auflösung dieses Ungleichgewichts korrektive Wirkung an den Aktienmärkten entfalten wird.

Abb. 13

### Implizite Aktienvolatilität im Sinkflug



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

Es sind aber nicht nur aktienmarktinterne fundamentale und technische Faktoren, die Anlass zu Skepsis hinsichtlich der Nachhaltigkeit der aktuellen Hausse Anlass geben. Auch das globale Makroumfeld und dabei insbesondere die voranschreitende Verlangsamung der chinesischen Konjunktur liefern Warnsignale (siehe dazu auch das Kapitel «Makroökonomische Trends, Anleihen und Währungen»). Denn die zunehmende Abhängigkeit des Rests der Welt vom Geschick des Reichs der Mitte hat sich über das vergangene Jahrzehnt in einer hohen Korrelation der rollenden Renditen des globalen MSCI World DM Benchmark mit der Intensität der Kreditexpansion in China niedergeschlagen (siehe Abb. 14). Dabei hat sich der chinesische Kreditimpuls zu einem führenden Indikator für den Aktienmarkt mit einer Vorlaufzeit von ca. fünf Monaten entwickelt.

Die geringe Wirkung, welche die gegenwärtigen chinesischen Stimulierungsmassnahmen bisher entfaltet haben, und die Zurückhaltung bzw. der mangelnde Spielraum bei der People's Bank of China und der Regierung, substantiell mehr zu tun, legen nahe, dass sich die aktuelle zu beobachtende Divergenz nach unten schliessen wird.

Abb. 14

Enge Koppelung des globalen Aktienmarktes an die chinesische Kreditexpansion: Rollende Zwölfmonatsrendite des MSCI World DM Index vs. Kreditimpuls der chinesischen Wirtschaft mit Vorlauf von fünf Monaten



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

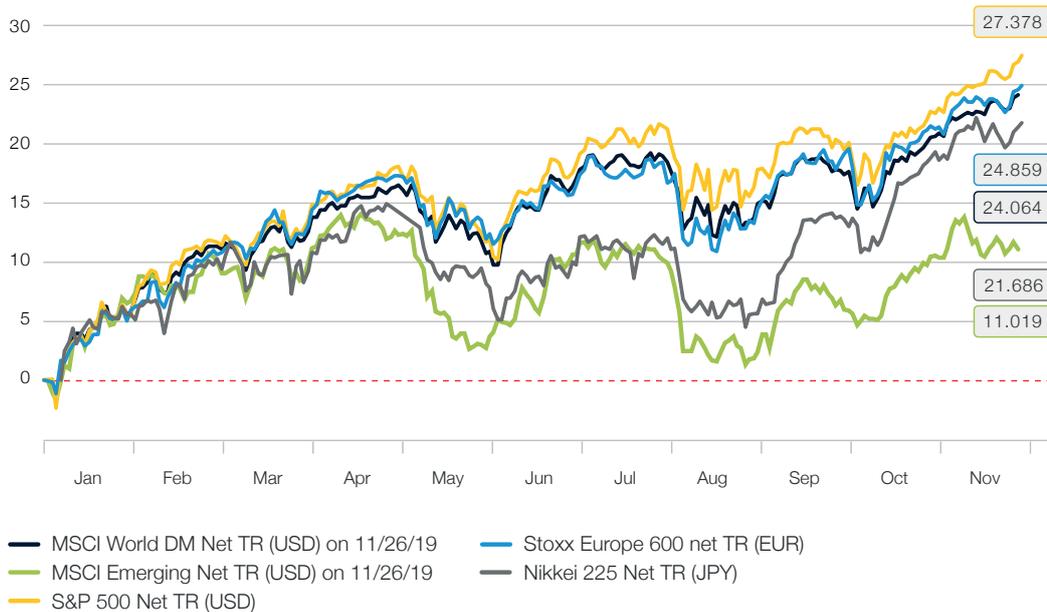
Auffällig ist, wie deutlich die Aktienmärkte der Schwellenländer im vergangenen Jahr den meisten entwickelten Aktienmärkten hinterhergehinkt sind (vgl. Abb. 15). Die Schwellenlandökonomien sind der Dynamik des

Welthandels in deutlich grösserem Masse ausgesetzt. So erstaunt auch nicht, dass sich diese Underperformance in der zweiten Jahreshälfte weiter akzentuiert hat vor dem Hintergrund des Zurückschraubens der Erwartungen und den wiederholten Verzögerungen bei der Findung einer Einigung zwischen China und den Vereinigten Staaten.

Angesichts der nachhaltig höheren Wachstumsraten in diesen Teilen der Welt ist jedoch erstaunlich, dass eine relative Performance-Schwäche der Emerging Markets seit bald zehn Jahren zu verzeichnen ist. So haben Schwellenlandaktien mittlerweile sämtliche seit 2005 erzielte Outperformance gegenüber den entwickelten Aktienmärkten wieder eingebüsst. Im Umkehrschluss hat sich damit aber auch der Bewertungsvorteil zugunsten der Unternehmen in diesen Regionen akzentuiert, was die mittel- und längerfristigen Rendite-Erwartungen signifikant über den Durchschnitt des OECD-Raums anhebt.

Abb. 15

## Entwicklung ausgewählter Aktienmärkte 2019 Zeitreihen indexiert zu 100 per 31.12.2018



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

### 2.2 Aktienmärkte

## Unsichere Ertragsaussichten der Unternehmen und ausgeprägte Bewertungsdivergenzen erfordern Selektivität

Sowohl der europäische als auch der amerikanische Aktienmarkt sind über das vergangene Jahr in eine Rezession der Unternehmensgewinne gerutscht. In den ersten drei Quartalen sind die Gewinne jeweils unter Vorjahresniveau gefallen, besonders deutlich im dritten Quartal mit Abschlägen von nahezu 5% in Europa und 3% in den Vereinigten Staaten. Auch für das vierte Quartal gehen die Konsensschätzungen von weiter fallenden Erträgen aus.

Für das kommende Jahr wird jedoch eine kräftige Erholung erwartet. So sollen gemäss Konsensprognose die Unternehmensgewinne in den Vereinigten Staaten, Europa, der Schweiz und Japan 2020 um 8% bis 9% steigen. Die bescheidenen konjunkturellen Aussichten nähren jedoch Zweifel an diesem Optimismus.

Die Aussichten für Schwellenländeraktien werden dagegen wieder besser. Der erhoffte handelspolitische

Waffenstillstand zwischen den Vereinigten Staaten und China sowie die Wahrscheinlichkeit weiterer Senkungen der US-Zinssätze dürften das Wachstum in den Schwellenländern stützen. Mit durchschnittlich 4% dürften die Volkswirtschaften der Schwellenländer im kommenden weit kräftiger die Industrieländer wachsen und ihre Gewinne um 14% steigern.

Die Währungen der Schwellenländer haben massiv an Boden eingebüsst, zeigen jedoch Anzeichen einer Bodenbildung und notieren signifikant unter Wert. Eine substantielle Abwertung des US-Dollar, wie wir sie für das kommende Jahr erwarten (siehe dazu auch das Kapitel «Makroökonomische Trends, Anleihen und Währungen»), wird nicht nur EM-Währungen, sondern auch dem Gewinnwachstum der Unternehmen unter die Arme greifen.

Hinzu kommen der wachstumsförderliche Effekt eines Anziehens der Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer sowie der Umstand, dass viele Anleger noch immer vorsichtig sind, was die Aussichten der Schwellenland-ökonomien anbelangt. Aus unserer Sicht ist dies als Gegenindikator zu werten und spricht für Aufwärtspotential.

Legt man einen Bewertungsmaßstab wie das zyklisch-adjustierte Kurs-Gewinn-Verhältnis (häufig auch als Shiller-KGV bezeichnet) zugrunde, welches sich hinsichtlich seiner Prognosekraft über längere Zeithorizonte bewährt hat, ergibt sich das Bild einer ungewöhnlich hohen Spreizung der Bewertungen nicht nur zwischen Industrie- und Schwellenländern sondern auch innerhalb des Blocks der OECD-Staaten.

Dass die Aktienmärkte vieler Schwellenländer unter diesem Maßstab attraktiv erscheinen erstaunt wenig. Doch auch einzelne Industrieländer präsentieren sich weiterhin deutlich unterbewertet.

Unser Favorit unter den Industriestaaten bleibt Japan. Obwohl die Volkswirtschaft unter einem Rückgang des

Exportwachstums leidet, sind die Bewertungen am Aktienmarkt nicht nur relativ betrachtet attraktiv. Unter allen Industrieländern sind japanische Aktien mit Abstand am günstigsten bewertet. Die niedrige Verschuldung japanischer Unternehmen ist ein weiteres Argument: Im Durchschnitt liegt das Verhältnis der Nettoverschuldung zum EBITDA unter 1.5% und ist damit niedriger als in den anderen Industrieländern. Hinzu kommt, dass die japanische Zentralbank eine anhaltend äusserst lockere Geldpolitik verfolgt.

Auch einzelne europäische Märkte erscheinen aus Bewertungsperspektive attraktiv. Angesichts des haus-hohen Pessimismus der Europa an den Finanzmärkten entgegenschlägt, erstaunt dies wenig. Vorbehalte auf Anlegerseite sind allerdings verständlich angesichts der jahrelangen nachhaltigen Minderperformance, welche europäische Aktien gegenüber dem Rest der Welt verzeichnet haben (siehe Abb. 16) und die durch eine grösstenteils stagnierende Entwicklung der Unternehmensgewinne untermauert wurde.

Abb. 16

### Langjährige Minderperformance europäischer Aktien gegenüber dem Rest der Welt



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

Mangelnde Eigendynamik hat den europäischen Aktienmarkt angesichts seiner Exportorientierung in seinem Verhalten zunehmend in ein Stellvertreter-Instrument für die Verfassung der Schwellenlandökonomien verwandelt. Beschleunigt sich die Nachfrage in den Emerging Markets profitieren die Unternehmen, ist diese jedoch rückläufig fehlen Impulse angesichts struktureller Wachstumsschwäche im europäischen Heimmarkt.

Verbesserte Aussichten für die Schwellenländer im kommenden Jahr könnten damit auch für Europa Gutes verheissen, auch wenn die Binnenkonjunktur lahm und der geldpolitische Spielraum (trotz gegenteiliger

Beteuerungen seitens Vertreter der EZB) weitgehend ausgeschöpft ist.

