

Unsere Meinung

2019

Nach der Flut die Ebbe



Inhalt

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

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort 1

Makroökonomische Trends 1

Enttäuschende Renditen beinahe sämtlicher Anlageklassen maskieren ein nach wie vor robustes konjunkturelles Umfeld, welches sich 2019 allerdings allmählich weiter abschwächen wird

Mit dem fortschreitenden Abbau aufgeblähter Zentralbankbilanzen zieht Gegenwind auf für risikobehaftete Anlageklassen und die Weltkonjunktur

Die weitere Entwicklung im Handelskrieg zwischen den Vereinigten Staaten und China ist von kritischer Bedeutung für die Weltkonjunktur

Inflationstrend weist weiter nach oben angesichts zunehmender Beschäftigung trotz Dämpfer durch rückläufige Energiepreise

Der US-Dollar dürfte sich allmählich abschwächen, während EM-Währungen einen Boden gefunden haben

Aktienmärkte 8

Globale Aktienmärkte vollziehen die Trendumkehr angesichts Unternehmensgewinnen, die ihren Höhepunkt überschritten haben, und zunehmender Unsicherheit der makroökonomischen und geopolitischen Aussichten

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

Defensiven Sektoren ist gegenüber zyklischen Branchen der Vorzug zu geben

US-Aktien so unattraktiv wie selten zuvor

Staatsanleihen, Geld- und Kreditmärkte 14

Anzeichen eines Tops bei den langfristigen Zinsen angesichts rückläufiger konjunktureller Erwartungen für die Weltwirtschaft

Variabel verzinsliche Anlagen in US-Dollar bleiben erste Wahl, doch auch das lange Ende der Kurve hat an Reiz gewonnen

Italien als das Zünglein an der Waage für den Euro-Raum

Enttäuschendes Jahr für inflationsgeschützte Anleihen birgt Chancen für 2019

Schwellenländeranleihen: Licht am Ende des Tunnels

Kreditmärkte: Hort der Instabilität

Rohstoffe 24

Ein enttäuschendes von geopolitischen Einflüssen und Makro-Faktoren überschattetes Jahr an den Rohstoffmärkten

Rückenwind durch die anhaltende spätzyklische Expansion der Weltwirtschaft untermauert die Erwartung eines Rebounds an den Rohstoffmärkten über das kommende Jahr

Energie

Industriemetalle

Edelmetalle

Agrarrohstoffe

Picard Angst Anlagefonds – Performance 2018..... 31

Rohstoffe – «Enhanced Beta» Strategien

Rohstoffe – Systematische Risikoprämien-Strategien – Long-Short

Aktien

Geleitwort

In unserem Ausblick auf das vergangene Jahr hatten wir zwei mögliche Entwicklungspfade für den Jahresverlauf an den Finanzmärkten in den Raum gestellt und bewertet: Zum einen das Fortsetzungsszenario eines spätzyklischen inflationären Booms, zum anderen das Wendeszenario eines Wachstumseinbruchs ausgelöst durch das Einsetzen eines zyklischen Konjunkturabschwungs in China oder den Vereinigten Staaten und verstärkt durch Gegenwind aus strukturellen Faktoren. Rückblickend hat sich 2018 tatsächlich als Jahr der Wende entpuppt. Im Laufe der ersten Jahreshälfte ging dem vielbeschworenen global synchronisierten Wachstumsaufschwung die Puste aus, und makroökonomischer Gegenwind sowie politische Sorgen begannen zu dominieren, sei es in der Form eskalierender Handelsstreitigkeiten, Kapitalflucht aus den Schwellenländern, schwächelnden Wachstums in China oder auch der erneut aufgeflammete Krisenstimmung an der EU-Peripherie. Zuletzt ist trotz anhaltend robustem Wirtschaftswachstum selbst der amerikanische Aktienmarkt ins Wanken geraten.

Für das kommende Jahr 2019 zeichnet sich im Vergleich zu den letzten Jahren für Anleger ein sehr viel herausfordernderes Umfeld ab, welches dazu angetan sein wird, die Spreu vom Weizen zu trennen. Denn die über das vergangene Jahrzehnt in global koordinierter Form und beinahe unbeschränktem Umfang durch die Geldpolitik bereitgestellte Liquidität ist dabei zu versiegen. Und wie Warren Buffet einst treffend bemerkte: «Erst wenn die Ebbe einsetzt, wird offenkundig, wer nackt geschwommen ist».

