

HY 2019

Ausblick & Kommentar

Auf der Achterbahn

Der wiederholte manisch-depressiv anmutende Stimmungswandel an den globalen Finanzmärkten über das vergangene Jahr mag bei so manchem Anleger Schwindelgefühle provoziert und Erinnerungen an Achterbahnfahrten heraufbeschworen haben. Negative Renditen zum Ende des Vorjahres in praktisch allen Anlageklassen vor dem Hintergrund einer Weltwirtschaft in an und für sich robuster Verfassung erweckte bei uns den Eindruck einer ungerechtfertigten Überreaktion auf zu diesem Zeitpunkt moderate Anzeichen einer konjunkturellen Abkühlung. Dementsprechend waren wir zuversichtlich, dass trotz unserer Erwartung eines herausfordernderen Anlageumfelds im Jahr 2019 der Jahresauftakt positiv ausfallen würde. Dass diese Erholung von einem Umschlag der Depression in eine ebenso intensive manische Stimmung geprägt und mit positiven Renditen in gegen 90% aller Anlageklassen einhergehen würde, hat uns dennoch überrascht.

Vor dem Hintergrund einer fortgesetzten Abkühlung der Weltkonjunktur lässt sich schwer argumentieren, dass diese Erholung, welche kurzzeitig gar neue Höchststände an den globalen Aktienmärkten verzeichnet hat, von einer proportionalen Verbesserung der Fundamentaldaten unterfüttert ist. Auch wenn die Zentralbanken eine eindruckliche Kehrtwende und Abkehr vom Pfad einer allmählichen Normalisierung der Geldpolitik hingelegt haben.

Zur Jahresmitte präsentieren sich die Renditeaussichten für die Anlageklassen gegenüber dem Jahresbeginn noch einmal bescheidener. So besteht eine beträchtliche Wahrscheinlichkeit, dass die zweite Hälfte des Jahres 2019 in den Fussstapfen des Vorjahres folgen könnte. Anlegern sei deshalb ans Herz gelegt, sich fest zu schnallen.



Dr. David-Michael Lincke
Head of Portfolio Management

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'D. Lincke', written in a cursive style.

Übersicht

1. Makroökonomische Trends	
Globale Konjunktur im Gegenwind	4
2. Aktienmärkte	
Selektivität eröffnet neue Chancen	13
3. Staatsanleihen, Geld- und Kreditmärkte	
Zeit, Durationsrisiken wieder zu erhöhen	27
4. Rohstoffe	
Grösstes Aufwärtspotenzial bei den Edelmetallen	36
5. Indien	
Investitionen und Konsum kurbeln das Wachstum wieder an	47

Globale Konjunktur im Gegenwind

Dr. David-Michael Lincke, Head of Portfolio Management

In Kürze

- Die enttäuschende Entwicklung der Konjunkturaussichten setzt sich weltweit unvermindert fort und wenig deutet auf eine baldige Trendwende hin.
- Zwar hat die US-Notenbank das Ruder herumgerissen und ist auf einen Kurs der geldpolitischen Lockerung umgeschwenkt. Doch das historische Track Record geldpolitischer Anstrengungen zur Vermeidung von Rezessionen ist wenig vertrauenserweckend.
- Die Eskalation des Handelskonflikts zwischen den Vereinigten Staaten und China wird zur Belastungsprobe für den Welthandel. Sollte nicht doch noch in Kürze eine gütliche Einigung erzielt werden, wird dies das Wachstum der Weltwirtschaft signifikant belasten.
- Kollabierende Inflationserwartungen unterstreichen die Verletzlichkeit des globalen Finanzsystems und machen die fragile Verfassung der Weltkonjunktur deutlich.
- Trotz Erwartungen fallender Leitzinsen ist der US-Dollar bisher stark geblieben. Dies dürfte sich jedoch in der zweiten Jahreshälfte ändern.

Ausblick

Wenig deutet auf eine baldige Trendwende bei den Konjunkturaussichten hin. Insbesondere zeichnet sich ab, dass sich die Vereinigten Staaten dem Abschwung im Rest der Welt nicht mehr entziehen können. Nimmt man das historische Track Record zum Massstab, dürfte das Umschwenken der Zentralbanken auf einen

Lockerungskurs zu spät kommen. Kollabierende Inflationserwartungen unterstreichen die rezessive Tendenz, und die Eskalation der Handelsstreitigkeiten verspricht zusätzlichen Gegenwind für den Welthandel und die globale Konjunktur.

Die enttäuschende Entwicklung der Konjunkturaussichten setzt sich weltweit unvermindert fort

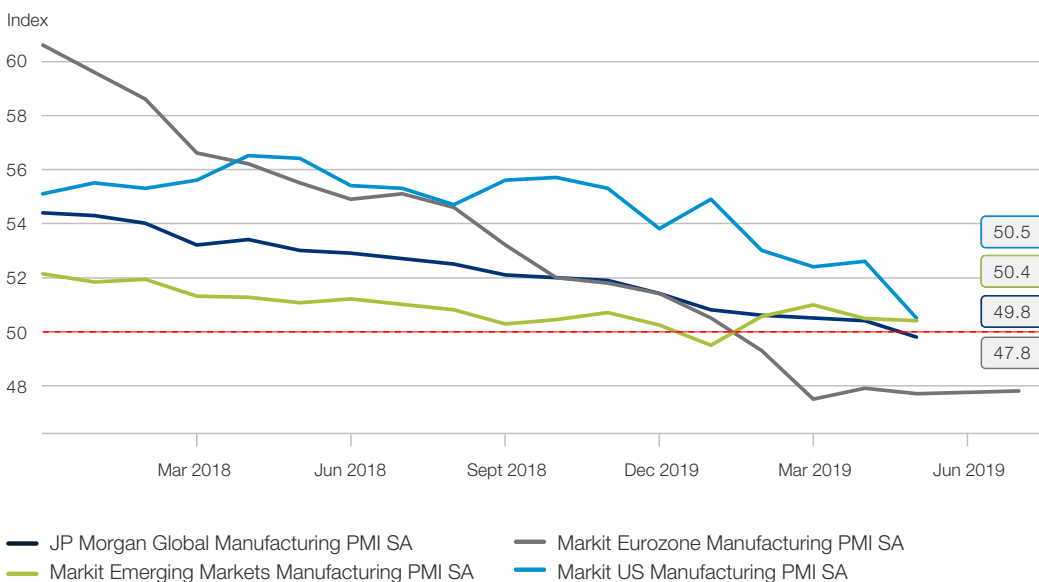
Wie erwartet hat sich die scharfe Korrektur an den Finanzmärkten zum Ende des Vorjahres als Übertreibung entpuppt. Weitverbreitete Rezessionsängste waren zumindest verfrüht. Allerdings ist die fulminante Erholung vor allem an den Aktienmärkten nicht von einer Aufhellung der wirtschaftlichen Aussichten begleitet worden.

Im Gegenteil: Der bereits über das gesamte Vorjahr zu beobachtende Abschwächungstrend bei vorlaufenden

Konjunkturindikatoren wie den Einkaufsmanagerindizes für das produzierende wie auch das Dienstleistungsgewerbe hat sich im ersten Halbjahr weltweit unvermindert fortgesetzt (siehe Abb. 1). So stehen die Zeichen insbesondere für die Eurozone mittlerweile auf Kontraktion. Auch in China ist der Einkaufsmanagerindex unter die Expansionsschwelle von 50 gefallen und belastet die Wachstumsaussichten der Schwellenländer.

Abb. 1

Der Abschwächungstrend bei vorlaufenden Konjunkturindikatoren setzte sich weltweit unvermindert fort



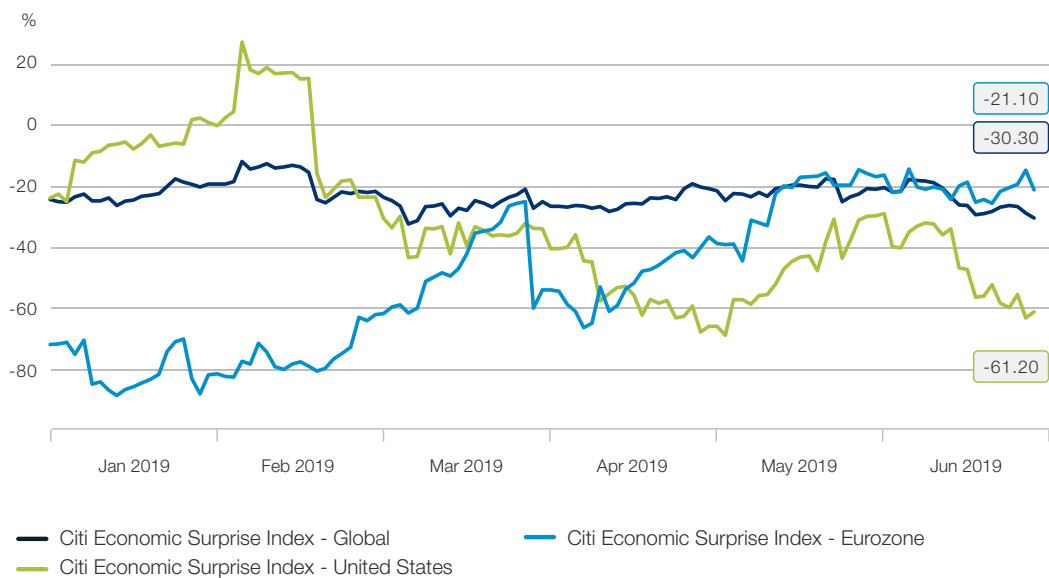
Quelle: Bloomberg LP, 2019

Selbst die Vereinigten Staaten, welche sich lange als Speerspitze des Wachstums im OECD-Raum behaupten konnten, zeigen zunehmende Ermüdungserscheinungen. So sind dort, wie die Economic Surprise Indizes von Citi illustrieren, seit Jahresbeginn die Wirtschaftszahlen besonders deutlich hinter den Markterwartungen zurückgeblieben (siehe Abb. 2). Im Rest der Welt hat sich Konjunkturoptimismus dagegen bereits weitgehend verflüchtigt.

Nichtsdestotrotz sind die Schätzungen für das Wachstum der Weltwirtschaft im laufenden Jahr bisher erstaunlich robust geblieben. So geht der Internationale Währungsfonds trotz einer Abwärtsrevision der Erwartungen in den letzten Monaten noch immer von einer Expansion um 3.3% aus. Die Weltbank hat ihre Prognose dagegen dramatischer auf 3.7% gekürzt.

Abb. 2

Vor allem US-Wirtschaftsdaten bleiben deutlich hinter den Erwartungen zurück



Quelle: Bloomberg LP, 2019

Für eine baldige Trendwende finden sich wenige Argumente. So hat sich in den Vereinigten Staaten 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 aber auch die Inversion von Abschnitten der Zinsstrukturkurve haben über die letzten Wochen diesbezüglich Frühwarnsignale geliefert.

Europa leidet derweilen unter politischer Lähmung und Konfrontation. Die substantiellen Zugewinne populistischer und rechtsgerichteter Parteien anlässlich

der Europawahl dürften einer dringend erforderlichen Einigung auf fiskalische Stimulierungsmassnahmen zur Ablösung geldpolitischer Massnahmen, deren Wirkungskraft sich erschöpft hat, nicht förderlich sein. Frankreich ist dabei, hartgewonnenen fiskalischen Spielraum zur Besänftigung der Protestbewegung der «Gilets Jaunes» wieder zu verspielen, und der Budgetkonflikt zwischen Italien und Brüssel eskaliert weiter. Das grösste konjunkturelle Abwärtspotential bietet jedoch der noch immer nicht geregelte Austritt der Briten aus der Europäischen Union – ein Szenario, welches angesichts des keine Ende findenden politischen Gerangels um die Austrittsmodalitäten, immer weniger diskontiert werden kann.

Den Schwellenlandökonomien fällt es zunehmen schwerer, der ihnen zugedachten Rolle als Wachstumslokomotive der Weltwirtschaft gerecht zu werden. So haben die umfangreichen fiskalischen und geldpolitischen Stimulierungsmassnahmen, welche China über das vergangene Jahr eingeleitet hat, nur sehr beschränkte Wirkung entfaltet. Es steht in Frage, ob sie ausreichen werden den Wachstumspfad der chinesischen Wirtschaft über der 6% Marke zu stabilisieren, zumal die Eskalation des Handelskonflikts mit den Vereinigten Staaten zunehmend Gegenwind produziert. Generell stellt die Bedrohung des Welthandels das grösste Wachstumsrisiko für die exportorientierten Emerging Markets dar.

Kann die dramatische Kehrtwende der Geldpolitik das konjunkturelle Ruder herumreißen?

Die Trendwende an den Finanzmärkten in der ersten Jahreshälfte wurde nicht zuletzt durch eine Kehrtwende seitens der Geldpolitik im OECD-Raum unterstützt. Noch zu Jahresbeginn war davon auszugehen, dass die Liquiditätsflut aus den Druckerpressen der Zentralbanken, welche über das letzte Jahrzehnt geholfen hat, die Bewertungen risikobehafteter Anlageklassen auf immer höhere, teils schwindelerregende Niveaus zu heben, definitiv einer Ebbe Platz machen würde. Doch seither hat sich das Bild dramatisch gewandelt und von einer Normalisierung der Geldpolitik ist keine Rede mehr.

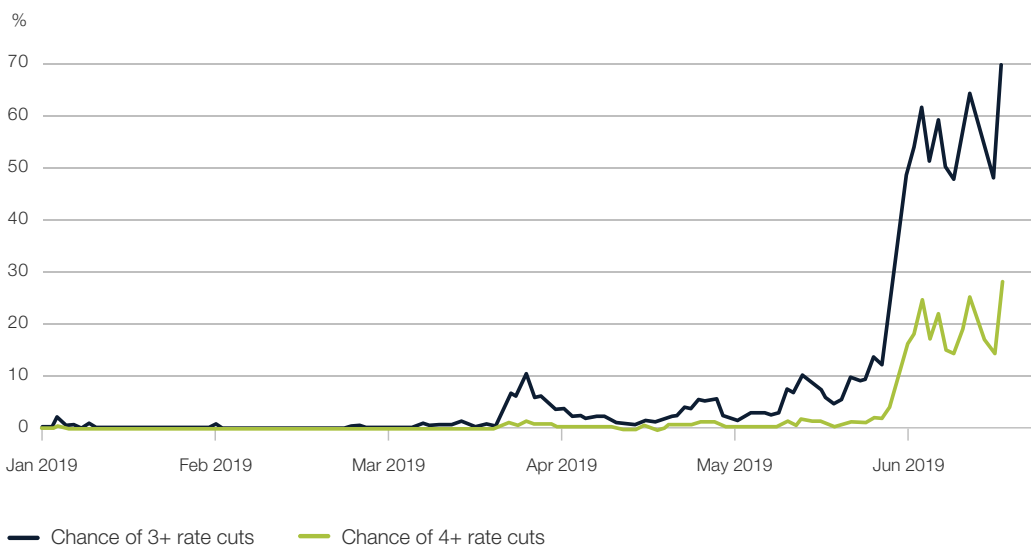
Die US-Notenbank Federal Reserve hatte noch im Dezember nicht nur angekündigt, für 2019 mindestens zwei bis drei weitere Leitzinserhöhungen ins Auge zu

fassen, sondern zudem den Rückbau der aufgeblähten Notenbankbilanz sukzessive fortzusetzen. Doch aufgeschreckt von der Eintrübung der Konjunkturaussichten wurden diese Pläne bereits im Januar beendet und die Devisen einer abwartenden Haltung ausgegeben. Es folgte die Deklaration eines Endes der Zinsanstiege und die Entscheidung, den weiteren Abbau der Bilanz bereits im September 2019 zu stoppen.

Der Markt ist allerdings der Auffassung, dass die Notenbank den erforderlichen Massnahmen noch immer hinterherhinkt. So lässt der Fed Funds Futures Markt für den Rest des Jahres mit hoher Wahrscheinlichkeit mehr als drei Zinssenkungen erwarten und selbst eine vierte Senkung wird nicht ausgeschlossen (siehe Abb. 3).

Abb. 3

Entwicklung der Erwartungen für Leitzinsveränderungen durch die US Federal Reserve auf Basis des Fed Funds Futures Marktes



Quelle: Bloomberg LP, 2019

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob es für die US-Notenbank nicht bereits zu spät ist, das 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. Hinzu kommt, dass mit einem Polster von lediglich 250 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.