Besonders tiefe Bewertungen finden sich in den von der Schuldenkrise gebeutelten Staaten der europäischen Peripherie, wo neben Spanien vor allem Italien hervorsticht. Der Schweizer Aktienmarkt dagegen zählt zu den weltweit teuersten, dürfte sich jedoch angesichts seiner defensiven Qualitäten unter dem Szenario eines schwachen konjunkturellen Umfelds im kommenden Jahr behaupten können und sich besser als der europäische Durchschnitt entwickeln.

### 2.3 Aktienmärkte

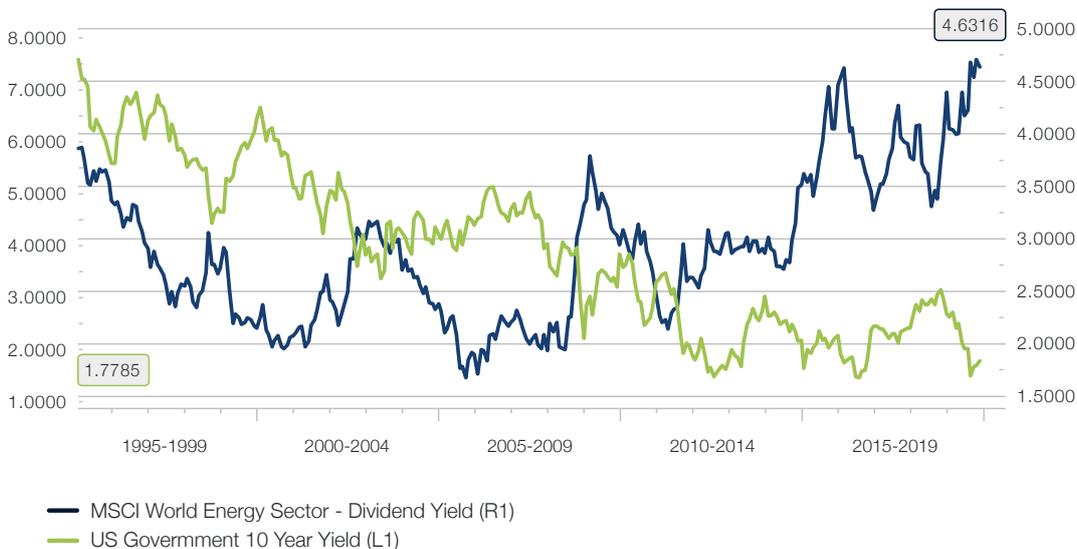
## Auf Sektorebene eröffnen sich Perspektiven für Energiewerte und europäische Banken, während Technologietitel überteuert erscheinen

Als einer der Sektoren mit der schwächsten Entwicklung über das vergangene Jahr haben sich rohstoffbezogene Aktien, darunter insbesondere Energietitel entpuppt. Vor diesem Hintergrund hat sich die Dividendenrendite für den Sektor auf beinahe 5% erhöht, den höchsten Wert in mehr als zwanzig Jahren und weit über der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen (siehe Abb. 17).

Auch aus Bewertungsperspektive spricht einiges für Energieunternehmen. So notieren viele Titel unter dem Ersatzwert ihrer Reserven, eine Situation die zuletzt Ende des letzten Jahrzehnts im Zuge der globalen Finanzkrise verzeichnet wurde.

Abb. 17

Attraktive Dividendenrendite für Energietitel von durchschnittlich beinahe 5%



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

Noch tiefer bewertet und lediglich zu einem Bruchteil des Buchwertes gehandelt werden die meisten europäischen Banken (siehe Abb. 18). Die Erholung des breiten Aktienmarktes über das vergangene Jahr haben sie zu einem guten Teil ausgesessen. Im Gegensatz zum amerikanischen Bankensystem haben es die Regulatoren in Europa im Nachgang der Finanzkrise vor zehn Jahren versäumt, rigorose Rekapitalisierungen durchzusetzen und langfristig nicht überlebensfähige Institute abzuwickeln oder mit stärkeren Partnern zu verschmelzen. Das Resultat ist eine strukturelle Ertragsschwäche, welche sich in einem exorbitanten Bewertungsabschlag gegenüber amerikanischen Banken niederschlägt (siehe Abb. 18). 2018 hat dieser vorerst einen Boden gefunden. Nichtsdestotrotz haben wir Anfang dieses Jahres noch davor gewarnt haben, dem Sirenenengesang tiefer Bewertungen Folge zu leisten und Abstand zu halten.

welche in der Vergangenheit jeweils eine Phase deutlicher Outperformance gefolgt ist. So bewegt sich der Buchwert-Discount mittlerweile um mehr als zwei Standardabweichungen unter dem Buchwert des Gesamtmarktes, während die Dividendenrendite der Banken jene des Gesamtmarktes um zwei Standardabweichungen übersteigt.

Auch ist die EZB bemüht durch Lockerungen und Ausnahmeregelungen in ihrem Negativzins-Regime der Profitabilitätsnot der Banken Rechnung zu tragen. Hinzu kommt, dass sich zwei der grössten Sorgen der Anleger über das vergangene Jahr verflüchtigt haben, indem der den italienischen Anleihemarkt belastende Budgetkonflikt mit Brüssel gelöst und die EZB ihr quantitatives Lockerungsprogramm wieder aufgenommen hat.

Mittlerweile hat jedoch die Bewertung des Bankensektors relativ zum Gesamtmarkt Extremwerte erreicht, auf

Abb. 18

### Massiver Bewertungsabschlag europäischer gegenüber amerikanischen Banken zeigt Anzeichen einer Stabilisierung



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

Die Preise defensiver Titel wie Versorger, der Pharmasektor oder Basiskonsumgüteraktien, welche angesichts der wackligen Konjunkturaussichten für Anleger gegenwärtig besonders attraktiv sind, reflektieren dagegen bereits ansehnliche Prämien.

Ebenfalls wenig attraktiv gestalten sich die Aussichten für Technologietitel. Zwar sind diese im vergangenen Jahr erneut dem Muster der Vorjahre gefolgt und haben den breiten Aktienmarkt mit ihren Kursgewinnen deutlich übertroffen. Doch ist diese Outperformance bereits

seit 2018 nicht mehr durch eine entsprechend stärkere Ertragskraft unterfüttert (siehe Abb. 19).

Doch nicht nur aus diesem Grund dürfte die Luft für den Technologiesektor im kommenden Jahr dünner werden. Zwanzig Jahre nach der Internetblase hat sich der Sektor insbesondere am US-Aktienmarkt wieder zur treibenden Kraft entwickelt. Sein Anteil an der Marktkapitalisierung beläuft sich inzwischen auf über 25% - eine Marke, die zuvor nur einmal zur Jahrtausendwende 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.

Bisher ignorieren Anleger die möglichen Risiken des Handelskriegs für Technologieaktien. Dies dürfte sich in Zukunft rächen. Dass die US-Regierung chinesische Konzerne wie Huawei auf eine schwarze Liste gesetzt hat, ruft das Schreckgespenst eines neuen technologischen Kalten Kriegs hervor und macht deutlich, wie anfällig Unternehmen dieser Branche für plötzliche Restriktionen sind. Aufgrund der engen Verflechtung der Wertschöpfungsketten werden sich die Folgen über die Zeit entlang der gesamten globalen Wertschöpfungskette bemerkbar machen.

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. Die vor kurzem erfolgte Ankündigung einer kartellrechtlichen Untersuchung des Google-Mutterkonzerns Alphabet durch das US-Justizministerium unterstreicht die Ernsthaftigkeit dieses Risikos.

Abb. 19

Der Outperformance von Technologiewerten fehlt die Unterstützung durch ein relativ höheres Wachstum der Unternehmensgewinne



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

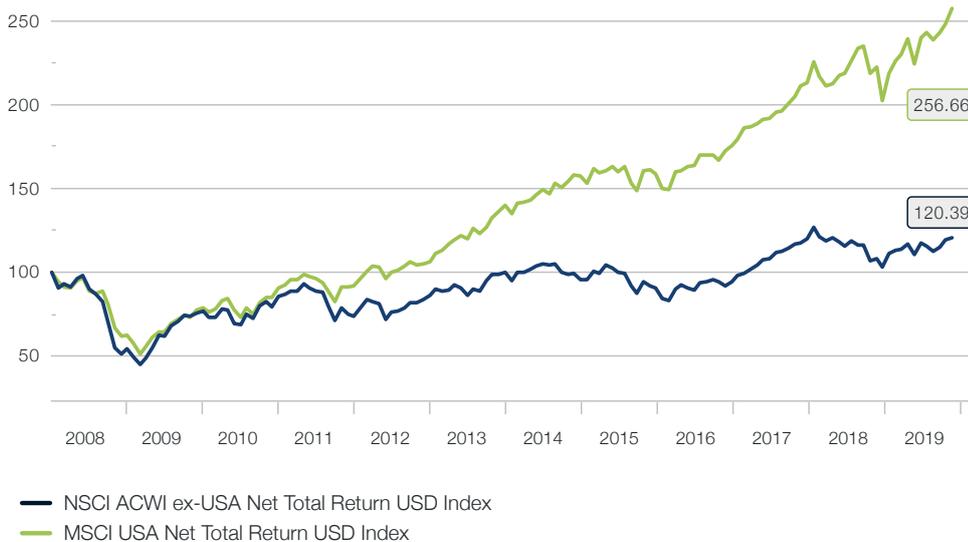
## US-Aktien – Highflyer mit Ermüdungserscheinungen

Nichts scheint die Outperformance des amerikanischen Aktienmarktes gegenüber dem Rest der Welt stoppen zu können. Auch im vergangenen Jahr ist dieser dem Rest

der Welt erneut enteilt, welcher sich gemessen am MSCI ACWI ex-US Index seit bald einem Jahrzehnt in einer seitwärts gerichteten Konsolidierung befindet (siehe Abb. 20).

Abb. 20

Kaum eine Erholung für den Rest der Welt während US-Aktien neue Höchststände erklimmen



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

Damit wird der US-Markt unter fundamentalen Gesichtspunkten jedoch gleichzeitig immer unattraktiver. Denn die Entwicklung der Fundamentaldaten und Unternehmensgewinne hat über die vergangenen Jahre mit der Kursentwicklung bei weitem nicht Schritt gehalten. Von den im Rahmen der nationalen Buchhaltung für die gesamte Volkswirtschaft erhobenen Unternehmensgewinne aus den National Income and Profit Accounts (NIPA-Gewinne) hat bereits vor ca. fünf Jahren eine Entkopplung stattgefunden. Sie haben seither kein nachhaltiges Wachstum aufgewiesen und sich lediglich seitwärts entwickelt. Doch auch gegenüber den pro Aktie ausgewiesenen buchhalterischen Gewinnen der Unternehmen des S&P 500 erscheint der Index signifikant überbewertet (siehe Abb. 21).