Noch beschränkter gestalten sich die Handlungsoptionen der Europäischen Zentralbank (EZB), denn diese hat eine Normalisierung der Geldpolitik bis heute aufgeschoben. Nichtsdestotrotz hat die EZB zuletzt nicht nur Zinserhöhungen vor Mitte 2020 ausgeschlossen, sondern gar weitere Zinssenkungen ins Auge gefasst und mit einer Wiederaufnahme der eben erst Ende 2018 eingestellten

QE-Programme geliebäugelt. Die Effektivität solcher Schritte darf jedoch angezweifelt werden. Zum einen wird dadurch das angeschlagene europäische Bankensystem noch weiter unter Druck geraten, zum anderen ist das Universum zulässiger Anlagen für die Kaufprogramme der EZB zu einem grossen Teil erschöpft. Angesichts mangelnder Wirkung der europäischen Geldpolitik hat auch die Glaubwürdigkeit des EZB-Vorsitzenden Mario Draghi Kratzer abbekommen, zumal seine Ablösung noch dieses Jahr ansteht.

1.3 Makroökonomische Trends

Die Eskalation des Handelskonflikts zwischen den Vereinigten Staaten und China wird zur Belastungsprobe für den Welthandel

Auch die Hoffnung auf eine baldige gütliche Einigung über die Spannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China über die Gestaltung der bilateralen Handelsbeziehungen war ein potenter Treiber der Finanzmarkterholung der ersten Jahreshälfte. So erstaunt es wenig, dass diese im Mai vorerst ein jähes Ende fand, als die Gespräche kollabierten.

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.

Auch wenn Chancen auf eine Deeskalation über die kommenden Monate weiterhin bestehen, werden die Erhöhung der Zölle und ihre Ausweitung auf weitere Kategorien von Gütern sowie die Vergeltungsmassnahmen, welche von China ergriffen und in Erwägung gezogen werden, die Wachstumsaussichten nicht nur der beiden Länder sondern der Weltwirtschaft insgesamt dämpfen. So gehen selbst konservative Schätzungen davon aus,

dass dadurch das Wachstum der Weltwirtschaft bis Ende 2020 um 0.5% gemindert werden dürfte.

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.

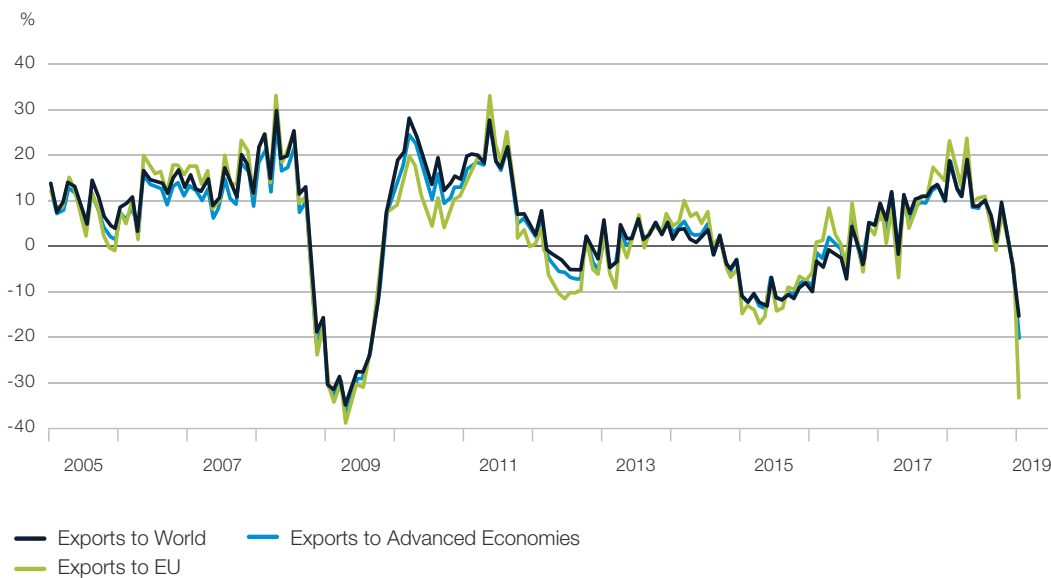
Die weltweite Verunsicherung, welche die neue konfrontative Handelspolitik der Vereinigten Staaten ausgelöst hat, hat sich bereits in der Entwicklung des Welthandels niedergeschlagen. So sind die Handelsvolumen seit Mitte des Vorjahres rückläufig – ein Trend, der sich in den letzten Monaten weiter beschleunigt hat (siehe Abb. 4).

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.

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. 4

Veränderungsrate des Volumens des Welthandels im Jahresvergleich



Quelle: BMO Capital Markets, Macrobond, 2019

1.4 Makroökonomische Trends

Kollabierende Inflationserwartungen unterstreichen die Verletzlichkeit des globalen Finanzsystems

Ein weiterer Beweggrund für die Geldpolitik 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 in den vergangenen Wochen dramatisch kollabiert. So ist die Breakeven-Inflationsrate für deutsche Bundesanleihen auf den tiefsten Stand seit 2016 gefallen, während die Breakeven-Rate für zehnjährige US-Treasuries ein Mehrjahrestief um 1.6% markiert (siehe Abb. 5).

Eine Ausnahme bildet Grossbritannien, wo sich die Inflationserwartungen nahe 3.5% halten. Dies dürfte allerdings grösstenteils auf Sorgen über die inflationären Folgen eines weiterhin im Raum stehenden «No-Deal-Brexit» zurückzuführen sein.

Auch die im Mai erfolgte scharfe Korrektur des Erdölpreises greift zu kurz als Erklärung. Vielmehr scheint es, dass die Normalisierungsbestrebungen der US-Notenbank in Kombination mit dem Handelskonflikt drohen, der Weltkonjunktur die Luftzufuhr zu entziehen. Dies unterstreicht die Verletzlichkeit des globalen Finanzsystems mit seinem

hohen Verschuldungsgrad durch einen lediglich moderaten Anstieg der Funding-Kosten und einen stärkeren US-Dollar.

Darüber den Tod der Inflation auszurufen, wie dies das Magazin Bloomberg Businessweek in einer Titelgeschichte im April getan hat, mag sich jedoch als verfrüht, wenn nicht über die längere Frist gar als konträrer Indikator herausstellen. 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 plötzlich 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.

Abb. 5

Kollaps der Inflationserwartungen nach temporärer Erholung im ersten Quartal



Quelle: Bloomberg LP, 2019

Aus kurzfristiger Sicht sollte des Weiteren nicht vergessen werden, dass auch die sich abzeichnende weitere

Eskalation des Handelskrieges eine inflationstreibende Wirkung haben wird.

1.5 Makroökonomische Trends

Unerwartete Dollar-Stärke, während EM-Währungen schwach bleiben

Nach einem Vorjahr, das geprägt war von unablässiger Stärke des US-Dollar sowohl gegenüber den Währungen der meisten Industrieländer aber noch in bedeutend stärkerem Umfang gegenüber den Währungen der Schwellenländer, deutete für 2019 einiges darauf hin, dass der Höhenflug des Dollar ein Ende finden würde. Insbesondere die in Aussicht gestellte Einleitung einer allmählichen Normalisierung der Leitzinsen in der Eurozone stützten Erwartungen einer Annäherung der Zinsdifferenzen.

Eine Reduktion der EURUSD-Zinsdifferenz ist seither tatsächlich näher gerückt allerdings aus anderer als der erwarteten Richtung in Folge der Kehrtwende der US-Geldpolitik. Nichtsdestotrotz hat der US-Dollar seine Stärke weiterhin behauptet (siehe Abb. 6).

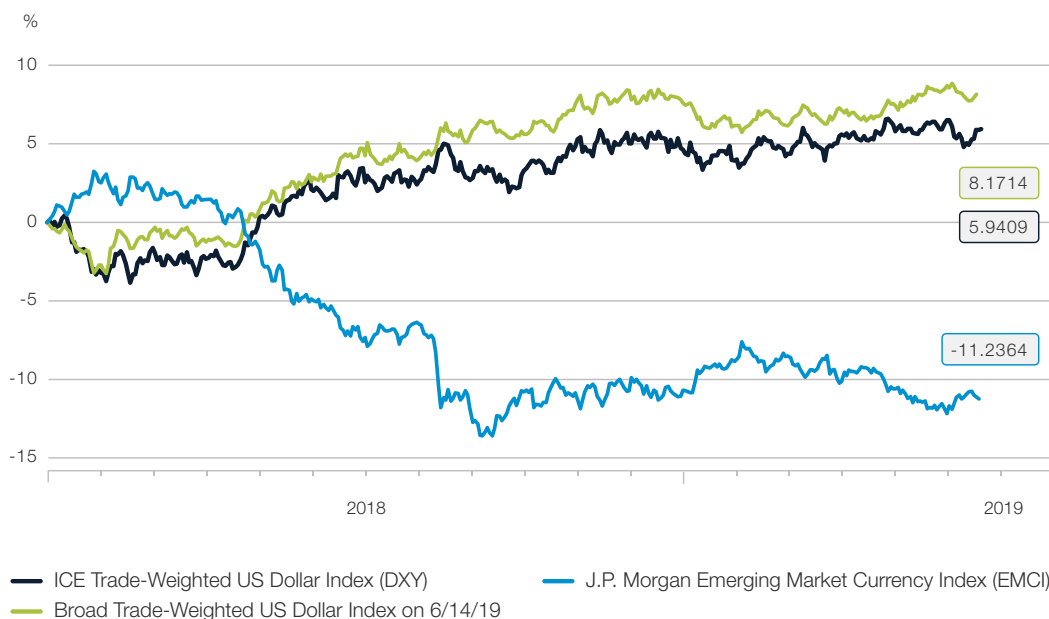
Einen treibenden Faktor hierfür dürfte die Verknappung des Dollar-Funding darstellen, welche durch eine Reduktion des Dollar-Angebots aus Geschäften zur Währungsabsicherung durch Anleger ausserhalb des Dollar-Raums bedingt ist. Denn diese leiden seit Jahren unter einem stetigen Anstieg der Absicherungskosten, die inzwischen sowohl für den Euro, den japanischen Yen wie auch den Schweizer Franken die Schwelle von 3% pro Jahr nachhaltig überschritten haben. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass Anlagen in Dollar-Anleihen nach Abzug der Kosten inzwischen deutlich negative Renditen liefern, was solche Anleger zunehmend dazu bewegt, auf eine Absicherung des Währungsrisikos zu verzichten (siehe Abb. 7).

Nichtsdestotrotz rechnen wir für die zweite Jahreshälfte mit einer allmählichen Abschwächung des US-Dollar angesichts des Umfangs der erwarteten Zinssenkungen,

mit welchem die EZB und Schweizer Nationalbank angesichts mangelnden Spielraums nach unten nicht werden Schritt halten können.

Abb. 6

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



Quelle: Bloomberg LP, 2018

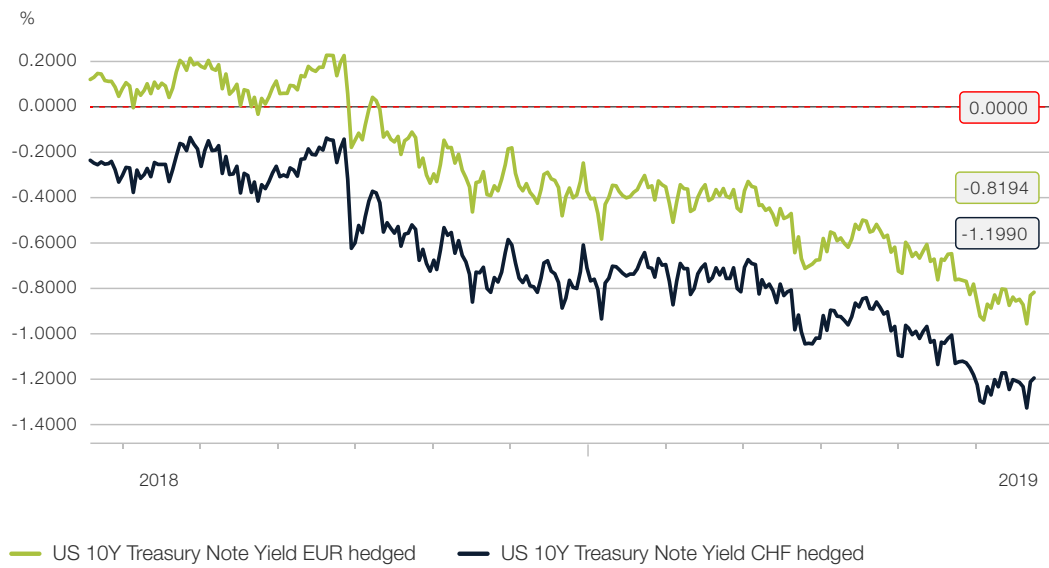
Die Währungen der Schwellenländer haben im laufenden Jahr im Durchschnitt gegenüber dem US-Dollar zwar nicht weiter an Boden eingebüsst, es jedoch auch nicht geschafft sich zu erholen. Denn viele Schwellenlandökonomien werden weiterhin durch nachlassende Kapitalzuflüsse belastet.

Auch am FX-Markt hat die Eskalation des Handelskonflikts Spuren hinterlassen. Neben offensichtlichen Opfern wie dem chinesischen Yuan existiert mit AUDJPY ein Währungspaar, welches sich noch besser als Indikator für die Einschätzung des Währungsmarktes zur weiteren

Entwicklung des Konflikts eignet. Denn die australische Volkswirtschaft ist angesichts ihrer Rohstofforientierung und geographischen Lage China gegenüber besonders exponiert, während die japanische Währung aufgrund ihres defensiven Charakters seit jeher ein probates Barometer für die Risikoaversion an den globalen Kapitalmärkten darstellt. Noch liefert dieser Indikator keinerlei Anzeichen einer Entwarnung.

Abb. 7

Verfallrenditen zehnjähriger US-Staatsanleihen bei Währungsabsicherung in Euro und Schweizer Franken



Quelle: Bloomberg LP, 2019

Ihr Ansprechpartner



Dr. David-Michael Lincke

Head of Portfolio Management

E-Mail: david-michael.lincke@picardangst.com

T +41 55 290 55 55

Selektivität eröffnet neue Chancen

Dr. David-Michael Lincke, Head of Portfolio Management

In Kürze

- Noch ignorieren die globalen Aktienmärkte die aufziehenden Wolken, doch Eintrübung der Gewinnaussichten weltweit und EM-Underperformance mahnen zu Vorsicht.
- Ausgeprägte Bewertungsdifferenzen zwischen Regionen und Ländern fordern von Anlegern Selektivität aber eröffnen auch Chancen. Neben Schwellenländern gestalten sich die mittel- und langfristigen Renditeaussichten auch für Teile Europas attraktiv.
- Die mittlerweile seit bald einem Jahrzehnt anhaltende Underperformance von Substantiteln gegenüber Wachstumsaktien gibt Rätsel auf, lässt mittelfristig jedoch eine Kaufgelegenheit erwarten.
- 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.
- Obwohl von vielfältigem strukturellem Gegenwind gebeutelt, liegt die Hürde für positive Überraschungen bei europäischen Aktien tief.

Ausblick

Die Non-Chalance erstaunt, mit welcher die Aktienmärkte die konjunkturellen Risiken bisher abgeschüttelt haben und auf neue Höchststände geklettert sind. Die sukzessive Verschlechterung der wirtschaftlichen Indikatoren weltweit und die sich in diesem Zuge eintrübenden Gewinnaussichten der Unternehmen legen jedoch nahe, dass dies keine nachhaltige Entwicklung darstellt und mit einer herausfordernderen zweiten Jahreshälfte zu rechnen ist. Mit steigender Risikoaversion dürften die ausgeprägten Bewertungsdifferenzen zwischen Regionen

und Ländern stärker ins Gewicht fallen. Dies ruft nach Selektivität seitens der Anleger. Mittel- und langfristig attraktive Renditeaussichten bieten insbesondere Schwellenländer aber auch Japan und Teil Europas erscheinen interessant. Von US-Aktien ist dagegen Abstand zu nehmen. Nicht nur sind sie extrem teuer bewertet, das hohe Gewicht des Technologiesektors erhöht das Risiko zusätzlich. Europa erscheint dagegen günstig hat jedoch an verschiedenen Fronten mit strukturellem und politischem Gegenwind zu kämpfen. Von einer Schnäppchenjagd

im Bankensektor raten wir deshalb weiterhin ab, und ein Engagement bei den arg gebeutelten Automobilherstellern erscheint noch verfrüht. Kaufgelegenheiten locken

dagegen in Grossbritannien, ist man gewillt, die anhaltende Unsicherheit um den kommenden Brexit in Kauf zu nehmen.