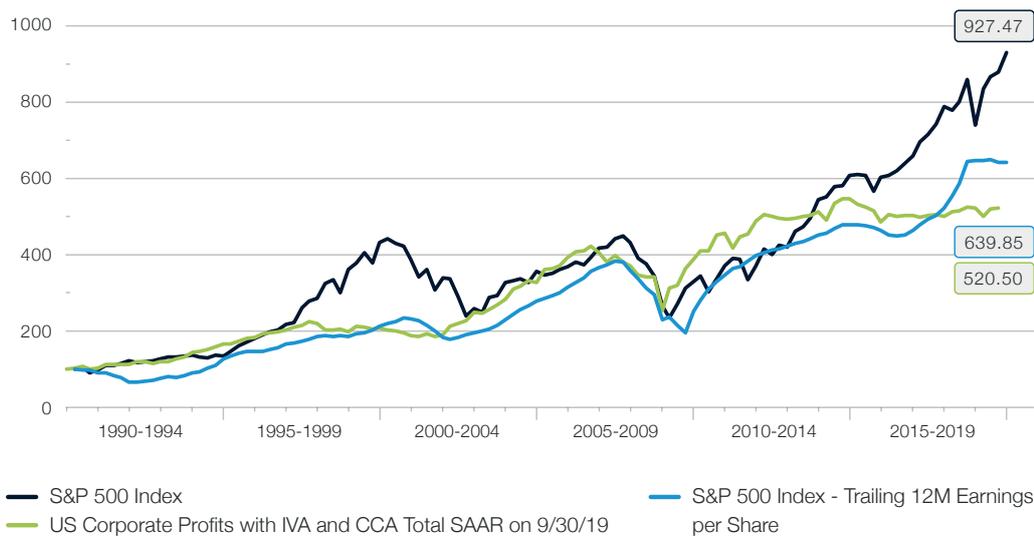
Es gibt gut Gründe für vorübergehende Divergenzen zwischen den beiden Gewinnzeitreihen. Über die lange Frist finden sich beide jedoch jeweils wieder, wobei NIPA-Gewinn typischerweise die Rolle eines führenden

Indikators einnehmen mit einer Vorlaufzeit von etwa zwölf Monaten. Die aktuelle Divergenz reflektiert insbesondere den Umstand, dass die Quelle eines Grossteils des Gewinnwachstums der letzten Jahre Financial Engineering geschuldet ist in der Form massiver Aktienrückkaufprogramme finanziert zu einem grossen Teil durch die zunehmende Hebelung der Unternehmensbilanzen. Dies hat den ausgewiesenen Gewinn pro ausstehende Aktie signifikant erhöht.

Das historische Beispiel zeigt allerdings, dass auf Phasen eines starken Auseinanderdriftens von Kurs- und Gewinnentwicklung breiter Marktindizes früher oder später unweigerlich eine erneute Konvergenz zwischen Gewinnen und Preisen folgt. Siehe dazu etwa den durch die Internet-Blase geprägten Zeitraum von 1996 bis 2003 in Abb. 21.

Abb. 21

## US-Aktienkurse enteilen den Unternehmensgewinnen



Quelle: Bloomberg LP, 29. November 2019

Vor diesem Hintergrund erklärt sich auch die beharrlich verhaltene bis negative Anlegerstimmung gegenüber Aktien, welche sich trotz neuer Höchststände in anhaltenden Abflüssen aus Aktienfonds widerspiegelt. Auch das hohe Niveau der Aktienverkäufe von Unternehmensinsidern ist alles andere als ein Vertrauensbeweis in die Attraktivität des US-Aktienmarktes.

Als Käufer in die Bresche gesprungen sind dafür die Unternehmen selbst. Aktienrückkäufe gespeist aus Steuerersparnissen, repatriertem Kapital und Verschuldung begünstigt durch anhaltend lockere Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt haben in den Vereinigten Staaten neue Volumenrekorde gesetzt. Eine Studie von Ned Davis Research unterstellt, dass ohne diese Unterstützung der amerikanische Aktienmarkt gemessen am S&P 500 Index gegen 20% tiefer notieren würde. Eine Dekomposition der kumulativen Netto-Käufe amerikanischer Aktien über das letzte Jahrzehnt kommt gar zum Ergebnis, dass über das letzte Jahrzehnt neben ausländischen Anlegern in geringem Umfang die Unternehmen selbst die einzigen Nettokäufer amerikanischer Aktien waren.

Wenn man neben seiner hohen Bewertung seine unverhältnismässig starke Ausrichtung auf zyklische Branchen berücksichtigt, reduziert sich die Attraktivität des US-Marktes zusätzlich. Diese zyklische Ausrichtung ist stärker ausgeprägt als auf jedem anderen grossen Markt,

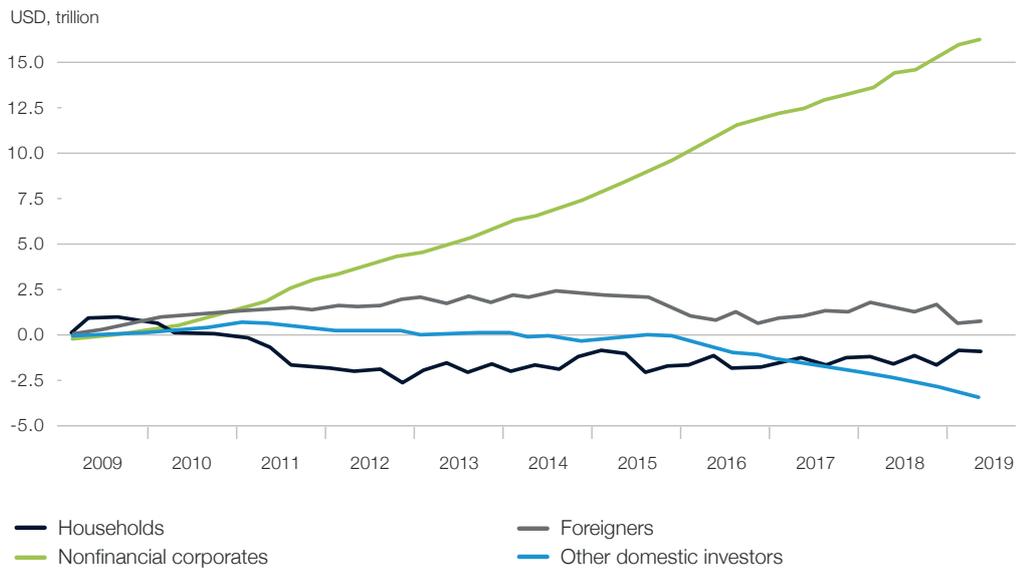
Japan ausgenommen, und zum ersten Mal in seiner Geschichte ist dieser Markt stärker als die Schwellenländer in konjunkturrempfindlichen Sektoren engagiert.

Für das kommende Jahr darf nicht zuletzt auch der Einfluss des bevorstehenden Wahlkampfs um das US-Präsidentenamt nicht ausser Acht gelassen werden. Während es im Interesse des aktuellen Amtsinhabers Trump liegt, vor diesem Hintergrund ein möglichst robustes Konjunkturbild herbeizuführen, ergeben sich Risiken für den Aktienmarkt aus der ideologischen Prägung und den politischen Zielen verschiedener Herausforderer auf der Seite der Demokraten. Insbesondere die Senatorin Elizabeth Warren, welcher gute Chancen eingeräumt werden, die demokratische Nominierung zu erhalten, könnte sich für den Aktienmarkt zu einer Achillesferse entwickeln. Denn zu ihrem politischen Programm gehören u.a. eine schärfere Regulierung der Banken, das Zerschlagen von Monopolen im Technologiesektor sowie ein Verbot der Fracking-Technologie zur Erdölförderung.

Hinsichtlich der Portfoliopositionierung ist damit eine deutliche Untergewichtung, wenn nicht gar Eliminierung, der Aussetzung gegenüber US-Aktien angezeigt. Das Ausmass der Bewertungsdivergenzen lässt zudem währungsangeglichene marktneutrale Long-Short-Kombinationen insbesondere gegenüber Japan, Schwellenländern und Europa attraktiv erscheinen.

Abb. 22

## Kumulative Netto-Käufe amerikanischer Aktien über das letzte Jahrzehnt



Quelle: Oxford Economics, Macrobond, 29. November 2019

# Picard Angst Stabilized European Dividend Income

Der Picard Angst Stabilized European Dividend Income Fund ist ein in dividendenstarke europäische Unternehmen investierender Aktienfonds. Er eignet sich für Anleger, welche auf der Basis eines defensiven Anlageansatzes langfristigen Wertzuwachs bei geringerem Risiko anstreben.



Performance Picard Angst Stabilized European Dividend Income I EUR

Quelle: Bloomberg LP, 04. Dezember 2019

Factsheets und weitere Dokumente finden Sie auf [picardangst.ch/downloads](http://picardangst.ch/downloads) oder direkt bei Ihrem Ansprechpartner.

## Ihr Ansprechpartner



Andreas Gyr

Senior Client Advisor

Germany

E-Mail: [andreas.gyr@picardangst.com](mailto:andreas.gyr@picardangst.com)

T +41 55 290 50 20

# Strategic Allocation Fund

Der Strategic Allocation Fonds investiert in eine Selektion von Allokationsfonds der weltweit erfolgreichsten Investmentmanager. Die Kombination asymmetrischer Renditeprofile und die datengestützte dynamische Modellierung ermöglichen eine nachhaltig robuste Performance.



— Net Asset Value (NAV)  
Performance Picard Angst Stabilized European Dividend Income I EUR  
Quelle: Bloomberg LP, 04. Dezember 2019

Factsheets und weitere Dokumente finden Sie auf [picardangst.ch/downloads](http://picardangst.ch/downloads) oder direkt bei Ihrem Ansprechpartner.