2.1 Aktienmärkte

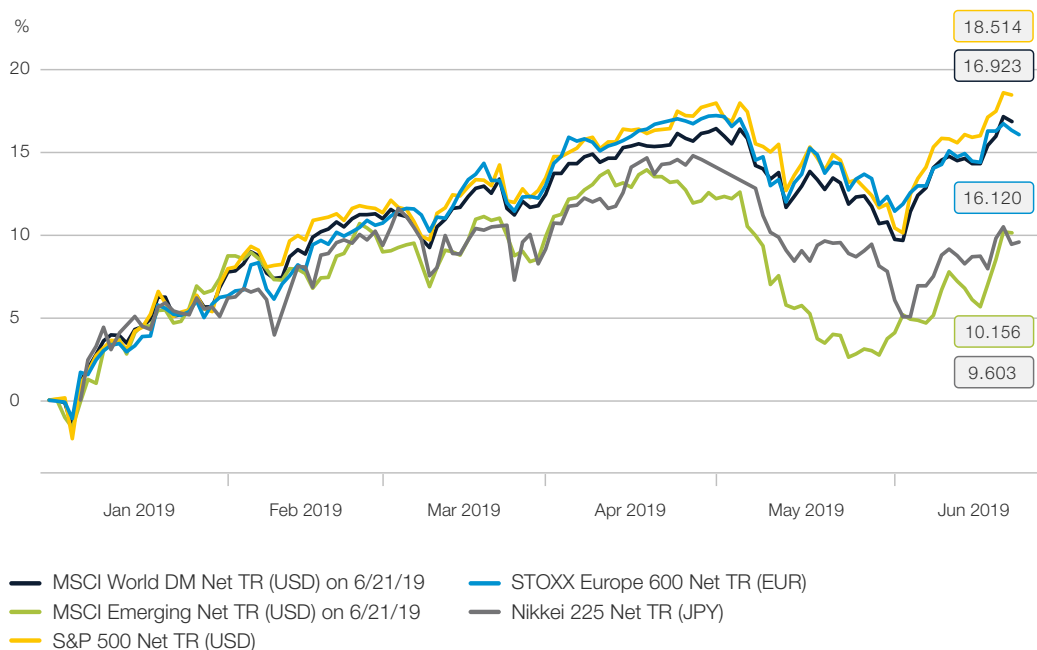
Noch ignorieren die globalen Aktienmärkte die aufziehenden Wolken, doch Eintrübung der Gewinnaussichten weltweit und EM-Underperformance mahnen zu Vorsicht

Hatten zum Ende des Vorjahres exzessiver Pessimismus und Rezessionsängste den Aktienmärkten noch kräftige Kursverluste im zweistelligen Prozentbereich beschert, wandelte sich das Bild schlagartig mit dem Jahreswechsel. Was anfänglich nach einer rein technisch getriebenen Gegenbewegung aussah, fand mit dem Richtungswechsel der US-Notenbank zusätzliche Unterfütterung. Der

Umstand, dass zumindest die OECD-Aktienmärkte nicht nur beständig schwächere Konjunkturdaten sondern selbst die Verhärtung der Fronten im Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China abgeschüttelt haben, lässt jedoch daran zweifeln, dass die zur Jahresmitte erzielten neuen Indexhöchststände von nachhaltiger Natur sein werden (siehe Abb. 8).

Abb. 8

Entwicklung ausgewählter Aktienmärkte 2019



Zeitreihen indiziert zu 100 per 31.12.2018. Quelle: Bloomberg LP, 2019

Denn auch wenn die Bewertungen im globalen Durchschnitt mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von etwa 15 und einem Dividendenertrag von 2.9% angemessen sind, gestalten sich die Gewinnaussichten der Unternehmen alles andere als vielversprechend. Nach einer insbesondere in den Vereinigten Staaten schwachen Ertragsperiode im ersten Quartal dürfte sich das Wachstum der Unternehmensgewinne in den kommenden Monaten weiter abkühlen. War der Konsens der Analystengemeinde ursprünglich noch von 7% ausgegangen, sind die Erwartungen für das Gesamtjahr nun gegen 3% geschrumpft.

Auch die Gewinnmargen der Unternehmen bleiben unter Druck. Und es könnte durchaus schlimmer kommen.

Aufgrund der immer bedeutenderen Rolle, welche Halbleiter nicht nur in spezialisierten technischen Geräten sondern in einer breiten Palette von Produkten einnehmen, haben sich seit den Neunzigerjahren die Umsätze in der Halbleiterbranche zu einem verlässlichen Frühindikator nicht nur für das Wirtschaftswachstum und die Konsumentennachfrage sondern auch den globalen Trend der Gewinnentwicklung der Unternehmen entwickelt. Der seit einem Jahr bereits zu beobachtende Rückgang bei den Halbleiterumsätzen hat sich in den letzten Monaten beschleunigt und legt unter Berücksichtigung einer Vorlaufzeit eines Quartals nahe, dass die Aktienmärkte auf eine globale Gewinnrezession zusteuern (siehe Abb. 9).

Abb. 9

Maue Gewinnaussichten: Halbleiterumsätze haben sich in der Vergangenheit als verlässlicher Frühindikator für die Entwicklung der globalen Unternehmensgewinne erwiesen



Quelle: Nordea, Macrobond, 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. Allein in den Vereinigten Staaten summieren sich diese seit Jahresbeginn auf gegen USD 120 Milliarden, was das schlechteste Jahr nach 2008 und 2016 markiert.

Als Käufer in die Bresche gesprungen sind dafür die Unternehmen selbst. Aktienrückkäufe gespeist aus Steuerersparnissen, repatriertem Kapital und anhaltend günstigen 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 um 19% tiefer notieren würde.

Auffällig ist, wie deutlich die Aktienmärkte der Schwellenländer dieses Jahr den meisten entwickelten Aktienmärkten hinterherhinken (vgl. Abb. 8). Die Schwellenlandökonomien sind der Dynamik des Welthandels in deutlich grösserem Masse ausgesetzt. So erstaunt auch nicht, dass sich diese Underperformance über die letzten zwei Monate seit dem Kollaps der US-China-Verhandlungen weiter akzentuiert hat. Angesichts der nachhaltig höheren Wachstumsraten in diesen Teilen der Welt überrascht jedoch durchaus, dass eine relative Performance-

Schwäche der Emerging Markets seit bald zehn Jahren zu verzeichnen ist. So haben Schwellenlandaktien mittlerweile sämtliche seit 2005 erzielte Outperformance wieder eingebüsst (siehe Abb. 10). 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 (siehe unten).

Abb. 10

Schwellenländer vs. Industriestaaten: Kumulative Outperformance seit 2005 eingebüsst



Quelle: Bloomberg LP, 2019

2.2 Aktienmärkte

Ausgeprägte Bewertungsdifferenzen zwischen Regionen und Ländern fordern Selektivität aber eröffnen auch Chancen

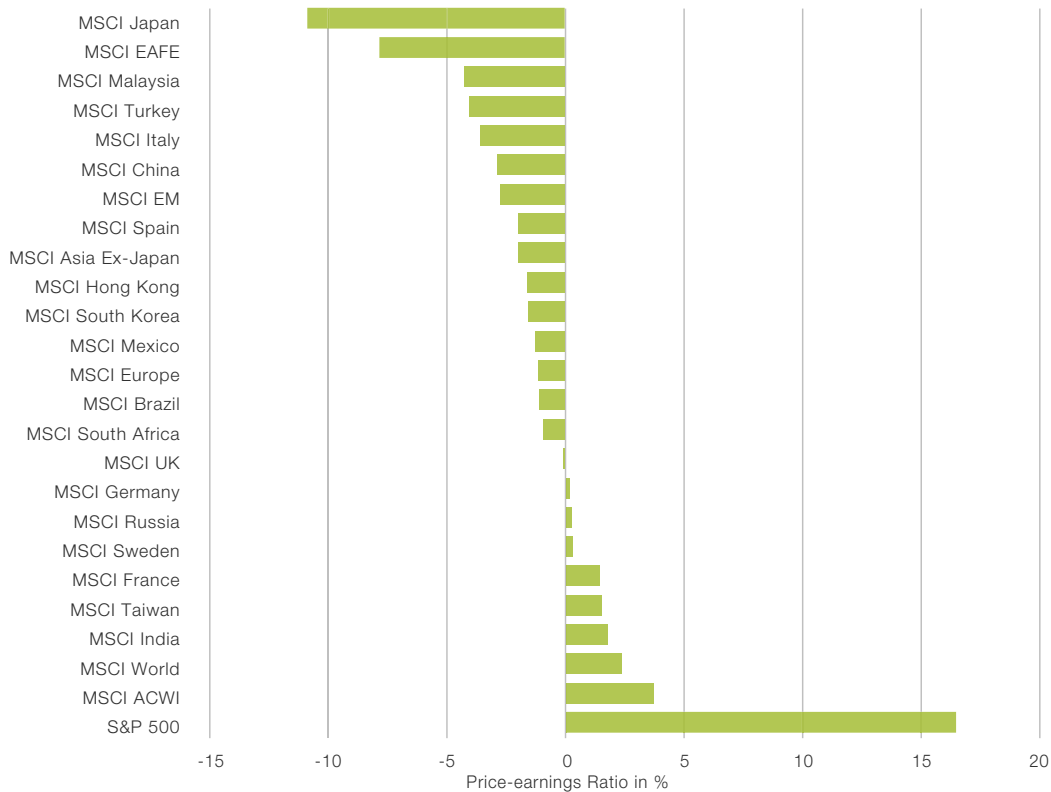
Bei einer Verschlechterung der Gewinnentwicklung ist mit einem Anstieg der Risikoaversion seitens der Anleger zu rechnen. Dies führt in aller Regel zu einem geschärften Bewusstsein für Bewertungen, weshalb wir für den weiteren Jahresverlauf eine zunehmende Streuung der Renditen zwischen einzelnen Regionen und Ländern erwarten.

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. Besonders deutlich wird dies bei einer Analyse der Differenzen der Bewertungen der einzelnen Märkte von ihrem langfristigen historischen Medianwert (siehe Abb. 11).

Abb. 11

Extreme Überbewertung in den Vereinigten Staaten, doch Schnäppchen locken in den Schwellenländern und Teilen Europas



Distance of the current cyclically adjusted P/E (CAPE) from the historical median.

Quelle: Research Affiliates, Bloomberg LP, 2019

Aus dieser Perspektive erweist sich Japan als unser Favorit. 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 E-BIDTA bei 1.48% und ist damit niedriger als in den anderen Industrieländern. Hinzu kommt, dass die japanische Zentralbank eine anhalten äusserst lockere Geldpolitik verfolgt.

Europa hat wiederholt enttäuscht. Das 2017 verzeichnete erste Gesamtjahr steigender Unternehmensgewinne nach sechs mageren Jahren droht sich als Eintagsfliege zu entpuppen. Zwar hat sich die Wirtschaft in der Region geringfügig verbessert, und die Aktienbewertungen sind

insgesamt nicht überteuert, aber die wirtschaftlichen und politischen Herausforderungen (Brexit, Italien, Frankreich) sind vielfältig und der geldpolitische Spielraum (trotz gegenteiliger Beteuerungen seitens Vertretern der EZB) weitgehend ausgeschöpft. Dies spricht für eine insgesamt neutrale Haltung und Selektivität.

Sollte Italien einen nachhaltigen Lösungspfad für seine Schuldensituation einschlagen, würde dies die Attraktivität der börsenkotierten Unternehmen des Landes ungemein steigern, zumal kein anderes europäisches Land vergleichbar tiefe Unternehmensbewertungen aufweist. Chancen bieten aber auch andere in Sippenhaft genommene südeuropäische Märkte wie Spanien. Abstand genommen werden sollte dagegen insbesondere von Frankreich. Der Schweizer Aktienmarkt gehört zwar zu den vergleichsweise hoch bewerteten, dürfte sich jedoch angesichts seiner defensiven Qualitäten im kommenden

Jahr trotzdem besser als der europäische Durchschnitt entwickeln.

Nach den scharfen Kursverlusten, welche sie über das vergangene Jahr erlitten haben, erscheinen Schwellenländeraktien besonders attraktiv. Die Wirtschaftsaktivität entwickelt sich – nicht allein dank China – in den Schwellenländern besser als in den Industrieländern. Auch spricht für sie der deutliche Bewertungsabschlag gegenüber den entwickelten Aktienmärkten, welcher mittlerweile einen guten Teil der Risiken der Handelskonflikte reflektiert, welchen die Schwellenländer aufgrund ihrer Exportorientierung in besonderem Mass ausgesetzt sind.

Die Währungen der Schwellenländer haben massiv an Boden eingebüsst, zeigen jedoch seit einigen Monaten Anzeichen einer Bodenbildung und notieren signifikant

unter Wert. Prospektiv dürften sie vom Kurswechsel der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten profitieren, welcher zu einer allmählichen Schwächung des US-Dollars führen und Anreize zur Kapitalflucht nehmen wird.

Hinzu kommt, dass viele Anleger immer noch vorsichtig sind, was die Aussichten der Schwellenlandökonomien insgesamt angeht. Aus unserer Sicht ist dies als Gegenindikator zu werten und spricht für Aufwärtspotential.

Der wichtigste Teilmarkt und Treiber für die Schwellenländer ist und bleibt China im positiven wie im negativen Sinne. Vom Erfolg der zuletzt intensivierten Bemühungen Chinas, mittels fiskalischer und geldpolitischer Massnahmen Reflationsimpulse zu setzen, wird vieles abhängen. Doch auch andere asiatische Märkte wie etwa Malaysia erscheinen unter Bewertungsgesichtspunkten attraktiv.

2.3 Aktienmärkte

Eine Kaufgelegenheit für Substantitel gegenüber Wachstumsaktien kündigt sich mittelfristig an

Ein Phänomen, welches die gesamte Erholung und wirtschaftliche Expansion seit der globalen Finanzkrise geprägt hat, ist die nachhaltige Underperformance, welche Substantitel (Value-Faktor) weltweit gegenüber

Wachstumsaktien (Growth-Faktor) an den Tag gelegt haben (siehe Abb. 12). Auffällig ist dabei, dass diese Situation grösstenteils auf das Segment hochkapitalisierter Unternehmen beschränkt ist.

Abb. 12

Die langanhaltende Underperformance von Substantiteln gegenüber Wachstumsaktien setzt sich fort



Quelle: Bloomberg LP, 2019

Eine vergleichbare Situation war zuletzt im Zuge der Internet-Blase um die Jahrtausendwende aufgetreten. Damals herrschte eine spekulative Manie in einzelnen Bereichen des Technologie-, Medien- und Telekomsektors, welchen substanzorientierte Anleger aussitzen mussten. Gleichzeitig legten Substanztitel absolut betrachtet jedoch eine durchaus ansprechende Performance aus. Dieses Mal jedoch werten sich Substanzaktien trotz tiefer Bewertungen immer weiter ab. Dabei hat das Gewinnwachstum dieser Unternehmen insgesamt nicht enttäuscht. Die Vernachlässigung des Segments lässt sich damit nicht einer Ausbreitung sogenannter «Value Traps» anlasten, welche aus guten Gründen billig bleiben.

Eine Gemengelage unterschiedlicher Einflussfaktoren dürfte im laufenden Zyklus zu dieser ausgeprägten Divergenz beigetragen haben. Offensichtlich ist in welchem Ausmass, disruptive Technologien und Geschäftsmodelle im Technologie-, Tourismus- und Transportsektor aber auch im Einzelhandel etablierte industrielle Strukturen transformiert und angesichts starker Netzwerkeffekte zu einer «Winner Takes All» Dynamik beigetragen haben. Der resultierende Konzentrationsprozess hat dem Aufstieg grosser monopolistischer Anbieter auf Kosten etablierter Strukturen Vorschub geleistet. Eine zusätzliche Stärkung des Momentum- und Growth-Faktors ergab sich aus dem Trend zur Passivierung und damit Indexierung von Anlagen. Hinzu kam die gegenüber der Aktienmarktent-

wicklung vergleichsweise schleppende Erholung der Realwirtschaft im laufenden Expansionszyklus.

Zwar empfiehlt es sich als Anleger, Faktoren im Portfolio höher zu gewichten, wenn diese tief bewertet sind, doch Bewertung allein ist kein ausreichender Grund, eine Trendwende zu antizipieren. Eine Reihe von Voraussetzungen dürfte zumindest teilweise erfüllt werden müssen, bevor mit einem nachhaltigen Revival des Value-Faktors an den Aktienmärkten zu rechnen ist. Dazu gehören ein strikteres regulatorisches Regime, welche nicht davor zurückschreckt monopolistische Strukturen, wie sie sich z.B. bei den Internet-Konzernen herausgebildet haben, zu zerschlagen sowie eine Sättigung des Trends zu Anlagepassivierung und damit eine Stabilisierung des Volumens aktiv verwalteter Anlagen, welche traditionell einen Substanzfokus aufweisen. Förderlich wäre des Weiteren eine Reduktion der Unsicherheit über den wirtschaftlichen Ausblick sowie eine Beschleunigung der Weltkonjunktur. Aber auch ein Reset des gegenwärtigen Zyklus im Zuge einer Rezession könnte geeignet sein, ein entsprechendes Repricing der Risikoprämien zu bewirken.

Vor diesem Hintergrund und angesichts des Ausmasses, welches die Underperformance des Value-Faktors angenommen hat, gehen wir davon aus, dass deren Tage gezählt und Anleger gut beraten sind, Substanztitel nicht vom Radar zu nehmen.

2.4 Aktienmärkte

US-Aktien – Herausragendes Track Record jedoch ein sinkender Stern am Firmament

Der amerikanische Aktienmarkt hat über das letzte Jahrzehnt den Rest der Welt weit hinter sich gelassen. Während die S&P 500 und MSCI USA Benchmarks neue Höchststände erreicht haben, befindet sich der Rest der Welt – gemessen am MSCI ACWI ex-US Index – in einer seitwärts gerichteten Konsolidierung (siehe Abb. 13).

Der Höhenflug war jedoch nur gut zur Hälfte von steigenden Unternehmensgewinnen unterfüttert, was sich mittlerweile in einem eindrücklichen Bewertungsaufschlag gegenüber dem Rest der Welt niederschlägt und die prospektiven Renditeaussichten belastet (vgl. Abb. 11)

Inzwischen liegen die Einmaleffekte aus der Reform der Unternehmenssteuern, welche das Gewinnwachstum 2018 auf 23% katapultiert hatten, in der Vergangenheit. Doch selbst die Erwartungen eines Gewinnwachstums von lediglich 7% für das laufende Jahr sind inzwischen auf lediglich noch 3% geschrumpft. Dies impliziert allerdings eine Belebung in der zweiten Jahreshälfte. Denn im ersten Quartal sind die US-Unternehmensgewinne gemäss FactSet um -0.5% gefallen. Dabei hat sich eine deutliche Schere zwischen multinationalen Konzernen und auf den Heimmarkt fokussierten Unternehmen aufgetan.

Abb. 13

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



Quelle: Bloomberg LP, 2019

Während letztere ein moderates Gewinn- und Umsatzwachstum verzeichneten, brachen die Gewinne bei ersteren bei stagnierenden Umsätzen um mehr als 12% ein. Neben dem stärkeren US-Dollar gegenüber der Vorjahresperiode dürfte dies auch eine Folge aus dem Handelskrieg sein. Eine Gewinnrezession mit zwei aufeinanderfolgenden Quartalen fallender Gewinne bleibt ein reelles Szenario für den US-Aktienmarkt.

Der US-Markt erscheint umso weniger attraktiv, wenn man neben seiner hohen Bewertung seine unverhältnismässig starke Ausrichtung auf zyklische Branchen berücksichtigt. 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.

Anlass zu Sorge unter den zyklischen Aktien geben insbesondere Technologietitel, welche sich fast zwanzig Jahre nach der Internetblase wieder zur treibenden Kraft am US-Aktienmarkt entwickelt haben. Ihr Anteil an der Marktkapitalisierung beläuft sich inzwischen auf über 25% - eine Marke, die zuvor nur einmal im Jahr 2000 für eine kurze Zeit vor dem Platzen der Spekulationsblase

durchbrochen worden war. Die Abhängigkeit des breiten Aktienmarktes vom Geschick des Technologiesektors ist damit aktuell so hoch wie selten zuvor.

Lange Zeit haben Anleger die möglichen Risiken des Handelskriegs für Technologieaktien ignoriert. Das rächt sich jetzt. 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 ziehen sich die Folgen durch die gesamte globale Wertschöpfungskette. US-Halbleiteraktien sind um 15% von ihrem Höchststand gesunken und liegen jetzt wieder auf dem Niveau von vor einem Jahr.

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 Werbeplattformen 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.

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.

2.5 Aktienmärkte

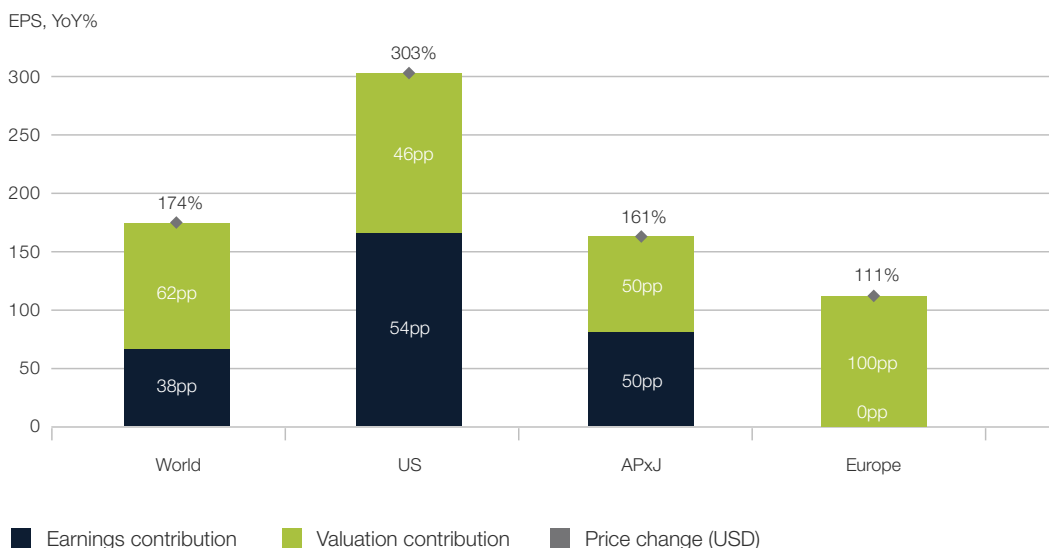
Die Hürde für positive Überraschungen bei europäischen Aktien liegt tief

Dass europäische Aktien unter den grossen Weltregionen über das letzte Jahrzehnt die mit Abstand schwächste Performance eingefahren haben, ist nicht zuletzt darauf

zurückzuführen, dass die Unternehmensgewinne über diese Zeitperiode insgesamt stagniert haben (siehe Abb. 14).

Abb. 14

Bis auf Europa war die Aktienmarktperformance des letzten Jahrzehnts zu einem guten Teil vom Gewinnwachstum der Unternehmen getrieben



Quelle: Worldscope, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research, 2019

Nach wiederholten Enttäuschungen und angesichts unablässigen Gegenwinds durch politische und strukturelle Faktoren haben sich die Erwartungen an den europäischen Aktienmarkt über die letzten Jahre relativiert. Dementsprechend tief sind die Bewertungen vor allem in den Peripheriestaaten der europäischen Union. Auch erscheint anders als in den Vereinigten Staaten die Gefahr einer Gewinnrezession nicht akut. Die Hürde für positive Überraschungen bei europäischen Aktien liegt deshalb tief.

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

Aus Bewertungssicht interessant erscheint insbesondere der europäische Automobilsektor. Allerdings leidet dieser weiterhin unter einem scharfen Einbruch der Absatzzahlen. Hier dürfte Geduld erforderlich sein, denn eine nachhaltige Kursenerholung in diesem Bereich bedingt eine Aufhellung der konjunkturellen Aussichten.

Noch tiefer bewertet und lediglich zu einem Bruchteil des Buchwertes gehandelt werden die meisten europäischen Banken (siehe Abb. 15). Die Erholung des breiten Aktienmarktes seit Jahresbeginn haben sie ausgesessen. Die extrem tiefen Bewertungen verdeutlichen, dass die Marktteilnehmer den Glauben an die ausgewiesene Bilanzsubstanz verloren haben. Paradoxerweise leidet die Profitabilität der Banken nicht zuletzt durch die anhaltende, extrem lockere Geldpolitik, die die europäische Wirtschaft unterstützen sollte.

Das Scheitern hochtrabender Fusionspläne wie etwa zwischen Deutscher Bank und Commerzbank sowie ähnlicher Gedankenspiele im französischen und italienischen Bankensystem macht deutlich, dass die Probleme allein durch Konzentration und Bildung grösserer Einheiten nicht gelöst werden können. Stattdessen werden lang aufgeschobene tiefe Einschnitte in der Form rigoroser Rekapitalisierungen und die schmerzhaft Realisierung verschleppter Verlust erforderlich sein, um das Bankensystem zu gesunden. Aus diesen Gründen raten wir in diesem Fall davon dem Sirenenengesang tiefer Bewertungen Folge zu leisten.

Abb. 15

Der marode europäische Bankensektor harrt weiter einer Lösung



Quelle: Bloomberg LP, 2019

Obwohl oder gerade weil sie wegen der herrschenden Unsicherheit über die Gestaltung des kommenden Brexit gebeutelt sind, erscheinen britische Aktien attraktiv bewertet. Das liegt nicht zuletzt daran, dass Unternehmen im führenden FTSE 100 Index ihre Umsätze grösstenteils

ausserhalb ihres Heimatlandes erwirtschaften. Eine günstige Währung, niedrige Bewertungen und der Umstand, dass es die Wirtschaft bislang geschafft hat, die politischen Stürme abzuwettern, sind alles Gründe, die für eine Übergewichtung in britischen Aktien sprechen.

Special

Faktorprämien als Renditequelle

Marco Tinnirello, Head of Systematic Strategies

In der akademischen Forschung wurden unterschiedliche Faktoren identifiziert und dokumentiert, anhand deren eine positive Rendite erzielt werden kann und deren Renditepotential nicht durch zusätzliche Risiken begründet ist.

Einzelne Portfolios, konstruiert anhand dieser Faktoren, werden bereits langfristig erfolgreich umgesetzt wie beispielsweise Value-Strategien (Value-Faktoren), Small-Cap-Strategien (Size-Faktoren), Quality-Strategien (Quality-Faktoren). Obwohl solche Faktorstrategien über die Zeit das Potential einer Mehrrendite haben, schwanken die Prämien kurzfristig deutlich und können Phasen der Minderrendite entstehen.

Dank geringer Korrelation unterschiedlicher Faktorgruppen kann durch die Kombination verschiedener Faktoren (Value, Quality, Momentum, Growth) dieser Problematik entgegnet werden und ein robuster und stabiler Ansatz entwickelt werden.

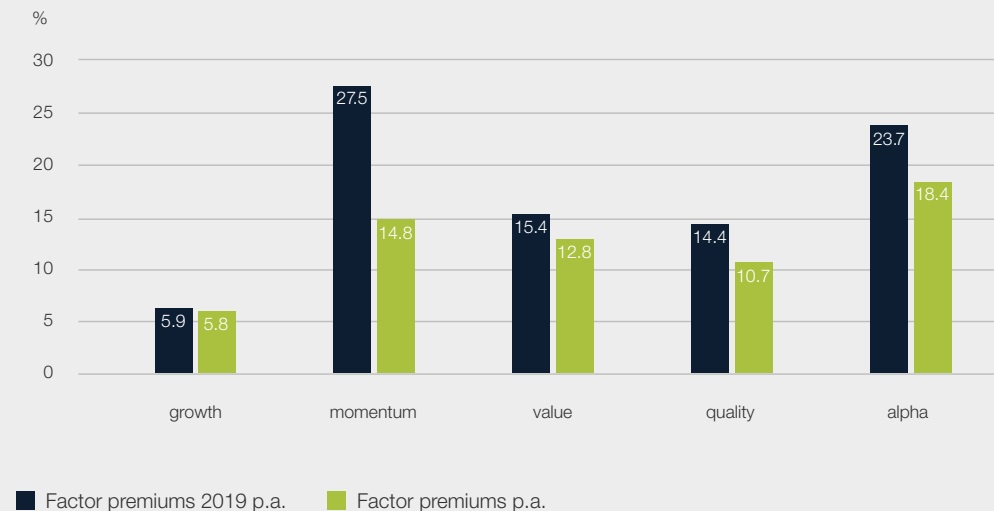
Vielfach werden Faktorrenditen mit bestimmten Anomalien begründet, die aus der Informationsverarbeitung entstehen (Behavioral Finance, Über- resp. Unterreaktion auf Informationen).

Global erreichten die Momentum-Kriterien und die Qualitätskriterien die höchsten Prämien. Aktien mit deutlich positiver/negativer Kursentwicklung in der Vergangenheit erreichten auch in der Betrachtungsperiode eine deutlich positive/negative Kursentwicklung. Ebenfalls erreichten Aktien mit überdurchschnittlichen qualitativen Eigenschaften eine überdurchschnittliche Entwicklung.

Auch in der Schweiz zeigte sich eine starke Entwicklung der Momentum-Faktoren und eine entsprechend hohe Prämie im ersten Halbjahr. Nachdem im ersten Quartal teilweise eine Entkopplung der Kursentwicklung von fundamentalen Kriterien resultierte, erreichten insbesondere die Value-Kriterien im zweiten Quartal einen hohen Beitrag.

Im ersten Halbjahr konnte in allen Faktorgruppen (Value, Quality, Momentum und Growth) eine positive Prämie beobachtet werden. Die Kombination der Faktoren in einem Multifaktor-Ansatz erreichte eine entsprechend hohe Prämie, welche den langfristigen Durchschnitt sogar übertraf.

Faktorprämien langfristig und 2019



Quelle: Factset 2019 – Picard Angst

Mit unseren Systematischen Anlagestrategien bieten wir Investoren den Zugang zu Aktienanlagen, die neben der klassischen Marktrendite weitere Renditetreiber integrieren und somit eine Alternative zu passiven Anlagestrategien darstellen und trotzdem transparent und regelbasiert umgesetzt werden.

Den Investoren kann so die Partizipation an Renditequellen, die mit rein passiven Ansätzen nicht erschlossen werden können, ermöglicht werden. Mit unserem systematischen Ansatz berücksichtigen wir eine Vielzahl quantitativer Faktoren, welche Fundamentaldaten, Preisdaten und Analystenschätzungen effizient auswerten und in die Portfoliokonstruktion einfließen lassen. Die Strategien sind theoretisch fundiert, umfassend geprüft und werden diszipliniert umgesetzt.

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

Factsheets und weitere Dokumente finden Sie auf picardangst.ch/downloads oder direkt bei Ihrem Ansprechpartner.

Ihr Ansprechpartner



Andreas Kohrs

Head of Client Advisory
Germany

E-Mail: andreas.kohrs@picardangst.com

T +41 55 290 50 13

Zeit, Durationsrisiken wieder zu erhöhen

Dr. David-Michael Lincke, Head of Portfolio Management

In Kürze

- Die Anleihenmärkte malen ein düsteres Bild der konjunkturellen Aussichten für die Weltwirtschaft. Nicht nur sind die Zinsen am langen Ende weltweit dramatisch gefallen, die Inversion der US-Zinsstrukturkurve signalisiert ebenfalls die Gefahr einer Rezession.
- Der globale Marktwert negativ verzinsten Anleihen hat einen neuen Rekordstand erreicht.
- Anlegern empfiehlt sich vor diesem Hintergrund, Durationsrisiken im Portfolio wieder zu erhöhen.
- Hohe Konjunktursensitivität und die sukzessive Verschlechterung der Qualität des Anlageuniversums lassen uns von Unternehmensanleihen Abstand nehmen, Schwellenländeranleihen dagegen befinden sich wieder im Aufwind und locken mit signifikant höheren Verfallrenditen als Staatsanleihen aus dem OECD-Raum.