## Ihr Ansprechpartner



Andreas Gyr

Senior Client Advisor  
Germany  
E-Mail: [andreas.gyr@picardangst.com](mailto:andreas.gyr@picardangst.com)  
T +41 55 290 50 20

# Angebotsengpässe sorgen für anhaltendes Potenzial

Dr. David-Michael Lincke, Head of Portfolio Management

## In Kürze

- Die spätzyklische Konjunktur dynamik hat den Rohstoffmärkten trotz Verlangsamung der Weltkonjunktur ein positives Jahr beschert.
- Zwar sind die konjunkturellen Risiken weiter angestiegen, doch die Chance auf moderat positive Rohstoffrenditen auch im kommenden Jahr bleibt intakt, sofern geopolitische Herausforderungen wie der anhaltende Handelskonflikt zwischen China und den Vereinigten Staaten beigelegt werden.
- Allerdings ist ein selektives Vorgehen von Bedeutung, und es empfiehlt sich Rohstoffe zu bevorzugen, welche mit angebotsseitigen Engpässen oder Produktionseinschränkungen konfrontiert sind, da nachfragegetriebene Rohstoffe und Sektoren zu kämpfen haben dürften.

## Ausblick

Die positiven Renditen an den Rohstoffmärkten im vergangenen Jahr trotz eines herausfordernden konjunkturellen Umfelds haben gezeigt, dass die laufende Aufschwungphase des Rohstoffzyklus ihr Ende noch nicht erreicht hat. Doch fallende Wachstums- und Inflationserwartungen werfen Fragen auf hinsichtlich ihrer Langlebigkeit. Allerdings sprechen Engpässe bei der Versorgung und Produktion für anhaltendes Potential bei

Agrarrohstoffen, insbesondere Getreiden und Rohzucker, sowie im Energiesektor. Ohne eine baldige Beilegung des schwelenden Handelskonflikts und eine Aufhellung der globalen Konjunkturaussichten dürften Basismetalle jedoch weiterhin zu kämpfen haben. Das grösste Aufwärtspotential im kommenden Jahr verorten wir angesichts der Kehrtwende der Geldpolitik und steigender Risikoaversion an den Finanzmärkten bei den Edelmetallen.

### 3.1 Rohstoffe

## Die spätzyklische Konjunktur­dynamik hat den Rohstoffmärkten trotz Verlangsamung der Weltkonjunktur ein positives Jahr beschert

Die Rohstoffmärkte haben 2019 insgesamt eine erfreuliche Performance geliefert. Angeführt wurde der Anstieg von den zyklischen Sektoren Energie und Industriemetalle. Die scharfe Korrektur, welche die Rohstoffmärkte im Vorjahr erlitten hatten, wurde damit grösstenteils egalisiert.

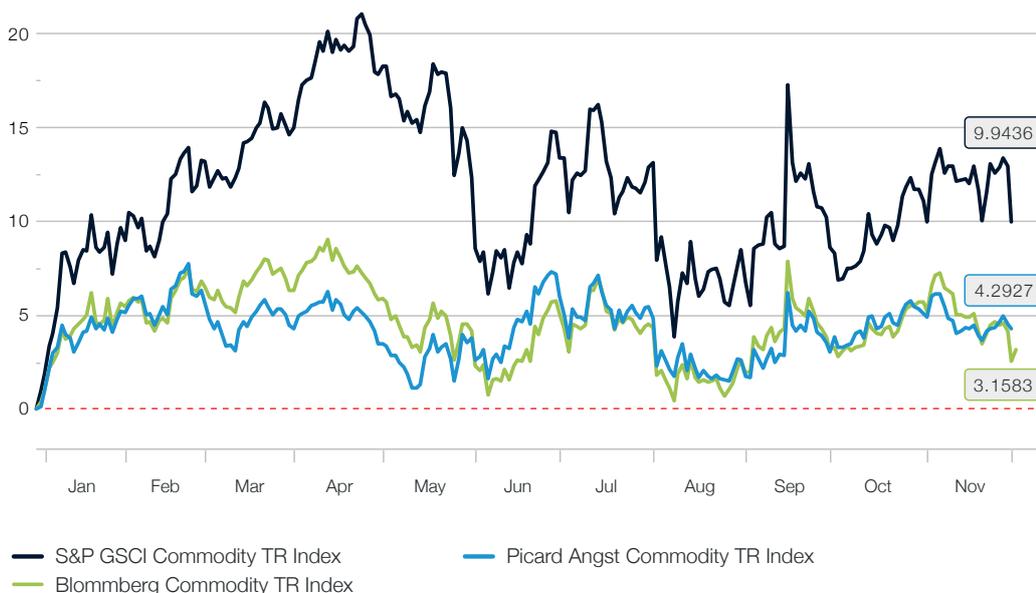
Trotz der fortgesetzten Verlangsamung der Weltkonjunktur und Störfeuern durch exogene Faktoren politischer Natur wie den Handelskonflikt zwischen den Vereinigten

Staaten und China haben die Rohstoffmärkte damit ihren spätzyklischen Charakter erneut unter Beweis gestellt. Denn historisch betrachtet sind Rohstoffrenditen im Durchschnitt jeweils gegen das Ende eines wirtschaftlichen Expansionszyklus besonders robust ausgefallen.

Die kräftige Erholung gerade der zyklischen Sektoren bestärkt uns in unserer Auffassung, dass wir noch nicht am Ende des laufenden Rohstoffzyklus angelangt sind.

Abb. 23

### Picard Angst Commodity TR vs. Benchmark-Indizes 2019



Quelle: Bloomberg LP, 02. Dezember 2019

Die führende Rolle, welche dem Energiesektor in der Erholung der Rohstoffmärkte zukam, bevorteilte Strategien mit betont zyklischem Profil. Dementsprechend verzeichnete unter den breiten Rohstoff-Benchmarks der ausgesprochen energielastige S&P GSCI Commodity TR mit Abstand höchsten Zugewinn, auch wenn die Korrektur des Erdölpreises in der zweiten Jahreshälfte den Grad der Outperformance deutlich schmälerte.

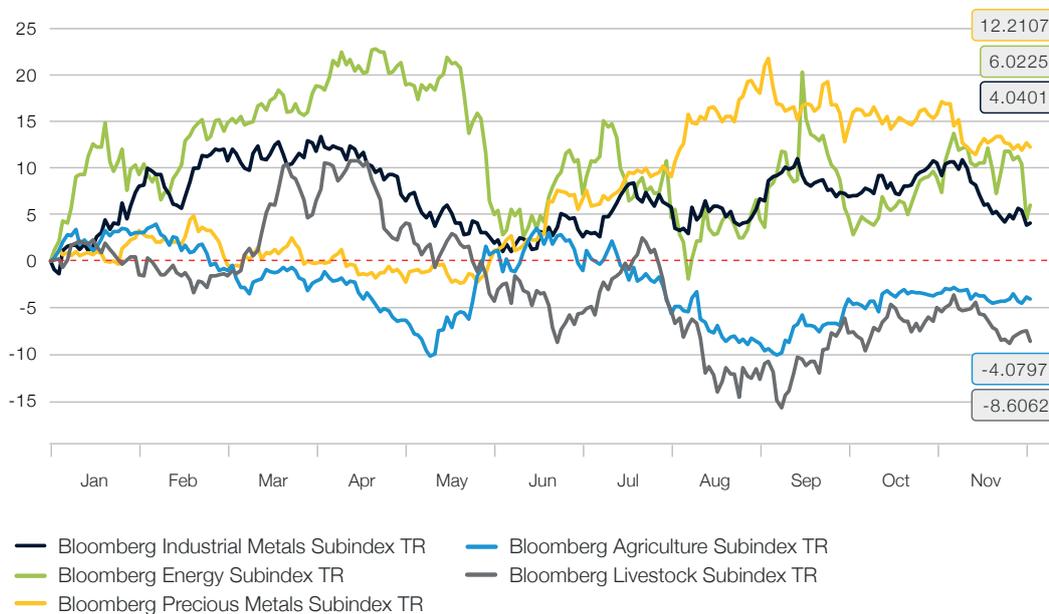
Ausgewogenere Benchmarks wie der Bloomberg Commodity TR Index legten moderater zu. Trotz ihres vergleichsweise weniger zyklischen Sektorprofils und der schwächeren Entwicklung des Agrarsektors gelang es unserer hauseigenen PACI-Strategie (investierbar über unser Fondsprodukt Picard Angst All Commodity Tracker Plus) mit dem Benchmark Bloomberg Commodity TR Schritt zu halten (siehe Abb. 23).

Dank ihrer Konzentration auf vorwiegend zyklische Sektoren fielen die Renditen bei jenen Strategien, die auf die Berücksichtigung von Agrarrohstoffen verzichteten, besonders hoch aus. In dieser Kategorie gelang es unserer

Picard Angst Energy & Metals Strategie (investierbar über unser Fondsprodukt Picard Angst Energy & Metals) den Benchmark Bloomberg Commodity ex-Ag ex-LS TR deutlich hinter sich zu lassen.

Abb. 24

### Entwicklung der Rohstoffsektoren 2019



Bloomberg LP, 02. Dezember 2019

### 3.2 Rohstoffe

## Die konjunkturellen Risiken steigen weiter an, doch die Chance auf moderat positive Rohstoffrenditen im kommenden Jahr bleibt intakt

In der Vergangenheit haben Rohstoffpreise 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.

Im vergangenen Jahr hat sich die Weltwirtschaft sukzessive weiter abgeschwächt, und 2019 dürfte mit einem Wachstum des globalen BIP von bestenfalls 3% p.a. abschliessen.

Breit diversifizierte Rohstoffportfolios, wie sie Benchmarks wie der Bloomberg Commodity Index abbilden, haben in der Vergangenheit im Durchschnitt ein Wachstum über 3% benötigt, um positive Renditen zu erzielen.

Für 2020 erwartet der International Währungsfonds (IFW) ein moderates Anziehen der konjunkturellen Dynamik auf eine Wachstumsrate von 3.4%. Dies spricht dafür, dass die Aussicht auf ein positive Jahr 2020 an den Rohstoffmärkten intakt bleibt.