Ausblick

Zwar sind die Notierungen für Staatsanleihen seit Jahresbeginn bereits dramatisch angestiegen und haben insbesondere in Europa den Anteil negativ verzinsten Anleihen massiver erhöht. Sollte sich die antizipierte Eintrübung der Weltkonjunktur fortsetzen, besteht jedoch insbesondere für US-Staatsanleihen noch beträchtliches weiteres Kurspotential. Wir empfehlen Anlegern deshalb, die Durationsrisiken im Portfolio zu erhöhen und angesichts kommender Leitzinssenkungen Geldmarktengagements und variabel verzinsten Anlagen zu reduzieren. Chancen

zur Renditeoptimierung im Portfolio bieten insbesondere Anleihen aus Schwellenländern, welche nicht nur mit höheren Verfallrenditen locken, sondern angesichts deutlich unterbewerteter Währungen zusätzliches Potential versprechen. Unternehmensanleihen bleiben wir dagegen trotz ansprechender Entwicklung im bisherigen Jahresverlauf abgeneigt. Denn die Qualität der Anlageklasse hat sich weiter verschlechtert und die konjunkturbedingte Verletzlichkeit zugenommen.

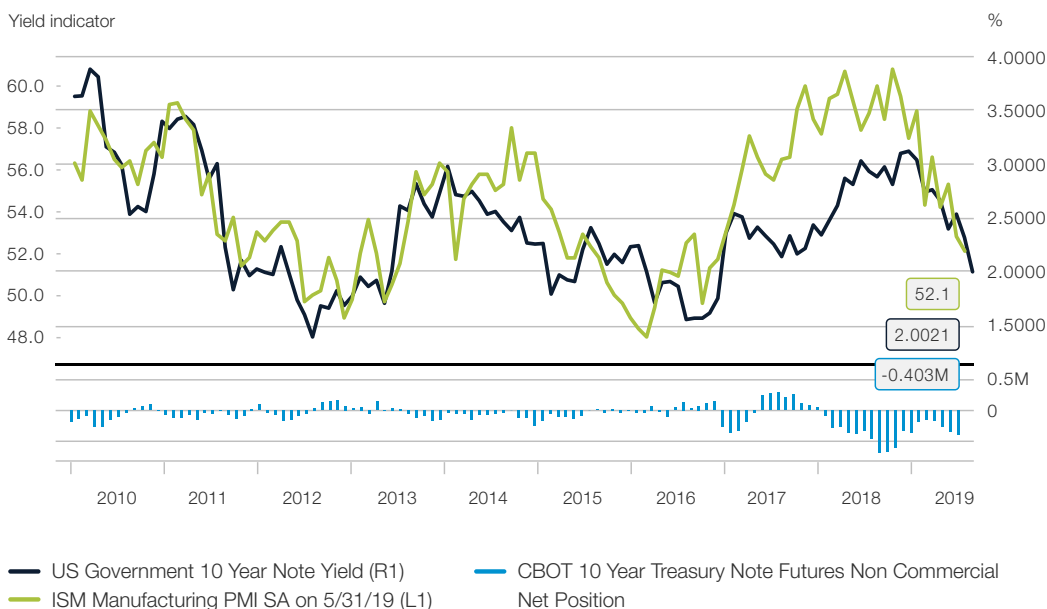
Die Anleihenmärkte malen ein düsteres Bild der konjunkturellen Aussichten für die Weltwirtschaft

Die vielfach beschworene Zinswende, welche zehnjährige US-Staatsanleihen zeitweise mit Renditen von mehr als 3% liebäugeln sah, hat sich als kurzes Intermezzo erwiesen. Seit Jahresbeginn kennen die Renditen langlaufender Anleihen nur noch eine Richtung, nämlich nach

Süden. Mit dem Rückgang vorlaufender Indikatoren wie dem ISM Manufacturing PMI hat sich auch die Erwartungslücke geschlossen, und die Zeichen deuten unisono auf eine Abschwächung des Wachstums hin (siehe Abb. 16).

Abb. 16

US-Staatsanleihen signalisieren Konjunkturpessimismus und werden darin in zwischen auch von vorlaufenden Konjunkturindikatoren bestätigt



Quelle: Bloomberg LP, 2019

Dazu passt auch, dass sich die Kompression der Inflationsprämien nach einer kurzen Erholung im ersten Quartal, welche in erster Linie durch anziehende Energiepreise bedingt war, fortgesetzt hat. In Europa wie in den Vereinigten Staaten sind die Inflationserwartungen auf neue Tiefstände gefallen und notieren deutlich unter der aktuellen Spot-Inflation (vgl. auch Kapitel «Makroökonomische Trends»).

Nichtsdestotrotz weisen die Positionierungsdaten der Terminbörsen angesichts zuletzt wieder angestiegener

Netto-Short-Positionen darauf hin, dass sich ein guter Teil der Anleger mit den ökonomischen Implikationen fallender Zinsen am langen Ende noch nicht abgefunden hat (siehe Abb. 16).

Doch Faktoren, welche eine zinstreibende Wirkung entfalten könnten, schwächen sich zunehmend ab. Der stufenweise Rückbau der aufgeblähten US-Notenbankbilanz, welcher monatlich zusätzlich USD 50 Mrd. an Anleihen auf den Markt wirft, wird ab September ein Ende finden. Bleibt der massiv angewachsene Finanzierungsbedarf

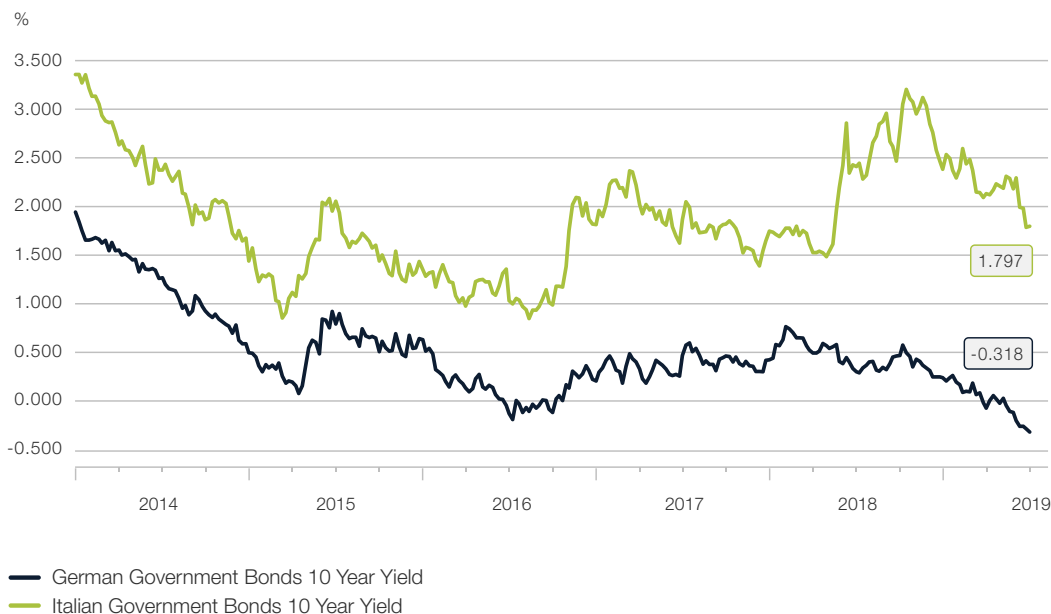
des US Treasury. Denn die Steuerreform des vergangenen Jahres hat tiefe Löcher in der Staatskasse hinterlassen und das Budgetdefizit droht dieses Jahr die Billionenmarke zu durchbrechen.

In Europa gestaltet sich die Situation noch weitaus dramatischer. So sind die Verfallrenditen auf deutsche Bundesobligationen auf ein Allzeittief von -0.32% gefallen. In der Schweiz weisen selbst dreissigjährige Eidgenossen keine positive Ertragerwartung mehr auf. Selbst ein Sorgenkind wie Italien, welches sich in einem bitteren

Konflikt mit der EU-Kommission über die Einhaltung von Budgetdefizitgrenzen befindet, erfreut sich fallender Zinsen am langen Ende (siehe Abb. 17). Der Druck des Marktes auf Italien einzulenken hat sich damit verflüchtigt. Wie bereits in unserem Jahresausblick postuliert, unterstreicht diese Entwicklung, dass eine nachhaltige Lösung der Überschuldungsproblematik nicht nur in Italien zwar in weiter Ferne liegt, eine Ausweitung zu einer akuten Krise, welche Konvertibilitätsrisiken und Fortbestand des Euro erneut in den Fokus rückt, in naher Zukunft aber ebenso unwahrscheinlich ist.

Abb. 17

Neue Tiefstände bei der Verfallrendite auf deutsche Staatsanleihen, während die Zinsen in Italien trotz Budgetkrise ebenfalls deutlich gefallen sind



Quelle: Bloomberg LP, 2019

Damit haben zinsdämpfende strukturelle Einflussfaktoren am langen Ende der Zinskurven wieder die Oberhand gewonnen. Denn die langfristigen Realzinsen sind eng mit dem Potentialwachstum einer Volkswirtschaft verknüpft. Angesichts des für die entwickelten Volkswirtschaften über das letzte Jahrzehnt beständig gefallen Potentialwachstums ist naheliegend, dass die Gleichgewichtsraten der Realzinsen nahe dem tiefen aktuellen Niveau verharren werden, selbst wenn eine Rezession vermieden werden sollte. Zu den strukturellen Faktoren, die dazu beigetragen haben, zählen neben dem beschleunigten

demografischen Wandel, die hohe Verschuldung öffentlicher wie privater Haushalte und die dadurch bedingte mangelnde Konsum- und Investitionsneigung.

Besonders deutlich wird die Dramatik dieser Entwicklung, wenn man die Entwicklung des ausstehenden Marktwertes von Anleihen mit negativen Verfallrenditen betrachtet (siehe Abb. 18). Dieser ist seit Jahresbeginn steil angestiegen und hat eine Höhe von beinahe USD 13 Mrd. erreicht, womit der Höchststand aus dem Jahr 2016 übertroffen wurde. Die gewichtete Verfallrendite auf diese

Verpflichtungen ist ebenfalls auf ein neues Rekordtief von -0.3% gefallen. Damit werden inzwischen die Hälfte aller ausstehenden europäischen Staatsanleihen sowie 20%

des Universums europäischer Unternehmensanleihen mit Investment Grad Rating negativ verzinst. Die «Japanifizierung» des Rests der Welt ist in vollem Gang.

Abb. 18

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



Quelle: Bloomberg LP, 2019

Noch deutlicher als allein auf der Basis fallender Verfallrenditen treten Signale der Skepsis hinsichtlich der Langlebigkeit der konjunkturellen Expansion bei einer Analyse der Zinsstrukturkurven zu Tage. Diese haben sich für US-Treasuries im bisherigen Jahresverlauf weiter abgeflacht. Segmente, welche insgesamt mehr als 60% der Treasury-Kurve abdecken, haben gar bereits invertiert, darunter das vielbeachtete Segment zwischen drei Monaten und zehn Jahren (siehe Abb. 19). Die Inversion der Zinskurve hat sich in der Vergangenheit als verlässlicher Vorbote eines wirtschaftlichen Abschwungs erwiesen und

ist den letzten sieben US-Rezessionen vorausgegangen. Allerdings ist ihr Nutzen als Timing-Signal beschränkt. Denn die Frist bis zum tatsächlichen Einsetzen einer Rezession hat in der Vergangenheit wenigen Monaten bis zu mehr als zwei Jahren gereicht.

Um als Anleger von dieser Entwicklung zu profitieren, bietet es sich an, auf eine Fortsetzung des Inversionstrends der Zinskurve zu setzen, z.B. mittels Flattener-Strukturen auf das Segment zwischen zwei und zehn Jahren, welches aktuell noch positiv notiert.

Abb. 19

Die Inversion der Zinsstrukturkurve hat sich in der Vergangenheit als verlässlicher Indikator einer bevorstehenden Rezession in den Vereinigten Staaten bewährt



Quelle: Bloomberg LP, 2019

3.2 Staatsanleihen, Geld- und Kreditmärkte

Anlegern empfiehlt sich, Durationsrisiken im Portfolio wieder zu erhöhen

Waren angesichts einer anziehenden Geldpolitik zum Jahresbeginn variabel verzinsten Engagements auf USD-Basis in Floating Rate Notes oder im US-Geldmarkt noch erste Wahl, hat sich mit der Kehrtwende der US-Notenbankpolitik das Bild dramatisch gewandelt.

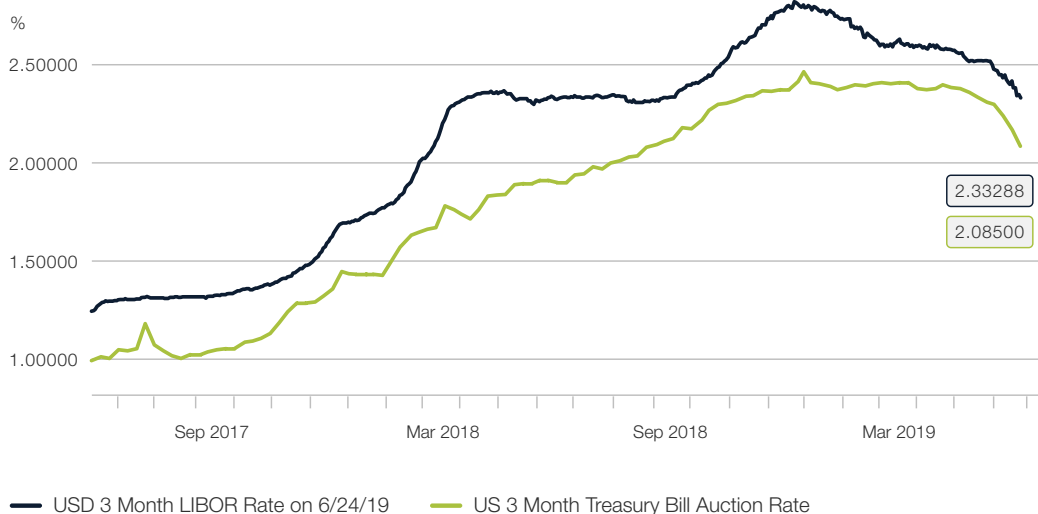
Der Geldmarkt hat auf die Erwartungen von bis zu drei Leitzinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte bereits reagiert. So notiert die Rendite auf dreimonatige US Treasury Bills bereits 25 Basispunkte unterhalb der unteren Schwelle des aktuellen Leitzinskorridors von 2.25% bis 2.50%. US-Dollar LIBOR zeigt einen vergleichbaren Trend.

Auch im Rest der Welt haben Anstrengungen zu einer Normalisierung der Geldpolitik ein Ende gefunden noch bevor sie ernsthaft in Angriff genommen wurden. So hat die EZB bereits weitere Zinssenkungen und gar die Wiederaufnahme von Anleihekäufen in Aussicht gestellt.

Anlegern empfiehlt sich deshalb, die Durationsrisiken im Portfolio wieder zu erhöhen und festverzinslichen Anleihen mit langer Laufzeit mehr Gewicht einzuräumen. Denn sollte sich das Szenario einer Rezession tatsächlich bewahrheiten, besteht insbesondere für US-Anleihen das Potential signifikant weiter fallender Verfallrenditen.

Abb. 20

Der Geldmarkt im US-Dollar hat auf die Erwartung fallender Leitzinsen bereits reagiert



Quelle: Bloomberg LP, 2019

3.3 Staatsanleihen, Geld- und Kreditmärkte

Schwellenländeranleihen wieder im Aufwind

Unter Renditegesichtspunkten deutlich attraktiver als die Staatsanleihen aus dem OECD-Raum präsentieren sich von Schwellenländern emittierte Anleihen. Denn hier sind sowohl in Lokalwährung als auch in Hartwährung noch immer Verfallrenditen von über 5% zu holen.

Faktoren, welche die Anleihenmärkte der Schwellenländer im vergangenen Jahr unter signifikanten Abgabedruck gebracht hatten, haben sich zum grössten Teil verflüchtigt. So hat der Abwertungsdruck auf den EM-FX-Komplex vor dem Hintergrund beständig steigender Zinsen in den Vereinigten Staaten und damit einhergehenden Aufwertungsdrucks auf den US-Dollar ein Ende gefunden. Anreize zur Kapitalflucht und ein dadurch bedingter Zwang zu einer restriktiven Geldpolitik haben nachgelassen. Allerdings bleibt als Risiko für die exportabhängigen Schwellenlandökonomien die Bedrohung durch eine weitere Eskalation des Handelskriegs.