Allerdings dürften die Zugewinne bescheidener als im Vorjahr ausfallen. Denn die Unsicherheit über die Konjunkturaussichten hat signifikant zugenommen. Dies wird sich in einer zunehmenden Streuung der Rendite-Entwicklung zwischen den Sektoren wie auch einzelnen Rohstoffen niederschlagen. Zu bevorzugen sind insbesondere Rohstoffe, welche mit angebotsseitigen Engpässen oder Produktionseinschränkungen konfrontiert sind, während nachfragegetriebene Vertreter zu kämpfen haben könnten. Dies spricht für positive Renditeaussichten insbesondere für Agrarrohstoffe aber auch den Erdölkomplex. Selektivität ist dagegen bei Basismetallen gefordert und Erdgas ist zu meiden. Sollten die Realzinsen unter Druck bleiben und Risikoaversion an die Märkte zurückkehren, stehen die Chancen darüber hinaus gut für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends bei Edelmetallen.

Neben konjunkturellen Faktoren darf jedoch auch die Bedeutung günstiger politischer Rahmendbedingungen nicht ausser Acht gelassen werden. Im Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China ist trotz Reduktion der Ambitionen für eine erste teilweise Einigung weiterhin kein Ende in Sicht und die politischen Risiken bleiben erhöht.

Im Einzelnen ist eine unterstützende Wirkung auf die Rohstoffmärkte insbesondere von folgenden Faktoren zu erwarten:

Der starke Rückgang der Kapitalausgaben und Investitionen in neue Förder- und Produktionskapazitäten seit der globalen Finanzkrise macht sich immer stärker als limitierender Faktor bei der Bedienung steigender Nachfrage bemerkbar.

Ein steigender Anteil der Rohstoffe weist mittlerweile fallende Lagerbestände und damit Angebotsdefizite auf. Die reduzierte Verfügbarkeit von Rohstoffen hat auch Auswirkungen auf die Laufzeitstruktur. So haben die Terminkurven im Energiesektor signifikant invertiert und sich bei einzelnen Basismetallen sowie Agrarrohstoffen abgeflacht. Das Rollrenditeprofil für Anleger hat sich dadurch verbessert.

Die US-Geldpolitik hat im vergangenen Jahr einen radikalen Kurswechsel erlebt. Die Faktoren, welche die ausgeprägte Dollar-Stärke der letzten Jahre bewirkt haben, schwächen sich sukzessive ab. Für 2020 rechnen wir deshalb mit einem sich allmählich abschwächenden Dollar zu rechnen, was sich an den Rohstoffmärkten als Rückenwind bemerkbar machen wird.

Das Anlegerengagement an den Rohstoffmärkten hat sich über das vergangene Jahr trotz positiver Rohstoffrenditen kaum von seinem tiefen Niveau gelöst und notiert weiter am unteren Ende der historischen Bandbreite. In der Vergangenheit haben sich solche Konstellationen bei der Anlegerpositionierung als Gegenindikator bewährt und signifikant positive Preistrends nach sich gezogen.

Zu den Risiken, welche ein positives Szenario für die Entwicklung der Rohstoffmärkte gefährden können, zählen:

Trotz intensiver Verhandlungen und regelmässiger Verlautbarungen, dass zumindest der Abschluss einer teilweisen Einigung kurz bevorstünde, ist die Gefahr einer weiteren Eskalation des schwelenden Handelsdisputs zwischen den Vereinigten Staaten und China aber auch das Potential einer Ausweitung auf die EU keineswegs gebannt. Ein ungebremsster Handelskrieg würde eine Wachstumserholung der bereits angeschlagenen Weltwirtschaft torpedieren und damit die Nachfrage nach Rohstoffen empfindlich treffen.

Die konjunkturelle Dynamik in China wurde von den bisherigen Auswirkungen des Handelskonflikts deutlich stärker beeinträchtigt als die US-Wirtschaft. Eine signifikante weitere Abkühlung der chinesischen Wirtschaft hätte weitreichende Auswirkungen auf Energie-, Metall- wie auch Agrarmärkte. Zwar hat China bereits vielfältige Massnahmen fiskalischer und geldpolitischer Natur zur Stimulierung der Konjunktur eingeleitet. Doch ihre Wirkung ist bisher bescheiden geblieben, und es mehren sich die Anzeichen, dass weiterer Spielraum für Konjunkturprogramme angesichts der hohen Verschuldung beschränkt ist.

Die Spot-Inflation in wichtigen Volkswirtschaften wie den Vereinigten Staaten zeigt sich äusserst robust und notiert nahe einem Zehnjahreshoch. Die Inflationserwartungen dagegen sind über das vergangene Jahr weltweit signifikant gesunken. Ohne eine reflationäre Auflösung dieser

Divergenz, besteht wenig Vertrauen in nachhaltige Preissteigerungen bei Rohstoffen.

Die Verzinsung auf dem unterlegten Kapital bei Rohstoffanlagen (Collateral Yield) hat sich im Zuge der Leitzinssenkungen der US-Notenbank in der zweiten Jahreshälfte

von über 2% auf 1.55% p.a. reduziert. Für den Fall einer fortgesetzten konjunkturellen Abkühlung ist nicht ausgeschlossen, dass sich die Kollateralrendite von Rohstoffanlagen selbst auf Dollar-Basis erneut verflüchtigt.

### 3.3 Rohstoffe

## Energie

Die Entwicklung des Erdölkomplex war im vergangenen Jahr geprägt durch den Widerstreit zwischen den Bemühungen des OPEC-Kartells und Russlands auf Produzentenseite durch Produktionskürzungen einem Überangebot Einhalt zu gebieten und den Sorgen der Marktteilnehmer über ein schrumpfendes Nachfragewachstum im Zuge der fortschreitenden Abkühlung der Weltkonjunktur. Dementsprechend volatil und ohne nachhaltigen Trend gestaltete sich die Entwicklung des Erdölpreises in der zweiten Jahreshälfte nach einer kräftigen Erholung zu Jahresbeginn bis in den Frühling. Selbst ein gross angelegter Angriff auf kritische Produktionsinfrastruktur in Saudi-Arabien im September, welcher vorübergehend 5% der globalen Produktion ausschaltete, hatte vor diesem Hintergrund lediglich einen kurzzeitigen Anstieg des Erdölpreises zur Folge.

Für das kommende Jahr sehen wir allerdings gute Aussichten, dass sich der Preis für Brent-Erdöl wieder der Marke von USD 70 pro Fass nähern wird. Dafür sprechen insbesondere folgende Argumente:

Eine moderate Erholung des Weltwirtschaftswachstums gegenüber 2019 dürfte das Nachfragewachstum nach Erdöl stützen.

Wir erwarten, dass OPEC und Russland ihre Produktionskürzungen zumindest bis zum Jahresende 2020 aufrechterhalten, wenn nicht gar noch verschärft werden. Dies nicht zuletzt, um den IPO von Saudi Aramco zu

unterstützen. Anhaltende US-Sanktionen gegenüber Iran und Venezuela tun ein Übriges, um das globale Angebotswachstum unter Kontrolle zu halten.

In den Vereinigten Staaten mehren sich die Anzeichen für ein Abflauen des Schieferölbooms. Die Explorationstätigkeit (gemessen am sogenannten „Rig Count“) hat sich über das vergangene Jahr um ein Viertel reduziert. Dies widerspiegelt die Schwierigkeiten, welchen sich die Förderunternehmen gegenübergestellt sehen, bei WTI-Preisen unter USD 60 pro Fass profitabel zu operieren. Die Kredit- und Aktienmärkte signalisieren, dass auch seitens der Kapitalgeber in diesem Sektor zunehmend auf mehr Disziplin gepocht und Profitabilität Vorrang vor Wachstum eingeräumt wird.

Das Inkrafttreten der neuen Regulierungen der International Maritime Organization (IMO) für umweltfreundlichere Treibstoffe dürfte die Erdölnachfrage aus dem Schifffahrtssektor substantiell um bis zu eine Million Fass pro Tag erhöhen. Eine leichte Erholung des Welthandels sollte die Nachfrage nach Destillaten zusätzlich stärken. In Kombination sollten diese Faktoren die Angebots-/Nachfragebilanz im Lauf der ersten Jahreshälfte 2020 wieder in ein Defizit führen. Neben einer Rückkehr der Preise zum oberen Ende der Handelsspanne der letzten Jahre dürften Anleger im Zuge einer solchen Entwicklung auch von weiter ansteigenden Rollrenditen profitieren.

### 3.4 Rohstoffe

## Industriemetalle

Die Preise der meisten Basismetalle sind im vergangenen Jahr unter Druck gekommen. Schwächeres Wachstum und insbesondere die Eintrübung der wirtschaftlichen Beziehungen Chinas mit dem Rest der Welt in Folge des Handelskonflikts haben die Stimmung der Anleger empfindlich getrübt und die Nachfrage reduziert.

Nichtsdestotrotz war über das vergangene Jahr bei vielen Basismetallen ein sukzessiver Abbau der Lagerbestände an den Terminbörsen zu beobachten, was unter anderen Umständen nicht nur flachere Terminkurven zur Folge gehabt, sondern auch eine substantielle preisstützende Wirkung ausgeübt hätte. Als einziger positiver Ausreisser über das vergangene Jahr steht Nickel da, dessen Preis zeitweise um bis zu 70% zulegte, nachdem Indonesien überraschend ein Exportverbot für Nickelroherz bereits auf Anfang 2020 in Kraft setzte. Darüber hinaus profitiert Nickel von seinem Potential in der Herstellung von Batterien für Elektrofahrzeuge. Gemäss Analystenschätzungen wird sich die für die Batterieproduktion benötigte Menge an Nickel über die nächsten acht Jahre verzehnfachen.

Unter der Voraussetzung einer zumindest moderaten Erholung der Weltkonjunktur sowie einer allmählichen Entschärfung der Fronten im Handelskrieg zwischen China und den Vereinigten Staaten stehen die Chancen für ein erfreulicherer Jahr 2020 im Industriemetallsektor gut.

Allerdings ist zu berücksichtigen, 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 mittel- und langfristigen Aussichten für Kupfer positiv, da angesichts des Einbruchs der Kapitalinvestitionen seit 2013 sich die Phase des Angebotswachstums ihrem Ende zuneigt und die Erschliessung neuer Produktionskapazitäten langjährigen Vorlaufzeiten unterliegt. Der Aluminiummarkt dagegen hat prospektiv mit Gegenwind zu rechnen. Denn die Verfügbarkeit der Ausgangsmaterialien und des Inputfaktors Energie ist nicht beschränkt. Die angebotsseitigen Reformen und neuen Umweltauflagen in China haben allerdings höhere Kostenstrukturen zementiert, was einen Rückfall der Preise auf das Niveau von 2016 verhindern wird.