Dementsprechend haben Schwellenlandanleihen im ersten Halbjahr bereits eine erfreuliche Entwicklung an den Tag gelegt. In Lokalwährung haben sie gemäss JP

Morgan GBI-EM Diversified Index in USD ausgedrückt um mehr als 8% zugelegt und in Hartwährung auf der Basis des JP Morgen EMBI Global Index gar gegen 10% an Rendite geliefert (siehe Abb. 21).

Prospektiv erscheinen uns Schwellenländeranleihen in Lokalwährung besonders aussichtsreich. Denn trotz der jüngsten Erholung werden Schwellenländerwährungen weiterhin deutlich unter ihrem wahren Wert gegenüber dem US-Dollar gehandelt. Sie dürften ihre Aufwertung in den kommenden Monaten dank günstiger wirtschaftlicher Rahmenbedingungen fortsetzen. Das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern ist weiterhin besser als in den Industrieländern. Der Abstand zwischen den Frühindikatoren der Schwellen- und der Industrieländer ist nach wie vor gross.

Doch auch Schwellenländeranleihen in Hartwährung bleiben attraktiv, da die relative wirtschaftliche Stärke der Schwellenländer dazu beiträgt, die Renditeabstände zwischen diesen Anleihen und US-Staatsanleihen zu verkleinern.

Dem Institute of International Finance zufolge verzeichneten Schwellenländeranleihen im April den achten Monat in Folge Zuflüsse in der Höhe von USD 24 Mrd.

Abb. 21

Die Aussichten für Schwellenländeranleihen haben sich merklich aufgehellt



Quelle: Bloomberg LP, 2019

3.4 Staatsanleihen, Geld- und Kreditmärkte

Kreditmärkte: Latente wenn auch kurzfristig gezähmte Quelle systemischen Risikos

An den Märkten für Unternehmensanleihen hat die geldpolitische Kehrtwende – von einer Straffung zur plötzlichen Möglichkeit von Zinssenkungen – die Risiken eines schwächeren Wachstums in den Hintergrund gedrängt. Infolgedessen sind die Renditeabstände zwischen risikoreicheren Anleihen und relativ sicheren Anleiheinstrumenten kleiner geworden. So sind die Zinsaufschläge für US-Investment-Grade wie auch US-Hochzinsanleihen gegenüber US-Staatsanleihen seit Jahresbeginn beständig gefallen und haben erst vor kurzem im Zuge des Kollapses der Handelsgespräche wieder moderat

angezogen. Die Spreads notieren damit weit unter dem Niveau, welches Sie 2015/16 in einem Umfeld ähnlicher Verunsicherung über die Aussichten für die Weltkonjunktur erreicht hatten (siehe Abb. 22).

Nichtsdestotrotz kristallisiert sich immer mehr heraus, dass die Kreditmärkte wohl das schwächste Glied in der Kette der globalen Risikoquellen darstellen. Dafür spricht eine ganze Reihe von Gründen:

Abb. 22

Kreditspreads im Investment Grade und High Yield Sektor sind seit Jahresbeginn geschrumpft



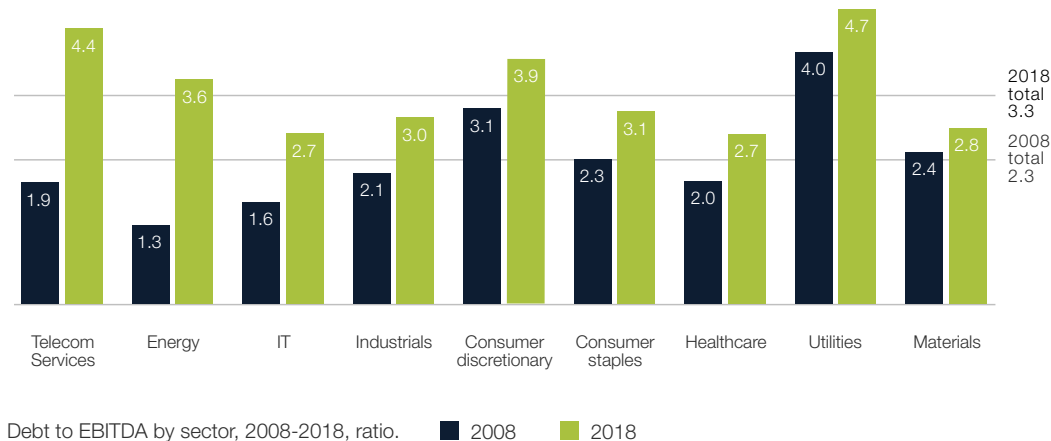
Quelle: Bloomberg LP, 2019

Die Ära des billigen Geldes und unlimitierter Liquidität des vergangenen Jahrzehnts kombiniert mit einem verhaltenen Konjunkturmilieu, das nur geringe organische Wachstumschancen bot, hat Unternehmen Anreize gegeben, ihre Bilanzen in bisher einmaligem Mass zu hebeln. So bewegt sich die Netto-Verschuldung der Unternehmen über sämtliche Sektoren hinweg in Relation zur Ertragskraft (EBITDA) auf deutlich und teils gar dramatisch höherem Niveau als 2008 zum Zeitpunkt des

Ausbruchs der globalen Finanzkrise (siehe Abb. 23). In dem schwächeren wirtschaftlichen Umfeld, das sich abzeichnet, droht Ungemach insbesondere von einer Abschwächung des Umsatzwachstums, fallenden Gewinnen sowie Druck auf die Gewinnmargen. Dies wird die Bedienbarkeit der Verpflichtungen erschweren und anziehende Kreditspreads sowie mittelbar steigende Ausfallraten nach sich ziehen.

Abb. 23

Verschuldungsgrad der Unternehmen nach Sektor im Jahr 2008 vs. 2018



Quelle: McKinsey & Company, 2019

Aus Anlegersicht gibt zusätzlich der Umstand Anlass zur Sorge, dass sich die Qualität des Anlageuniversums insgesamt über die letzten Jahre sukzessive verschlechtert hat. So kommt eine Studie von Morgan Stanley zum Schluss, dass wenn allein der Verschuldungsgrad der Unternehmen als Kriterium angewandt würde, 45% aller als Investment Grade bewerteten Unternehmensanleihen stattdessen als Junk eingestuft werden müssten. 2017 belief sich dieser Anteil lediglich auf 30%, 2011 nur auf 8% des Universums. Auch so ist der Anteil von Anleihen tiefer Qualität mit BBB-Rating über das letzte Jahrzehnt massiv angestiegen und liegt mit mehr als 50% des Investment-Grade-Universums mittlerweile höher als die Summe aller Anleihen im Ratingband AAA-A. Bei einem Konjunkturreinbruch sind BBB-Anleihen besonders anfällig für Herabstufungen und leiden in diesem Fall aufgrund des Herausfallens aus dem Investment-Grade-Universum in der Regel unter besonders ausgeprägten Kursverlusten.

Für Europa sind die Aussichten besonders düster. Zwar haben sich die Bewertungen an den europäischen Kreditmärkten über das vergangene Jahr verbessert. Doch

angesichts der erfolgten Einstellung des CSPP-Kaufprogramms der EZB für Unternehmensanleihen, welches über die letzten zweieinhalb Jahre eine essentielle Nachfragequelle dargestellt hat, dürften Käufer auf dem aktuellen Spread-Niveau rar bleiben. Unter dem Nachlassen des Anlagenotstandes leidet besonders der High Yield Sektor. Zudem haben Anlagefonds im vergangenen Jahr bereits kräftige Abflüsse im Umfang von 7% bis 8% ihrer Mittel hinnehmen müssen – ein Trend der sich fortsetzen dürfte. Unternehmensanleihen weisen ein von Natur aus zuungunsten des Anlegers asymmetrisches Renditeprofil auf, i.e. sie sind gekennzeichnet durch ein höheres Abwärts- als Aufwärtspotential. Das gilt umso mehr für das Ende dieses Zyklus, da die gegenwärtig historisch niedrigen Renditen zur Folge haben, dass die Anleger auf viele Jahre Coupon-Einkommen verzichten müssen, wenn ein Unternehmen herabgestuft wird oder finanziell umstrukturiert werden muss. Aus diesen Gründen empfehlen wir Anlegern, sich hinsichtlich Engagements in Unternehmensanleihen insbesondere in Bezug auf High-Yield-Anleihen sowie BBB-Anleihen in Zurückhaltung zu üben.

Ihr Ansprechpartner



Andreas Gyr

Senior Client Advisor

Germany

E-Mail: andreas.gyr@picardangst.com

T +41 55 290 50 20

Grösstes Aufwärtspotenzial bei den Edelmetallen

Dr. David-Michael Lincke, Head of Portfolio Management

In Kürze

- Die spätzyklische Konjunkturdynamik hat den Rohstoffmärkten eine positive erste Jahreshälfte beschert mit Zugewinnen in allen grossen Rohstoffbenchmarks
- Doch die Risiken für eine Fortsetzung des freundlichen Trends nehmen zu. Nicht nur haben sich die Aussichten für die Weltkonjunktur weiter eingetrübt, auch der politische Streit um die Gestaltung des Welthandels droht weiter zu eskalieren.
- Nichtsdestotrotz gibt es eine Reihe von Argumenten, die weiterhin für ein positives Rohstoffjahr 2019 sprechen. Allerdings empfiehlt es sich, Rohstoffe zu bevorzugen, welche mit angebotsseitigen Engpässen oder Produktionseinschränkungen konfrontiert sind, da nachfragegetriebene Rohstoffe und Sektoren zu kämpfen haben dürften.

Ausblick

Nach einer positiven ersten Jahreshälfte an den Rohstoffmärkten hat die Unsicherheit über die Aussichten für den weiteren Jahresverlauf deutlich zugenommen. Fallende Wachstums- und Inflationserwartungen werfen Fragen auf hinsichtlich der Langlebigkeit des Rohstoffzyklus. 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 schwellenden Handelskonflikts und eine Aufhellung der globalen Konjunkturaussichten dürften Basismetalle dagegen zu kämpfen haben. Das grösste Aufwärtspotential verorten wir angesichts der Kehrtwende der Geldpolitik und steigender Risikoaversion an den Finanzmärkten allerdings bei den Edelmetallen.

Die spätzyklische Konjunktur­dynamik beschert den Rohstoffmärkten eine positive erste Jahreshälfte

Die Rohstoffmärkte haben über die erste Jahreshälfte 2019 eine ansprechende 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. Die schwache Entwicklung in der zweiten Hälfte des Vorjahres war besonders enttäuschend ausgefallen, da sich gegenwärtig im Zuge der spätzyklischen Expansionsphase der Weltwirtschaft ein günstiges konjunkturelles Umfeld bietet, welches in der Vergangenheit im Durchschnitt mit besonders hohen Rohstoffrenditen einherging.

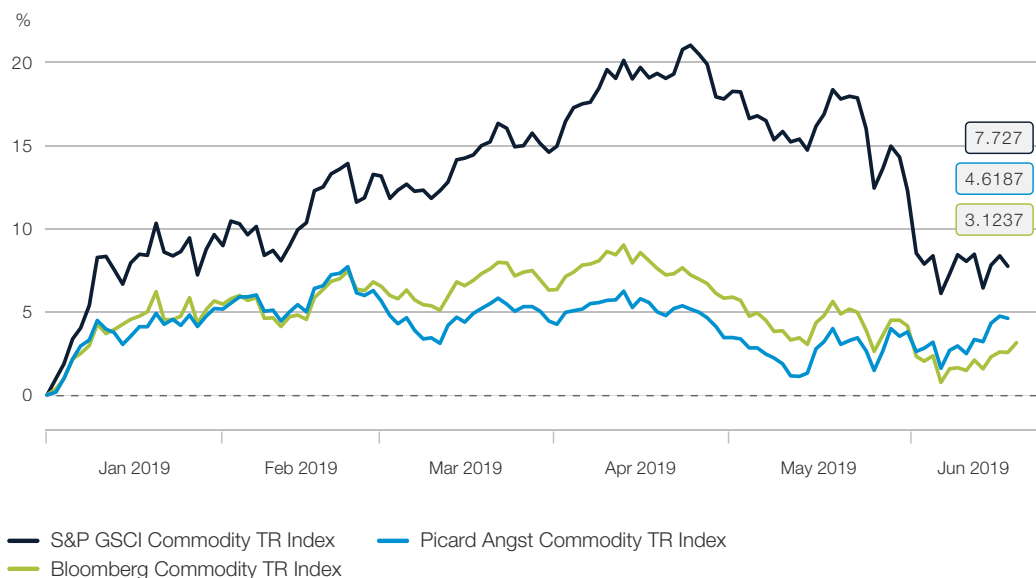
Die nun erfolgte rasche Erholung bestärkt uns in unserer Auffassung, dass die scharfe Preiskorrektur nicht als Vorbote des Endes des Rohstoffzyklus zu werten ist, sondern lediglich eine Zwischenkorrektur darstellt. Zuzuschreiben war diese nämlich grösstenteils nicht mangelnden konstruktiven Fundamentaldaten in den einzelnen Rohstoffsektoren sondern in erster Linie exogenen

Faktoren politischer Natur (US-China-Handelskonflikt, Sanktions- und Kartellpolitik im Energiesektor).

Die führende Rolle, welche dem Energiesektor in der Erholung der Rohstoffmärkte zu kam, bevorteilte Strategien mit betont zyklischem Profil. Dementsprechend verzeichnete unter den breiten Rohstoff-Benchmarks der ausgesprochen energielastige S&P GSCI Commodity TR mit einer Rendite den bei weitem höchsten Zugewinn, auch wenn die Korrektur des Erdölpreises zur Jahresmitte 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 zunächst schwächeren Entwicklung des Agrarsektors gelang es unserer hauseigenen PACI-Strategie (investierbar über unser Fondsprodukt Picard Angst All Commodity Tracker Plus) den Benchmark Bloomberg Commodity TR zu schlagen (siehe Abb. 24).

Abb. 24

Picard Angst Commodity TR vs. Benchmark-Indizes 2019



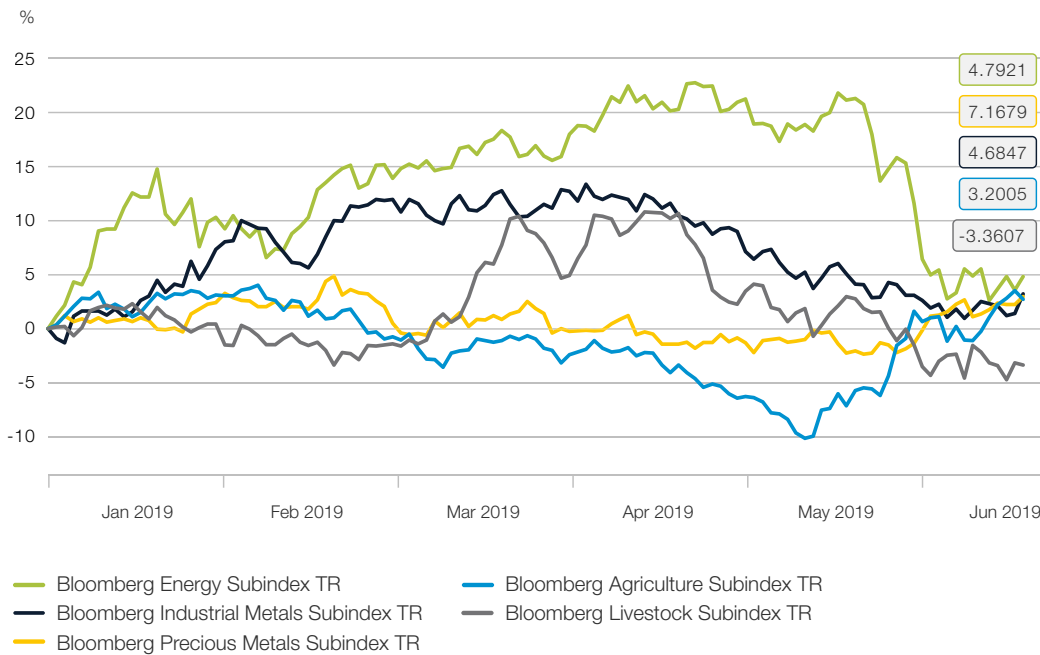
Quelle: Bloomberg LP, 2019

Dank ihrer Konzentration auf vorwiegend zyklische Sektoren fielen die Renditen bei jenen Strategien, die auf die Berücksichtigung von Agrarrohstoffen verzichten, 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. 25

Entwicklung der Rohstoffsektoren 2019



Quelle: Bloomberg LP, 2019

4.2 Rohstoffe

Die konjunkturellen Risiken nehmen zu. Noch sprechen jedoch gewichtige Argumente für eine Fortsetzung des Rebounds an den Rohstoffmärkten

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.

Auch wenn vorlaufende Indikatoren eine zunehmende Abschwächung der Weltwirtschaft andeuten, zeigt sich das aktuelle Aktivitätsniveau weiterhin robust, und die Weltwirtschaft bleibt auf Kurs im laufenden Jahr um mindestens 3% zu expandieren. Die Entwicklung der Rohstoffpreise wird erster Linie durch das aktuell herrschende Aktivitätsniveau bestimmt und nicht den antizipierten künftigen Pfad des Wachstums. Solange die Nachfrage das Angebot überwiegt, ist grundsätzlich mit positiven Renditen zu rechnen.

Die scharfe Korrektur der Rohstoffpreise zum Ende des Vorjahres hat gute Voraussetzungen für eine substantielle Erholung geschaffen. Doch auch die Unsicherheit über die Konjunkturaussichten hat signifikant zugenommen. Dies dürfte sich im weiteren Jahresverlauf 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. Vorsicht geboten ist dagegen bei Basismetallen und Erdgas. Des Weiteren sprechen fallende Realzinsen und steigende Risikoaversion für Aufwärtspotential bei Edelmetallen.

Neben konjunkturellen Faktoren darf jedoch auch die Bedeutung günstiger politischer Rahmendbedingungen nicht ausser Acht gelassen werden. Die Verschärfung des Handelskonflikts zwischen den Vereinigten Staaten und China hat die politischen Risiken erhöht.

Unsere zum Jahresbeginn formulierte Erwartung von Jahresrenditen zwischen 10 bis 15 Prozent für unsere hauseigenen Rohstoffanlagestrategien setzt voraus, dass eine weitere Eskalation vermieden und in den nächsten Monaten eine gütliche Einigung gefunden wird.

Im Einzelnen dürften insbesondere folgende Faktoren weiterhin für die Rohstoffmärkte unterstützend wirken:

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

Der Grossteil der meistgehandelten 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 verbessert sich dadurch materiell.

Die Führungsrolle der US-Notenbank bei der Normalisierung der Geldpolitik hat sich im vergangenen Jahr in einer substantiellen Aufwertung des US-Dollar auf

handels-gewichteter Basis niedergeschlagen. Inzwischen ist aber klar, dass der Zyklus der US-Leitzinsen seinem Hochpunkt bereits überschritten hat. Im weiteren Jahresverlauf ist deshalb mit einem sich allmählich abschwächenden Dollar zu rechnen, was sich an den Rohstoffmärkten als Rückenwind bemerkbar machen wird.

Mit der Eintrübung der Stimmung zum Vorjahresende hat sich das Anlegerengagement an den Rohstoffmärkten deutlich zurückgebildet. Substantielle Kapitalabflüsse haben die Netto-Positionierung der Finanzanleger an das untere Ende der historischen Bandbreite gerückt. In der Vergangenheit haben sich diese Daten zur Anlegerpositionierung als Gegenindikator bewährt, indem Extremwerte häufig einer Trendumkehr vorausgegangen sind.

Die Verzinsungen auf dem unterlegten Kapital bei Rohstoffanlagen (Collateral Yield) hat sich über das vergangene Jahr um über einen Prozentpunkt merklich erholt und liegt gegenwärtig bei über 2% p.a..

Über das vergangene Jahr haben Rohstoffe in einem gemischten Portfolio nicht die erwartete diversifizierende Wirkung erzielt. Sollten politische Faktoren jedoch wieder in den Hintergrund treten, ist damit zu rechnen, dass sich das Regime tiefer Korrelation der Vorjahre gegenüber Aktien und Anleihen wieder etabliert. Zwischen den einzelnen Rohstoffsektoren bewegen sich die Korrelationen weiterhin nahe dem Nullpunkt.

Zu den Risiken, welche unser positives Szenario für die Rohstoffmärkte gefährden können, zählen:

Der weltweit zu beobachtende Einbruch der Inflationserwartungen gibt Anlass zu Sorge. Zum einen ist dies ein weiterer Indikator, der auf eine rückläufige Dynamik der Weltkonjunktur verweist, zum anderen stellt unerwartete Inflation einen primären Treiber für die Entwicklung der Rohstoffpreise dar.

Die Eskalation des schwelenden Handelsdisputts zwischen den Vereinigten Staaten, China und der EU zu einem ungebremsten Handelskrieg könnte das Wachstum der Weltwirtschaft torpedieren und damit die Nachfrage nach Rohstoffen empfindlich treffen. Sollten die Auswirkungen neuer Zollschränken dagegen beschränkt bleiben, so dürften sich die dadurch bedingten Friktionen und erhöhten Produktionskosten tendenziell in steigenden Rohstoffpreisen niederschlagen.

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. Allerdings hat China bereits weitreichende Massnahmen fiskalischer und geldpolitischer

Natur zur Stimulierung der Konjunktur eingeleitet. Ihre Wirkung sollte über die kommenden Monate verstärkt zu Tage treten und – sofern erfolgreich – das Wachstum 2019 über der Marke von 6 Prozent halten.

4.3 Rohstoffe

Energie

In Reaktion auf die scharfe Preiskorrektur im Erdölkomplex gegen Ende des Vorjahres haben sich das OPEC-Kartell und Russland dazu durchgerungen, neue Produktionskürzungen zu beschliessen. In Folge der getroffenen Massnahmen auf Produktionsseite und einem anhaltenden Wachstum der Energienachfrage haben die globalen Erdölvorräte wieder zu schrumpfen begonnen. Dies wird auch durch die Terminkurven der Benchmark-Erdölsorten reflektiert, welche wieder invertiert haben und damit in Backwardation Anlegern erneut positive Rollrenditen versprechen.

Gleichzeitig schreitet jedoch das Produktionswachstum im amerikanischen Schieferölsektor ungebremst voran. Wurde das zusätzliche Angebot im ersten Quartal noch durch robuste Konsumnachfrage aufgefangen, steigen mittlerweile die US-Lagerbestände wieder kräftig an. Allerdings geben die seit Jahresbeginn rückläufige Explorationstätigkeit (gemessen am sogenannten „Rig Count“) wie auch entsprechende Prognosen der EIA Hoffnung, dass die Wachstumsrate der Produktion im Jahresverlauf nachlassen wird, zumal auch seitens der Kapitalgeber in diesem Sektor zunehmend auf mehr Disziplin gepocht und Profitabilität der Vorrang vor Wachstum gegeben wird.

Seit Brent-Erdöl im Mai zwischenzeitlich unser Kursziel von USD 70 pro Fass deutlich nach oben

überschritten hat, hat die Unsicherheit über die fundamentale Verfassung und den Ausblick des globalen Erdölmarktes jedoch signifikant zugenommen. Angebotslimitierende Faktoren wie die Kontaminierungskrise des russischen Export-Pipelinesystems sowie die US-Sanktionen gegen Iran und Venezuela sind in den Hintergrund getreten und der Fokus der Marktteilnehmer hat sich den eingetrübten Aussichten auf der Nachfrageseite des Marktes zugewendet vor dem Hintergrund rückläufiger Konjunkturindikatoren und der Verschärfung des US-China-Handelskonflikts.

Der Umstand, dass die Preiskorrektur der letzten Wochen nicht von einer Entspannung der Versorgungslage am physischen Erdölmarkt begleitet war und die Inversion der Terminkurven insbesondere am kurzen Ende nicht nachgelassen hat, macht jedoch zumindest über die kurze Frist eine nachhaltige Korrektur unwahrscheinlich. Hinzu kommt, dass vieles darauf hindeutet, dass OPEC und Russland sich demnächst eine Verlängerung der laufenden Produktionskürzungen bis zum Jahresende verständigen werden. Dies dürfte zu einer Erholung und Stabilisierung der Preisentwicklung beitragen. Ohne Anzeichen einer Trendwende bei den Konjunkturaussichten ist für H2 2019 jedoch nicht mit einer dauerhaften Rückkehr zu Brent-Preisen über USD 70 pro Fass zu rechnen.

4.4 Rohstoffe

Industriemetalle

Viele Basismetalle weisen eine an und für sich ermutigende fundamentale Verfassung auf. Denn ein sektorweites

robustes Nachfragewachstum hat zu einem sukzessiven Abbau der Lagerbestände der Terminbörsen beigetragen.

Dies hat sich zunehmend auch in den Terminkurven niedergeschlagen. So hat neben Zink auch Kupfer in Backwardation gedreht, und die Terminstruktur von Aluminium, Blei und Nickel haben sich abgeflacht. Auch die Produktionskosten sind verschiedentlich angestiegen, so etwa bei Aluminium, wo sich der Inputfaktor Alumina angesichts einer Angebotsverknappung signifikant verteuert hat. Nickel rückt zunehmend in den Fokus aufgrund seines Potentials für die Herstellung von Batterien für Elektrofahrzeuge. So wird sich gemäss Analystenschätzungen die für die Batterieproduktion benötigte Menge an Nickel über die nächsten acht Jahre verzehnfachen.

Während der Sektor vor diesem Hintergrund im ersten Quartal eine deutliche Preiserholung verzeichnete, hat sich diese vor dem Hintergrund der Eskalation des Handelskonflikts zur Jahresmitte bereits wieder verflüchtigt. Angesichts der hohen Nachfrageabhängigkeit des Sektors sowie der zentralen Rolle von China als grösstem Konsumenten und Produzenten von Industriemetallen wird eine Wiederaufnahme des Erholungstrends nicht nur eine Lösung der politischen Probleme sondern auch Anzeichen einer Stabilisierung der konjunkturellen Aussichten erfordern.

Zudem ist davon auszugehen, dass die Aussichten für die einzelnen Metalle hinsichtlich ihrer Angebotsdynamik

deutlich divergieren werden. Ausschlaggebend ist dabei, ob der Angebotszyklus durch lang- oder kurzfristige Faktoren dominiert wird. So bleiben die 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 langjähriger 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 Minen-industrie 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.

4.5 Rohstoffe

Edelmetalle

Bezeichnend für den Edelmetallsektor war im Vorjahr insbesondere das Fehlen nachhaltiger Nachfrage nach Gold als sicherem Hafen. Die negative Anlegerstimmung verkehrte sich nicht nur gegenüber Gold, sondern auch anderen monetären Edelmetallen wie Silber und Platin in ein Extrem. So weit, dass die Anzahl der Short-Positionen an den Terminmärkten für Gold (Wetten auf fallende Preise) ein Rekordhoch erreichten. Long-Positionen, die auf steigende Preise setzten, fielen währenddessen auf ein Vieljahrestief.

Doch Extreme bei der Anlegerstimmung und -positionierung sind häufig Vorboten eines Wendepunktes im Trend. Und so hat sich die Stimmung der Marktteilnehmer im Edelmetallsektor gegenüber dem Vorjahr 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. Dies hat dem Goldpreis zu einem Ausbruch über USD 1'400 pro Feinunze verholfen, womit unser Kursziel bereits vor Jahresmitte erreicht wurde.

Über die letzten fünf Jahre war der Goldpreis in einer breiten Seitwärtsbewegung zwischen USD 1'050 und USD 1'380 pro Feinunze gefangen. Nachdem es dem Goldpreis bereits gelungen ist, aus dieser Handelsspanne nach oben auszubrechen, stehen die Chancen gut, dass sich der Aufwärtstrend 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 signifikant anzusteigen. Auch Zentralbanken treten wieder vermehrt als Käufer auf und haben ihre Zukäufe bereits im Vorjahr um 22% erhöht.

Abwertung des US-Dollar: Statt weiterer Leitzinserhöhungen werden von der US-Notenbank bis zum Jahresende nun bis zu drei Zinssenkungen erwartet. Gleichzeitig ist der geldpolitische Spierraum der Zentralbanken in Europa, Grossbritannien und Japan beschränkt. Dies dürfte in der zweiten Jahreshälfte zu einer sukzessiven Abwertung des Dollars beitragen.

Zunehmende ökonomische und Finanzmarktrisiken: Steigende 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.

Vor diesem Hintergrund und angesichts noch immer vergleichsweise moderater Positionierung der Anleger rechnen wir mit einer Fortsetzung des Aufwärtstrends bei Gold gegen USD 1'500 pro Feinunze in der zweiten Jahreshälfte.

Abb. 26

Fallende Realzinsen befeuern den steigenden Goldpreis



Quelle: Bloomberg LP, 2019

4.6 Rohstoffe

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.

Über den grössten Teil des ersten Halbjahres verzeichneten Agrarrohstoffe, darunter insbesondere Getreide, eine enttäuschende Preisentwicklung. Im Gegensatz zu anderen Anlageklassen wurden hohe Erwartungen einer baldigen gütlichen Beilegung des Handelskonflikts nie eingepreist. Gleichermassen wurden latente Wetterrisiken vernachlässigt, bis sich diese ab Mai zu kristallisieren

begannen. Grossflächige Überschwemmungen im mittleren Westen der Vereinigten Staaten haben zu massiven Verzögerungen bei der Aussaat von Mais, Soja und Weizen geführt. Mittlerweile zeichnet sich eine deutliche Reduktion der Anbauflächen ab, was in einem deutlich stärker als erwarteten Rückbau der Lagerbestände resultieren wird und zu einem dramatischen Turnaround bei den Getreidepreisen an den Terminmärkten geführt hat, der sich in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen könnte.

Unter den Soft Commodities bestehen positive Aussichten vor allem für den Zuckermarkt. Denn die Angebots- und Nachfragebilanz für Rohzucker bewegt sich in ein zunehmendes Defizit. Die Aussicht auf eine potentielle Rückkehr des Wetterphänomens El Niño im dritten Quartal, was die Produktionsrisiken erhöht, dürfte zusätzlich für steigende Volatilität sorgen.

Ihr Ansprechpartner



Andreas Kohrs

Head of Client Advisory
Germany

E-Mail: andreas.kohrs@picardangst.com

T +41 55 290 50 20

Investitionen und Konsum kurbeln das Wachstum wieder an

Chrys Kamber, Fund Manager – Head of Indian Investments

In Kürze

- Parlamentswahlen: Mit seinem historischen Wahlsieg wurde Narendra Modi als Premierminister von Indien bestätigt
- Die US-Regierung hat die Ausnahmegenehmigungen für Ölimporte aus dem Iran widerrufen, die sie acht Ländern einschliesslich Indien erteilt hatte.
- Beendigung des Allgemeinen Präferenzsystems (GSP) zwischen den USA und Indien
- Drei Ratenkürzungen: Kürzung von 75 Basispunkten (BP) im ersten Halbjahr 2019
- Versäumnisse von NBFCs und Vertrauensverlust
- Rückgang beim tatsächlichen BIP-Wachstum

Ausblick

- Stabile Regierung und Fortsetzung der Wirtschaftsreformen
- Indien kann vom Handelskrieg zwischen den USA und China profitieren
- Weitere 50 BP bei den Zinsen und 25 BP bei der Mindestreserve erwartet
- Beginn privater Investitionen erwartet, wenn die Kapazitätsauslastung den Schwellenwert erreicht
- Die Staatsausgaben werden fortgesetzt und der Konsum erholt sich im 2. Quartal des Geschäftsjahres 2020.
- Die Leistungsunterschiede zwischen kapitalstarken und klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen sowie die deutlichen Unterschiede in den Bewertungen sollten sich angleichen
- Die globalen Indizes werden hoch gehandelt, die unterbewerteten indischen klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen bieten hier eine bessere Alternative

Schwache erste sechs Monate

Die Wirtschaftsdaten für Indien waren im ersten Kalenderhalbjahr 2019 nicht wirklich ermutigend. Das reale BIP stieg im vierten Quartal des Geschäftsjahres 2019 (Januar bis März 2019) mit 5,8 Prozent langsamer. Da es sich um

ein Wahljahr handelt, entsprach dies den Erwartungen. Das Wachstum des realen BIP im gesamten Geschäftsjahr 2019 (April 2018 bis März 2019) betrug dennoch 6,8 Prozent.