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.

### 3.5 Rohstoffe

## Edelmetalle

Im Edelmetallsektor war das vergangene Jahr geprägt durch einen nachhaltigen Ausbruch der Preise von Gold, Silber wie auch Platin aus teils langjährigen Konsolidierungsphasen. Neben fundamentalen Faktoren trugen dazu auch technische Faktoren bei. So hatte die Anlegeraversion gegenüber dem Sektor im Vorjahr historische Extremwerte erreicht, was sich wieder einmal als Vorbote des Wendepunktes eines Trends entpuppte.

Und so hat sich zusammen mit den Preisen die Stimmung der Marktteilnehmer im Edelmetallsektor über das

vergangene Jahr fundamental gewandelt. Massgeblich dazu beigetragen hat die weltweit zu beobachtende Kehrtwende der Zentralbanken weg von einer Normalisierung der Geldpolitik hin zu erneuter Lockerung. In der Folge haben die langfristigen Realzinsen im Dollar-Raum, einer der primären Bestimmungsfaktoren für den Goldpreis, einen nachhaltigen Abwärtstrend eingeschlagen (siehe Abb. 25). Dies hat dem Goldpreis zu einem Ausbruch über USD 1'400 pro Feinunze verholfen.

Die Chancen stehen gut, dass sich der Aufwärtstrend im kommenden Jahr fortsetzt. Denn Faktoren, welche den letzten langjährigen Anstieg des Goldpreises getrieben haben, treten wieder in den Vordergrund. Dazu gehören:

**Robuste physische Nachfrage:** Die traditionell von China und Indien dominierte Nachfrage nach physischem Gold beginnt wieder anzusteigen. Doch gegenwärtig sind es vor allem Zentralbanken, die wieder in grossem Stil zur Diversifizierung ihrer Reserven als Käufer auftreten und ihre Zukäufe im vergangenen Jahr um bis zu einem Drittel erhöht haben.

**Abwertung des US-Dollar:** Statt weiterer Leitzinserhöhungen hat die US-Notenbank Jahresverlauf drei Zinssenkungen vollzogen. Gleichzeitig ist der geldpolitische Spielraum der Zentralbanken in Europa, Grossbritannien und Japan beschränkt. Dies dürfte 2020 zu einer sukzessiven Abwertung des Dollars beitragen.

**Zunehmende ökonomische und Finanzmarktrisiken:** Anhaltende Sorgen um die Aussichten für die Weltwirtschaft, geopolitische Konflikte und Stabilitätsrisiken angesichts historisch hoher Hebelung der Unternehmensbilanzen dürfte die Nachfrage nach Gold zur Portfolioabsicherung nachhaltig erhöhen.

Risiken für einen fortgesetzten Anstieg der Edelmetallpreise gehen insbesondere von den Anleihemärkten aus. Die Verfallrenditen am langen Ende haben sich zuletzt wieder stabilisiert, bleiben jedoch in einem Abwärtstrend gefangen. Ein nachhaltiger Ausbruch der langfristigen Realzinsen nach oben – etwa im Zuge einer unverhofft starken konjunkturellen Erholung – in Kombination mit weichenden geopolitischen Spannungen würde jedoch eine Fortsetzung der Hausse beim Goldpreis in Frage stellen.

Abb. 25

## Das Geschick des Goldpreises bleibt eng gekoppelt an die Entwicklung der Realzinsen



Quelle: Bloomberg LP, 02. Dezember 2019

## Agrarrohstoffe

Neben Basismetallen haben Agrarrohstoffe die Auswirkungen des laufenden Handelskonflikts zwischen China und den Vereinigten Staaten am heftigsten zu spüren bekommen. Die Folge war ein merklicher Rückgang der Partizipation an den Terminmärkten für Agrargüter. In der Preisformation am stärksten getroffen wurden US-Sojabohnen, bei welchen China einen in der Vergangenheit in Anspruch genommenen Export-Anteil von über 60% auf null reduzierte. Doch auch die Preise weiterer bedeutender US-Terminkontrakte auf Getreide und Soft Commodities wie Baumwolle litten deutlich. Für Finanzanleger ist diese Entwicklung besonders beklagenswert, sind sie doch aufgrund von Liquiditäts- und Marktzugangsanforderungen auf die Kontrakte der grossen US-Terminbörsen angewiesen und in aller Regel nicht in der Lage, auf nicht betroffene bzw. von der Situation profitierende lokale Märkte, z.B. für Soja in Südamerika, umzusatteln.

Die positive Entwicklung der Angebotsbilanzen bei den meisten Getreiden, die sich in rückläufigen Lagerbeständen äussert, rückte vor dieser Entwicklung in den Hintergrund. Mit einer vorläufigen Einigung im Handelskonflikt,

welche die chinesischen Importe von US-Agrargütern substantiell erhöht, könnte sich dies im kommenden Jahr ändern.

Die Preise von Soft Commodities, welche einen grossen Anteil der Produktion in Schwellenländern aufweisen, haben 2019 vor allem unter der anhalten Schwäche der EM-Währungen gegenüber dem US-Dollar gelitten. Dies hat die in Dollar denominierten Preise insbesondere für Kaffee auf historische Tiefstände gedrückt. Mit der für 2020 erwarteten allmählichen Abschwächung des US-Dollar auf handelsgewichteter Basis werden sich die Aussichten aufhellen. Trotz neuer durch Indien eingeführter Exportsubventionen besteht Erholungspotential insbesondere für den Zuckerpreis. Denn die Angebots- und Nachfragebilanz für Rohzucker bewegt sich in ein zunehmendes Defizit.

# Picard Angst All Commodity Tracker Plus

Breit diversifizierte und systematische Anlagestrategie für Rohstoffe in einem Schweizer Fondsgefäss, welche sich durch eine transparente Konstruktionsweise auszeichnet. Dank dem vorteilhaften Rendite- und Risikoprofil ist sie eine attraktive Alternative zu den einschlägigen Rohstoff-Benchmarks.



Performance Picard Angst All Commodity Tracker Plus I USD vs. Benchmarks

Quelle: Bloomberg LP, 04. Dezember 2019

Factsheets und weitere Dokumente finden Sie auf [picardangst.ch/downloads](http://picardangst.ch/downloads) oder direkt bei Ihrem Ansprechpartner.

## Ihr Ansprechpartner



Andreas Kohrs

Head of Client Advisory

Germany

E-Mail: [andreas.kohrs@picardangst.com](mailto:andreas.kohrs@picardangst.com)

T +41 55 290 50 13

# 2020 – Ein Jahr der Erholung?

Chrys Kamber, Fund Manager – Head of Indian Investments

## In Kürze

- Die Entwicklung in Indien war in der zweiten Jahreshälfte hauptsächlich vom verlangsamten BIP-Wachstum und den Schwierigkeiten im Finanzsektor geprägt. Im zweiten Quartal des Finanzjahres 2020 wurde ein BIP-Wachstum von 4,5 % ausgewiesen, der schwächste Wert seit dem ersten Quartal des Finanzjahres 2013.
- Die indische Notenbank senkte den Leitzins um 35 Basispunkte auf 5,4 % und teilte mit, Wachstum habe nun oberste Priorität.
- Die Regierung hat die höhere «Superreichensteuer» für ausländische und einheimische Kapitalanleger zurückgenommen und gewährt Start-ups Befreiungen von den Steuern auf Kapitalspritzen.
- Der Körperschaftsteuersatz wurde von 30 % auf 22 % gesenkt, wodurch der effektive Steuersatz für indische Unternehmen von 35 % auf 25,17 % sinken wird; nach dem 1. Oktober gegründete neue Fertigungsunternehmen werden einem Steuersatz von 15 % unterliegen.
- Die Regierung will die staatliche Beteiligung an drei Unternehmen des öffentlichen Sektors veräussern, um das Haushaltsloch zu stopfen.
- Mit einer Kapitalspritze von 9,8 Mrd. US-Dollar in die Banken des öffentlichen Sektors soll die Kreditvergabe an Unternehmen, nicht im Bankensektor tätige Finanzunternehmen, Kleinst-, Klein- und Mittelunternehmen (KKMU) und Privatkunden verbessert werden.
- Weisse Ware verzeichnete höhere Umsätze (unterstützt durch den E-Commerce), während Goldschmuck und Autoverkäufe rückläufig waren.
- Die Aktienmärkte zeigten sich weiterhin polarisiert; der Allgemeinmarkt konnte mit Hauptwerten nicht Schritt halten. Dank einer Handvoll hoch gewichteter Aktien kletterte der Nifty auf Höchststände; Nebenwerte jedoch fielen der Wachstumsschwäche zum Opfer.
- Hatten ausländische Investoren zur Jahresmitte indische Aktien – netto betrachtet – abgestossen, so vergrösserten sie ab Oktober ihre Bestände wieder.
- Das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis des Nifty ist auf den höchsten Stand der letzten beiden Jahrzehnte gestiegen, was Zweifel am Bewertungsniveau weckt.

# Ausblick

- Die Regierung könnte, die im April 2018 eingeführte Steuer für langfristigen Kapitalzuwachs auf den Prüfstand stellen und die persönliche Einkommensteuer senken, um die Nachfrageseite zu beleben.
- Eine akkommodierende Geldpolitik der Notenbank und eine proaktive, handlungsbereite Regierung sind für eine rasche Erholung der indischen Wirtschaft von zentraler Bedeutung.
- Die Rekapitalisierung der Banken des öffentlichen Sektors wird die Kreditvergabe stärken, die Kreditkosten senken und die Klassifizierung notleidender Vermögenswerte der Banken verbessern.
- Die inländischen Kapitalzuflüsse waren weiterhin stark und erreichten im November ein Siebenmonatshoch. Die Zuflüsse in sogenannte systematische Investmentpläne (SIP) waren mit durchschnittlich rund 1 Mrd. US-Dollar pro Monat konstant.
- Angesichts der Tatsache, dass die Inflation mit weniger als 4,5 % weiterhin gedämpft ist, bleibt der indischen Notenbank genügend Spielraum für die sechste aufeinanderfolgende Zinssenkung in diesem Jahr und eine weitere Senkung im nächsten Jahr.
- Es wird derzeit diskutiert, die strengen Arbeitsgesetze zu ändern und den Bodenerwerb zu erleichtern. Falls das Parlament im Winter diese Gesetze absegnen sollte, dürfte dies die Stimmung massiv aufhellen.
- Eine Reihe in den letzten Monaten angekündigter Massnahmen, im Zusammenspiel mit der akkommodierenden Geldpolitik der indischen Notenbank und den hohen Sparvermögen der Haushalte (so hoch wie 2012), dürfte in den kommenden beiden Quartalen die Nachfrage beleben.
- In Anbetracht der Tatsache, dass die Bewertungslücke zwischen Hauptwerten einerseits und Mittel-/Nebenwerten andererseits sich auf einem Zehnjahreshoch bewegt, sollten die Gelder langsam aus den sicheren Häfen der Hauptwerte in Richtung Neben- und Mittelwerte fließen. Bei manchen Titeln, deren Bewertung viel zu stark zugelegt hat, wird es zu einer Konsolidierung kommen.

## 4.1 Indien

### Wachstumsschwäche – befinden wir uns bereits in der Erholungsphase?

Die Verlangsamung des BIP-Wachstums kam plötzlich, aber nicht unerwartet. Konnte Indien im ersten Quartal des Finanzjahres 2017 noch ein beeindruckendes BIP-Wachstum von 9,4 % vorweisen, so kämpft das Land heute darum, das Wachstum über 5 % zu halten. Allerdings hat der Markt die Wachstumsschwäche bereits eingepreist, worunter Neben- und Mittelwerte am meisten

litten. Belastet wurde der Gesamtmarkt durch den abrupten Rückgang des BIP-Wachstums, Probleme bei der Kreditvergabe, die Schwierigkeiten im Automobilsektor und den Schuldenabbau in den Unternehmensbilanzen ebenso wie durch Vermögensrückgänge durch umfangreichere Steuerpflichten und erhöhte Transparenz bei Transaktionen.

Abb. 32

## Wachstum des BIP



Quelle: Bloomberg LP, 06. Dezember 2019

«Unserer Meinung nach ist dies inzwischen weitgehend eingepreist. Wir erwarten, dass der breitere Markt sich im ersten Quartal 2020 belebt, das Wachstum dann ab dem zweiten Quartal 2020.»

Die Verlangsamung des BIP-Wachstums kam plötzlich, aber nicht unerwartet. Konnte Indien im ersten Quartal des Finanzjahres 2017 noch ein beeindruckendes BIP-Wachstum von 9,4 % vorweisen, so kämpft das Land heute darum, das Wachstum über 5 % zu halten.

Es gibt mehrere Gründe für die Verlangsamung des BIP seit dem ersten Quartal des Finanzjahres 2017:

Die im November 2016 erfolgte Demonetisierung führte zum Verlust von Arbeitsplätzen und einem Einbruch der Nachfrage mit entsprechend schweren Auswirkungen auf den Konsum. Allerdings hat diese Massnahme die finanzielle Inklusion beschleunigt und die Nutzung digitaler Zahlungsmöglichkeiten in die Höhe schnellen lassen.

Auf die Demonetisierung folgte mit einer Reform der Waren- und Dienstleistungssteuer (GST) im Juli 2017 eine weitere disruptive Massnahme. Kleine Unternehmen, die zuvor von den Steuerdifferenzen profitierten, mussten ihre Transaktionen anpassen und steuerliche Transparenz beweisen – oder eben aufgeben.

Während die Auswirkungen dieser beiden disruptiven Ereignisse nachliessen, bewirkte im September 2018 die Tatsache, dass IL & FS, einer der grössten Infrastrukturfinanzierer, den Schuldendienst einstellte, eine Liquiditätskrise. Der Zahlungsausfall steckte Banken, Immobilienentwickler und Unternehmen mit hoher Schuldenquote (z. B. Dewan Housing Finance Corporation (DHFL), Indiabulls Group und Anil Ambani Group) an.

Obwohl die Liquidität im ersten Halbjahr 2019 dank der Massnahmen der RBI wieder zurückkehrte, kam die Kreditvergabe weitgehend zum Erliegen: Die Banken haben ihre Kredite an nicht im Bankensektor tätige Finanzunternehmen fast eingestellt. Dabei sind diese die wichtigsten Kreditgeber für KKMU und Verbraucher. Als die Banken ihre Kreditengagements in diesen nicht im Bankensektor tätigen Finanzunternehmen reduzierten, erschwerte sich entsprechend der Finanzierung für KKMU. Die Kreditvergabe an Einzelhandel und Immobilienbranche verlangsamte sich und belastete die Immobilienentwickler, denen die Refinanzierung ihrer Schulden ohnehin schon schwerfiel, zusätzlich. All diese Faktoren spielten eine wichtige Rolle bei der Abschwächung der privaten Investitionen und der Nachfrage. Andererseits kamen die staatlichen Infrastrukturausgaben im Vorfeld der Parlamentswahlen wieder auf Kurs. Die Schwäche der Industrieproduktion ist auf die Verlangsamung der Nachfrage und die Kreditkrise zurückzuführen. Zwar hat sich das Kreditgeschäft in

der zweiten Jahreshälfte 2019 belebt, diese Entwicklung ist aber auf Unternehmen guter Bonität und grössere nicht im Bankensektor tätige Finanzunternehmen mit gesunden Bilanzen beschränkt.

Massiv leiden musste die Automobilindustrie, die 40 % zum BIP der fertigen Industrie Indiens beiträgt. Die

Verkäufe von Pkw und Nutzfahrzeugen sanken im ersten Quartal des Finanzjahres 2020 gegenüber dem Vorjahr um 23 %; im selben Zeitraum gingen die Verkäufe von Zweirädern, an denen sich die Wirtschaftsentwicklung im ländlichen Bereich ablesen lässt, um 16 % zurück. Dies zeigt zum einen die Schwierigkeiten der städtischen wie ländlichen Wirtschaft, zum anderen aber auch ein verändertes Konsumverhalten der sogenannten Millennials.

Abb. 33

### Der Konsum von Autos wird sich im zweiten Quartal 2020 nach einem Einbruch wieder erholen



Quelle: Bloomberg LP, 06. Dezember 2019

Die USA haben einmal mehr höhere Zölle auf chinesische Importe angedroht, und die Handelsgespräche zwischen den USA und China zogen sich durch die zweite Jahreshälfte. Für die Schwellenmärkte bewirkte dies eine höhere Volatilität ihrer Währungen wie ihrer Aktienmärkte. Indiens Anteil am Welthandel beträgt nur 2 %. Die Auswirkungen des Handelskriegs sind für Indien sehr überschaubar, wenn nicht sogar ein Segen für das Land.

Die Regierung unternimmt in rascher Folge die richtigen Schritte, um Indien auf die globale Bühne zu bringen und seinen Anteil am Welthandel zu erhöhen. Die Regierung hat den Körperschaftsteuersatz von 30 % auf 22 % gesenkt, wodurch der effektive Steuersatz für indische Unternehmen von 35 % auf 25,17 % sinken wird. Darüber hinaus unterliegen neue, nach dem 1. Oktober gegründete Fertigungsunternehmen einem Steuersatz von 15 %, sofern sie ihre Produktion bis März 2023 aufnehmen. Diese Massnahme wurde nicht nur zur Verbesserung der

Unternehmensinvestitionen getroffen, sondern auch zur Verbesserung der globalen Wettbewerbsfähigkeit Indiens. Das Land will Unternehmen gewinnen, die alternative Fertigungsstandorte (ausserhalb Chinas) suchen beziehungsweise angesichts des Handelskriegs in andere Regionen diversifizieren möchten. Kurzfristig wird diese Massnahme das Geschäftsklima verbessern, langfristig wird sie zum Aufbau von Produktionskapazitäten beitragen. Obwohl die Steuersenkung in erster Linie für die Angebotsseite eingeleitet wurde, wird sie mittelfristig auch die Nachfrage stützen. Eine höhere Rentabilität der Unternehmen infolge von Steuersenkungen wird der Aktienbewertung zugutekommen, was Vermögen schaffen und so wiederum die Nachfrage ankurbeln wird.

Indien hat sich im Bericht «Doing Business 2020», in dem die Weltbank analysiert, wie einfach oder schwer es Unternehmen in den einzelnen Ländern gemacht wird, auf Platz 63 hochgearbeitet. Im vergangenen Jahr

belegte Indien noch den 77. Platz; seitdem hat das Land erhebliche Fortschritte erzielt. Sowohl das attraktive Steuerumfeld als auch die erleichterten Rahmenbedingungen für Unternehmen werden ausländische Investitionen ins Land bringen und Indien wiederum ermutigen, sich dem globalen Exportgeschäft zu stellen.

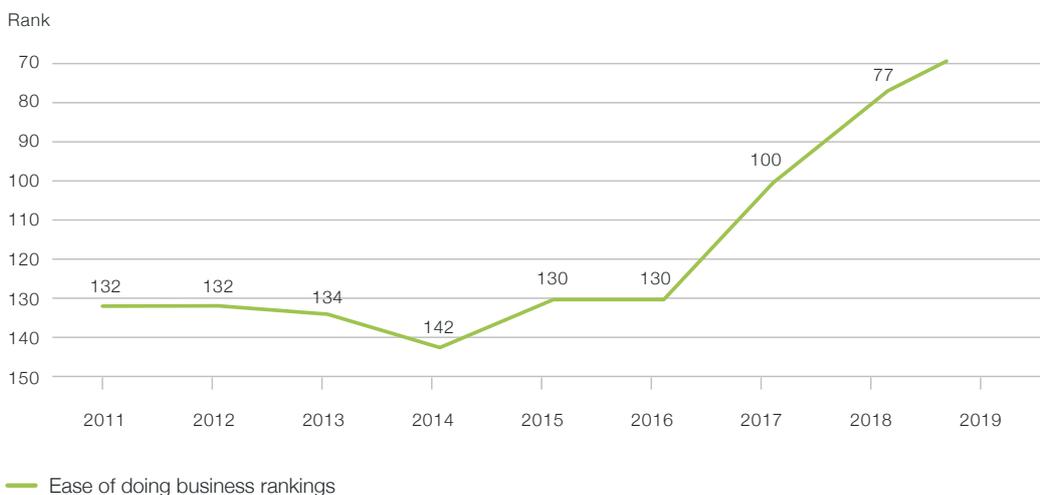
Es werden vermutlich zwei weitere Quartale ins Land gehen, bis die Massnahmen der Regierung, mit denen sie die indische Wirtschaft wieder auf Kurs bringen will, voll und ganz greifen. Die indische Notenbank hat die Zinsen um 135 Basispunkte auf 5,15 % gesenkt. Von der in der zweiten Jahreshälfte erfolgten Zinssenkung um 75 Basispunkte wurden bei neuen Kreditvergaben allerdings nur 29 Basispunkte weitergegeben. Ab Ende Oktober stiegen die Mauteinnahmen und im November dann die Einnahmen aus der Waren- und Dienstleistungssteuer um 6 %, was den zweimonatigen Rückgang wiedergutmachte. Die Investitionen aus dem Ausland haben in den letzten beiden Monaten angezogen. Diese Indikatoren lassen zwar vorsichtig vermuten, dass das Schlimmste hinter uns liegt, es sind aber weitere staatliche Strukturreformen erforderlich, damit die beginnende Konjunkturerholung nachhaltig sein wird.