Abb. 27

Wachstum reales BIP



Quelle: Bloomberg LP, 2019

Durch verstärkte globale Volatilität, steigende Zinsen in den Industrieländern, die Unsicherheit durch die Parlamentswahlen und die abweichende Bewertung im Vergleich zu anderen aufstrebenden Märkten verschob sich zu Jahresbeginn die globale Allokation von Indien hin zu den entwickelten Märkten. Darüber hinaus wirkten die geopolitischen Spannungen zwischen Indien und Pakistan sowie die US-Sanktionen gegen den Iran als Investitionsbremse. Die Mehrzahl der indischen Investoren wartet ab, wie es nach den Wahlen politisch weitergeht. Sie halten entweder grosse Mengen Bargeld in ihrem Portfolio oder haben sich auf eine Large-Cap-Strategie zurückgezogen.

Das erste Halbjahr 2019 wurde durch fortlaufende Versäumnisse bei der Schuldentilgung hinsichtlich Projektträgergruppen wie Reliance Communications, Vedanta & Essel Group und NBFCs wie die Dewan Housing Finance Corporation geprägt. Dies führte zu einem risikoaversen

Verhalten der Banken und entsprechender Zurückhaltung bei der Kreditvergabe. Nichtsdestotrotz konnten die NBFCs mit starken Unternehmensergebnissen und einer guten Erfolgsbilanz Mittel akquirieren und weiterhin ein starkes Wachstum verzeichnen.

Indien erhielt eine Ausnahmegenehmigung für den Rohöllexport aus dem Iran, trotz der US-Sanktionen gegen das Land. Der Positionswechsel der USA in Bezug auf solche Aussetzungen und die Beendigung des Allgemeinen Präferenzsystems (GSP) durch die US-Regierung liessen die Stimmung sinken und führten auch dazu, dass ein grosser Teil des Aktienmarktes sich schlechter als der Aktienindex Nifty 50 entwickelte. Ab 1974 war Indien einer der Nutzniesser des GSP-Programms. Zwar war dieses Programm anfangs von grosser Bedeutung für Indien, allerdings profitierte das Land im Laufe der Jahre immer weniger davon. Daher zeigt auch die Einstellung des GSP-Programms nur minimale Auswirkungen. Indien

hat sich von seiner traditionellen defensiven Position gelöst und entschieden, im Gegenzug US-Importe zu erschweren.

Der allgemeine Rückgang der Wirtschaftsaktivitäten während des Wahljahres wirkte sich auch auf die Unternehmensgewinne aus. Nach sechs aufeinanderfolgenden Quartalen mit steigenden Gewinnen gingen im vierten Quartal des Geschäftsjahres 2019 (Januar bis März 2019) die Gewinne erstmals zurück. Am stärksten betroffen waren aufgrund der generell sinkenden Nachfrage die Bereiche Konsumgüter, Verbrauchsgüter sowie die Automobilindustrie. Die Zweiradbranche erlebte aufgrund des rückläufigen Gesamtbedarfs im ländlichen Raum einen besonders harten Absturz. Angesichts der knappen Liquidität, einer deutlich sinkenden Nachfrage von Erstkäufern und gestiegenen Versicherungskosten brachen die Umsätze der Automobilindustrie und ihrer Zulieferer ein. Die schlechte Situation im ländlichen Raum, die Liquiditätskrise und die Parlamentswahlen wirkten sich nachteilig auf das Konsumverhalten aus. Aus den

Führungsetagen von Unternehmen mit Kundenbezug wird signalisiert, dass die Quartalerträge im Juni noch gedämpft sind, eine Erholung wird ab dem Septemberquartal erwartet.

Mit dem eindeutigen Sieg von Narendra Modi bei den letzten Parlamentswahlen ist die politische Unsicherheit vorerst vorbei. Einen Tag, nachdem Umfragen an den Wahllokalen einen klaren Sieg für die von der Bharatiya Janata Party (BJP) geführte Regierung der Nationalen Demokratischen Allianz (NDA) erwarten liessen, eröffnete der Aktienmarkt mit einem deutlichen Anstieg und der Aktienindex Nifty 50 erreichte bei Börsenschluss ein Allzeithoch. Für diesen Anstieg waren nur wenige Aktien verantwortlich, der Rest der im Index enthaltenen Unternehmen und der breite Markt nahmen eine passive Zuschauerrolle ein. Die Schere zwischen kapitalstarken und klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen öffnete sich weiter.

5.2 Indien

Unterbewertete KMUs ideal positioniert

Das Säbelrasseln im Handelskrieg zwischen den USA und China, das stockende globale Wachstum und die geopolitischen Spannungen nehmen ihren eigenen Verlauf, aber in Bezug auf Indien zeigt die Wachstumskurve nach oben.

Angesichts des stabilen Mandats der Regierung werden im Allgemeinen umfassende Reformen zur Unterstützung des produzierenden Gewerbes erwartet, beispielsweise bei den Gesetzen zum Bodenerwerb und im Arbeitsrecht. Die neuesten PMI-Fertigungsdaten haben ein Dreimonatshoch erreicht, sodass davon ausgegangen werden kann, dass die Talsohle durchschritten ist und ein Anstieg des Wachstums bevorsteht.

Ganz oben auf der Prioritätenliste der Regierung stehen die Konzentration auf Investitionen und der Kampf gegen die Jugendarbeitslosigkeit. Auf diese Weise soll der Konsum angekurbelt und ein stärkeres Wirtschaftswachstum erreicht werden. Im Vergleich zu anderen grossen Volkswirtschaften ist der Realzins in Indien noch immer sehr hoch (+3%), dies beeinträchtigt die Wettbewerbsfähigkeit

der indischen Unternehmen. Aktuell verhalten sich die Zentralbanken in aller Welt eher zurückhaltend. Die indische Zentralbank RBI schlägt daher den gleichen Kurs ein und wird wahrscheinlich den Leitzins senken. Eine gemässigte Inflation (Durchschnitt über die letzten 18 Monate 3,5%) und ein stabiler Rohölpreis bewogen die RBI zu einer Senkung der Zinsen um 50 BP (im August Senkung um 25 BP) und einer Verringerung des Anteils der Liquiditätsreserve (CRR) von 25 BPS im Geschäftsjahr 2020. Ein nominell BIP-Ziel von 5 Billionen USD und die Regierungsinitiative zur Ausgabe von USD-Emissionen schaffen weitere Anreize für die RBI, einen Wertverlust der Rupie zu verhindern. Vor diesem Hintergrund hat die INR ausreichend Spielraum für eine weitere Aufwertung gegenüber dem Dollar bis Jahresende. Zur Versorgung der öffentlich-rechtlichen Banken mit frischem Geld wurden 7 Milliarden Rupien (ca. 100 Mio. CHF) bereitgestellt, sodass diese den steigenden Kreditbedarf decken können. Bei einer Auslastung der Gesamtkapazität von 77 Prozent sollten die Lockerung der Geldpolitik und eine Beschleunigung der Kreditvergabe bis Jahresende die Privatinvestitionen ankurbeln (die Privatinvestitionen

steigen normalerweise ab einer Kapazitätsauslastung von 75 bis 80 Prozent wieder an). Niedrigere Kapitalkosten und eine Erholung im BIP-Wachstum sind einem breiteren Aktienmarkt sicherlich dienlich.

Neben den Herausforderungen, die es im eigenen Land zu bewältigen gilt, sieht Indien auch Möglichkeiten, aus dem Sino-amerikanischen Handelskrieg seine Vorteile zu ziehen. Viele US-Unternehmen diversifizieren die von China abhängigen Teile ihres Portfolios und suchen nach neuen Standorten. Mit qualifizierten Fachkräften, niedrigen Lohnkosten und Steueranreizen bietet Indien die Grundvoraussetzungen, um diese Unternehmen ins Land zu locken. Im Lauf der letzten fünf Jahre wurden die Hürden für Unternehmen gesenkt und im Verbund mit einer stabilen Regierung und einem auf dem Common Law basierenden Rechtssystem wurden günstige Bedingungen für Unternehmen geschaffen. Ein ähnlicher Trend liess sich in den letzten Jahren bei der Entwicklung der chemischen Industrie beobachten, die durch die strengen Umweltschutz- und Sicherheitsvorschriften in China, welche in Indien bereits in Kraft sind, ausgelöst wurde. Als nächste grosse Gewinner stehen die Bereiche Technologie und Industrie fest. Der Zustrom schafft Arbeitsplätze, kurbelt die Exporte an und beschleunigt das Wirtschaftswachstum.

Die Regierung Modi hat in ihrer ersten Legislatur im Rahmen verschiedener Projekte 218'000 km neuer Strassen gebaut (das Dreifache des gesamten Strassennetzes in der Schweiz), 112 Millionen Versorgungsstellen für LPG geschaffen, 15,5 Millionen bezahlbare Wohnungen errichtet, 92 Millionen Toiletten bereitgestellt und 40 Millionen Haushalte in den ländlichen Gebieten Indiens an das Stromnetz angeschlossen. Diese Massnahmen sicherten der Regierung trotz der durch die Demonetisierung und die Einführung der GST (Steuer auf Güter und Dienstleistungen) verursachten Probleme die Wählerstimmen der Landbevölkerung. Darüber hinaus erhöhte die Regierung im nach der Wahl verabschiedeten Haushaltsplan für das Geschäftsjahr 2020 die Zuwendungen an die Landwirtschaft und die soziale Absicherung der Bauern um 92,5 Prozent, sodass sich das Einkommen der Bauern in den nächsten fünf Jahren verdoppeln sollte. Durch das Programm zum direkten Transfer staatlicher Leistungen (DBT) wird gewährleistet, dass die Leistungen direkt und in voller Höhe an die Bauern ausgezahlt werden. Mit der Verbesserung der ländlichen Infrastruktur und den Entwicklungsplänen für ländliche Gebiete wird bis zum Ende

dieses Jahres auch mit einer Stärkung der Wirtschaft und einem Anstieg des Konsums in diesen Gebieten gerechnet.

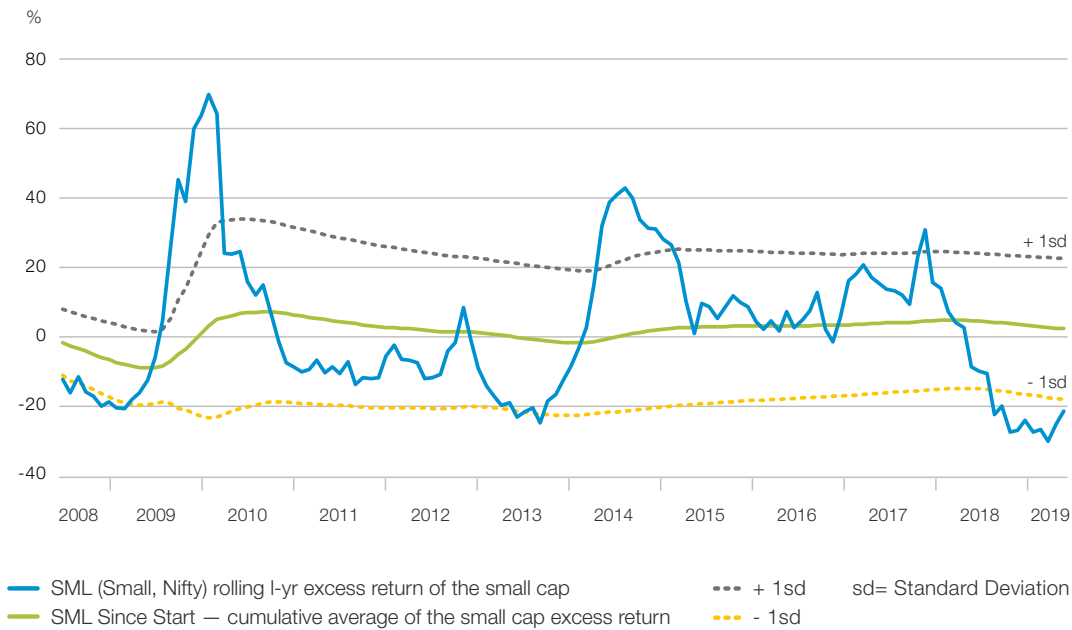
Mit dem Haushaltsplan der neuen Regierung für das Geschäftsjahr 2020 wurde der Weg bereitet für eine Senkung des Haushaltsdefizits von 3,4 auf 3,3 Prozent, während gleichzeitig verschiedene Massnahmen den Zufluss ausländischen Kapitals erleichtern. Auf der Agenda der Regierung für das Geschäftsjahr 2020 stehen auch Desinvestitionen bei Unternehmen der öffentlichen Hand in Höhe von 1 Billion Rupien (ca. 14,4 Mrd. CHF), die Mittel für die Infrastrukturprojekte der Regierung freisetzen sollen. Eine andere wichtige Meldung zum Etat war ein Anstieg der Investitionen in die Infrastruktur von 14 Prozent. Die öffentlichen Investitionen, die im Wahlkampf keine Priorität hatten, erfahren nun eine Renaissance. Auf Eis liegende Infrastrukturprojekte werden wieder aktiviert und Genehmigungen für neue Projekte schnell erteilt. Davon sollten die Bauindustrie, die Produzenten von Baumaterial und Anlagenbauer profitieren.

Eine stabile Regierung, die eine Weiterführung der Reformpolitik gewährleistet, hat auch Investoren aus dem Ausland auf den Plan gerufen. Internationale Staatsfonds investieren in die indische Infrastruktur, von erneuerbaren Energien bis hin zu Flughäfen. Geschäfte mit privatem Kapital erleben einen rapiden Aufschwung: 2018 wurde mit einem Investitionsvolumen von ca. 19 Mrd. USD (ca. 18,7 Mrd. CHF) der höchste Wert der vergangenen zehn Jahre erzielt. Dieser Trend setzt sich fort und Indien wird bei ausländischen Direktinvestitionen einen der vorderen Plätze einnehmen.

Die aktuellen Makrofaktoren unterstützen einen Einkommensanstieg: niedrige Inflation, sinkende Rohölpreise, lockere Geldpolitik und ein kleiner werdendes Leistungsbilanzdefizit. Durch den Austausch mit den Führungskräften von Unternehmen, die Verbraucherkredite bereitstellen, können wir davon ausgehen, dass für das dritte Quartal des Geschäftsjahres 2020 (Oktober bis Dezember 2019) mit einem erneuten Anstieg des Konsums zu rechnen ist. Im Etat für das Geschäftsjahr 2020 wurde eine Senkung der Körperschaftssteuer um 25 Prozent für Unternehmen mit einem Jahresertrag von bis zu 4 Mrd. Rupien (ca. 60 Mio. CHF) umgesetzt, die für kleine und mittelständische Unternehmen einen weiteren An Schub bedeutet.

Abb. 28

Der positive Small-Cap-Zyklus steht unmittelbar bevor



Quelle: Bloomberg LP, 2019

Die Leistungsunterschiede zwischen kapitalstarken und klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen sowie die deutlichen Unterschiede in den Bewertungen sollten sich angleichen. Der Nifty 50 wird mit zwei Standardabweichungen über dem Mittelwert gehandelt, der Index für kleinkapitalisierte Unternehmen liegt bei etwa einer Standardabweichung unter dem Mittelwert. Seit 2018 wird der Nifty 50 lediglich von den zehn Top-Unternehmen vorangetrieben. Die Spitzenunternehmen generierten 30 Prozent der Leistung, während die übrigen im Nifty 50 gelisteten Unternehmen einen negativen Ertrag von 13 Prozent meldeten. In Verbindung mit den Zinssenkungen

werden durch eine Verringerung der Kapitalkosten und ein steigendes BIP auch die Erträge steigen. Kleine und mittelständische Unternehmen mit gesunden Bilanzen, guten Gewinnprognosen und steigenden Marktanteilen im Privatkundensegment werden bis Jahresende gute Zahlen vorweisen können. Bis zur allgemeinen Erholung der Erträge kann jedoch noch ein weiteres Halbjahr vergehen, wenn die Geldpolitik und andere Massnahmen zur Wachstumsförderung im System voll greifen. Angesichts von Bewertungen auf einem globalen Allzeithoch befinden sich die indischen Unternehmen bezogen auf die Bewertungsperspektive in einer idealen Position.

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

Factsheets und weitere Dokumente finden Sie auf picardangst.ch/downloads oder direkt bei Ihrem Ansprechpartner.

Ihr Ansprechpartner



Andreas Gyr

Senior Client Advisor

E-Mail: 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.ch