Von den sinkenden Zinsen werden Neben- und Mittelwerte kurzfristig profitieren, da ihre Zinskosten sich verringern werden. Die Marktteilnehmer erwarten, dass im

nächsten Haushalt im Februar 2020 überlegte Reformen verabschiedet werden. Bis dahin dürften auch die Reform der Arbeitsgesetze, das Gesetz zum Bodenerwerb und die Senkung der persönlichen Einkommensteuersätze angekündigt werden. Gerade die letztgenannte Massnahme dürfte die Nachfrageseite stärken, da indische Verbraucher mehr Geld in der Hand haben werden. Durch die Reform der vollkommen überholten Arbeitsgesetze und der Regelungen zum Bodenerwerb werden sich Indiens Rahmenbedingungen für Unternehmen weiter verbessern und diesen mehr Flexibilität bieten, um ihre Kosten effizient zu steuern. In der winterlichen Sitzungsrunde des Parlaments werden die Privatisierung staatlicher Unternehmen und umfangreiche Reformen in den Bereichen Landwirtschaft und Bergbau auf der Tagesordnung stehen. Narendra Damodardas Modi verfügt über genügend politisches Kapital, um die Reformen durchzusetzen. Für die zweite Jahreshälfte 2020 erwarten wir dann eine allmähliche Erholung auf breiter Basis. Da die Aktienmärkte der Entwicklung eher vorausseilen, könnten wir zu Anfang nächsten Jahres am breiteren Markt einen Aufwärtstrend erleben. Die Risiken für ein solches Szenario bestehen beispielsweise im Zahlungsausfall eines Grossunternehmens, in einem plötzlichen Sprung der Inflation, durch den die Zinssenkung in Frage gestellt wird, in einem Anstieg der Ölpreise oder in einer raschen Eintrübung der Weltwirtschaft.

Abb. 34

Sowohl die Senkung der Unternehmenssteuerquote als auch die deutliche Verbesserung des Geschäftsumfelds werden ausländische Investitionen nach Indien locken



World Bank's Ease of Doing Business 2019, 06. Dezember 2019

Die Durchsetzung von mehr Transparenz in der indischen Wirtschaft beeinträchtigt zwar kurzfristig das Wachstum, schafft aber eine Grundlage, damit solche Reformen langfristige Wirkung erzielen können. Die Wirtschaft und die Unternehmen stellen sich nach gewissen Verwerfungen auf das neue Umfeld ein. Indien hat von 1947 bis 2002 gebraucht, um ein nominales BIP von rund einer Billion US-Dollar zu erreichen. Und obwohl die Währung in den letzten fünf Jahren um rund 13 % abgewertet hat, konnte Indien in diesem Zeitraum sein nominales BIP um

eine weitere Billion US-Dollar steigern. Ungeachtet der kurzfristigen Wachstumsschwäche verfügt die indische Wirtschaft über strukturelle Vorteile: zum einen die demografische Dividende als Basis für eine solide Binnennachfrage, zum anderen die Bereitschaft der Regierung, in die Infrastruktur zu investieren. Ein BIP von 5 Billionen US-Dollar ist für Indien vielleicht nicht in fünf, aber durchaus in acht bis zehn Jahren erreichbar. Indien bietet eine Fülle an Investitionsmöglichkeiten.

Abb. 35

Die RBI hat den Zinssatz um 135 Basispunkte auf 5,15% im Jahr 2019 gesenkt



Quelle: Bloomberg LP, 06. Dezember 2019

#### 4.2 Indien

Die Dynamik des indischen Verbrauchermarktes ist im Wandel – eine weitere disruptive Entwicklung steht an

Etwa 65 % der indischen Bevölkerung sind jünger als 35 Jahre. Die beispiellose Durchdringung mit Internet- und Smartphone-Technologien, sozialen Medien und E-Commerce beeinflusst die Dynamik des indischen Verbrauchermarktes. Die Millennials sind technisch versiert und weisen eine grosse kulturelle Vielfalt auf. Sie werden immer einflussreicher und werden die Nachfrage strukturell verändern. Die 400 Millionen Menschen umfassende indische Millennialgeneration macht 47 % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter aus und entsprechend einen grossen Teil der indischen Konsumentenbasis. Ihr Anteil am Haushaltseinkommen beträgt bereits 70 %; pro Jahr geben sie 330 Milliarden US-Dollar aus (mehr als ihre Eltern). Das Verbraucher-Ökosystem befindet sich

im Wandel, sodass die Unternehmen ihre Produkte und Dienstleistungen anpassen müssen. Millennials legen Wert auf Qualität, Komfort, Gesundheit/Wohlbefinden und Umwelt-/Gesellschaftsaspekte. Deshalb werden diejenigen Unternehmen, die auf den raschen Wandel der Verbraucherbedürfnisse vorbereitet sind und ihre Produkte und Dienstleistungen entsprechend anpassen, Erfolg haben. Andere Unternehmen hingegen werden im Laufe der Zeit vom Markt verschwinden, wenn sie nicht in der Lage sind, ihr Geschäftsmodell schnell umzustellen. Die Millennials und die Generation Z bevorzugen Unternehmen, deren Produkte und Dienstleistungen ihren Werten entsprechen. Die anderen werden sie abstrafen.

Erste Opfer dieses Wandels sind die Sektoren Goldschmuck und Automobil. Die Millennials kaufen lieber elektronische Güter (Komfort und Wohlbefinden). Zu beobachten ist diese Entwicklung deutlich an den beispiellosen Verkaufszahlen für elektronische Haushaltsgeräte während der diesjährigen Festtage. Im

Online-Handel werden derzeit 40 Milliarden US-Dollar ausgegeben; bis 2027 soll dieses Volumen 500 Milliarden US-Dollar erreichen. Die Regierung hat Infrastruktur (Strassen, Eisenbahnen und Flughäfen) gebaut und in den letzten fünf Jahren immer mehr Bürgern erschwingliche Wohnungen und Stromversorgung verschafft.

#### 4.3 Indien

### Stehen Neben- und Mittelwerte 2020 vor einem Comeback?

Die Börse kann sich lange Zeit irrational verhalten. Während die Wirtschaft zu schwächeln scheint, erreicht der Nifty trotz extrem hoher Bewertungen ein Allzeithoch. Wenn man den Nifty genauer betrachtet, erkennt man, dass nur eine Handvoll hochgewichteter Hauptwerte zu seiner Performance beitragen, während der Rest seiner Bestandteile im Minus lag. Die grössten Verluste waren bei Nebenwerten zu verzeichnen, da die Marktteilnehmer noch immer in sichere Häfen streben. Daten zu inländischen Investmentfonds zeigen, dass rund 78 % der gesamten Kapitalanlagen von Investmentfonds und Versicherungsgesellschaften auf die fünfzig führenden Unternehmen des Landes konzentriert sind, letztlich auf diejenigen im Nifty 50.

Die durch die Senkung der Körperschaftssteuer ausgelöste Euphorie wird bald nachlassen; die Vernunft und damit der Blick auf die Fundamentaldaten werden sich durchsetzen. Der Markt wird bald erkennen, dass die hohe Bewertung der Hauptwerte keine Rechtfertigung für die niedrige Bewertung der übrigen Titel ist. Da die Unterperformance total übertrieben ist, kann es jederzeit zu einem Umkippen kommen. Neben- und Mittelwerte haben seit Januar 2018 am meisten gelitten; ihr Kurs-Gewinn-Verhältnis hat seither stark nachgegeben.

Abb. 36

Der Abstand zwischen SME's und der Nifty-Index sollte sich im 1. Quartal 2020 verringern



Quelle: Bloomberg LP, 06. Dezember 2019

Die Risikoaufschläge von Neben- und Kleinstwerten gegenüber Hauptwerten sind deutlich gestiegen. Diese Entwicklung ist das Ergebnis einer deutlichen Unterperformance von Neben- und Kleinstwerten gegenüber Hauptwerten seit dem Höchststand im Januar 2018; zudem trübt die kurzfristige Volatilität den Blick. Bei der Planung ihrer Investitionen in Aktienfonds können Anleger dem sogenannten Core-Satellite-Ansatz folgen.

Seit Mitte Oktober sehen wir eine moderate Erholung bei ausgewählten Nebentiteln sowie bei Titeln, die durch

Probleme im Hinblick auf Corporate Governance oder Zahlungsausfälle unter Druck gerieten. Es ist nur eine Frage der Zeit, bis die Kurse von Neben- und Mittelwerten den wahren inneren Wert dieser Unternehmen widerspiegeln.

Von der weltweit akkommodierenden Notenbankpolitik und den negativen Zinsen werden die Schwellenmärkte profitieren, und Indien wird einer der Nutzniesser ausländischer Kapitalzuflüsse sein.

## Padma India Fund

Der Padma India Fund von Picard Angst konzentriert sich auf Investitionen in klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen, welche in schnell wachsenden Industrien und Gewerben operieren. Damit profitieren Anleger vom rapiden strukturellen Wandel der indischen Wirtschaft.



Performance Picard Angst PPFII Padma India Fund I USD Quelle: Bloomberg LP, 04. Dezember 2019

Factsheets und weitere Dokumente finden Sie auf [picardangst.ch/downloads](http://picardangst.ch/downloads) oder direkt bei Ihrem Ansprechpartner.

## Ihr Ansprechpartner



Andreas Gyr

Senior Client Advisor  
Germany

E-Mail: [andreas.gyr@picardangst.com](mailto:andreas.gyr@picardangst.com)

T +41 55 290 50 20

## 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 55 55, Fax +41 55 290 50 05  
info@picardangst.com, www.picardangst.com