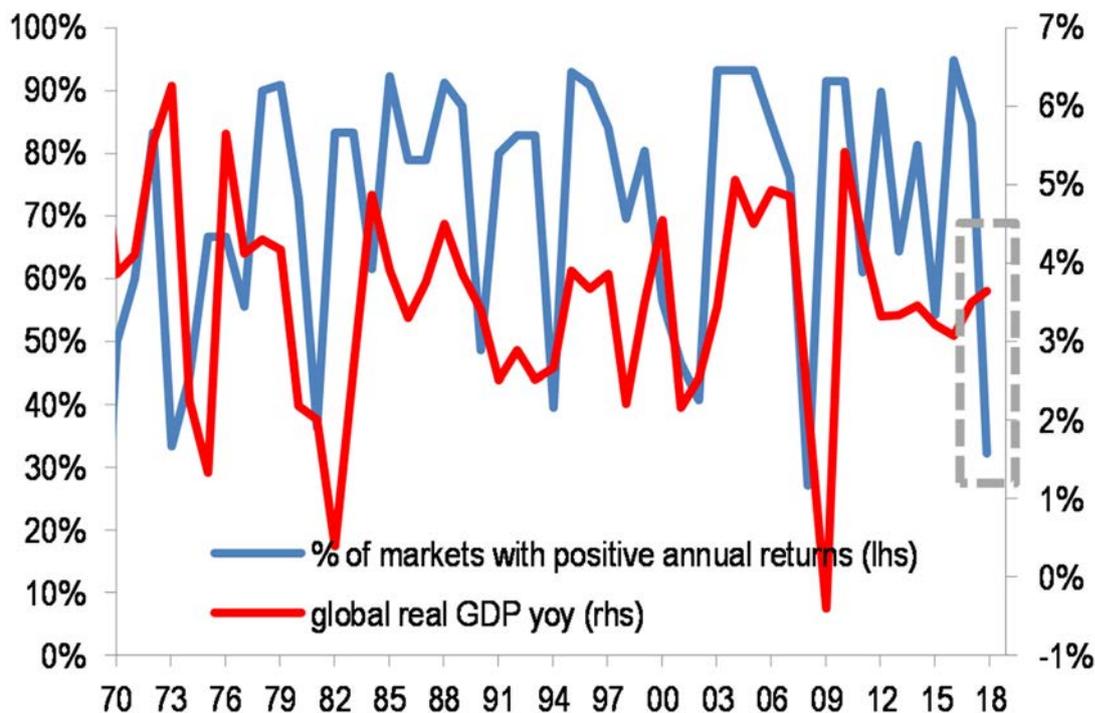
Die Renditeaussichten für die meisten Anlageklassen präsentieren sich stark reduziert. Um angestrebte Zielrenditen zu erreichen, werden ein aktiver Anlagestil und ein hoher Grad an Selektivität erforderlich sein. Dabei führt weiterhin kein Weg an Aktien vorbei. Denn trotz im Gesamtdurchschnitt nach wie vor hoher Bewertungen, haben einzelne Länder und Sektoren bereits deutlich korrigiert. Vor allem das Feld der Schwellenländer aber auch der eine oder andere Aktienmarkt in Europa birgt Erholungspotential.

Makroökonomische Trends

Enttäuschende Renditen beinahe sämtlicher Anlageklassen maskieren ein nach wie vor robustes konjunkturelles Umfeld, welches sich 2019 allerdings allmählich weiter abschwächen wird

- Trotz eines fulminanten Auftakts hat das vergangene Jahr letztendlich für Verluste in beinahe jeder Anlageklasse und -stil gesorgt. In ähnlichem Ausmass hat sich ein solches Szenario in den letzten fünfzig Jahren lediglich zweimal ergeben, nämlich in der Phase der Stagflation der 1970er-Jahre sowie im Zuge der globalen Finanzkrise von 2008/9 (siehe Abb. 1).
- Erstaunlich ist dies insbesondere angesichts eines anhaltend robusten Wachstums der Weltwirtschaft, welches 2018 nach Schätzung des Internationalen Währungsfonds trotz einer Abwärtsrevision der Erwartungen in den letzten Monaten um 3.7% liegen dürfte.
- Nichtsdestotrotz ist dem vielbeschworenen global synchronisierten Wachstumsaufschwung bereits im Frühjahr die Puste ausgegangen. Seither sehen wir mit Ausnahme der Vereinigten Staaten eine sukzessive Abschwächung der vorlaufenden Stimmungsindikatoren. So ist der globale Durchschnitt der Einkaufsmanagerindizes für das fertige Gewerbe zum Jahresende auf einen Stand von 52 Punkten gefallen.
- Damit deuten die Zeichen auch für das kommende Jahr auf ein zwar schwächeres jedoch weiterhin robustes Wachstum der Weltwirtschaft hin. Der Durchschnitt der Wachstumserwartungen für das globale Bruttoinlandsprodukt liegt gar nur geringfügig unter dem Vorjahr bei 3.5%. Somit dürfte die Weltwirtschaft das dritte Jahr in Folge über Trend expandieren.

Abb. 1: Anteil der Anteilsklassen mit negativer Jahresrendite im Vergleich mit dem Wachstum des globalen Bruttoinlandprodukts

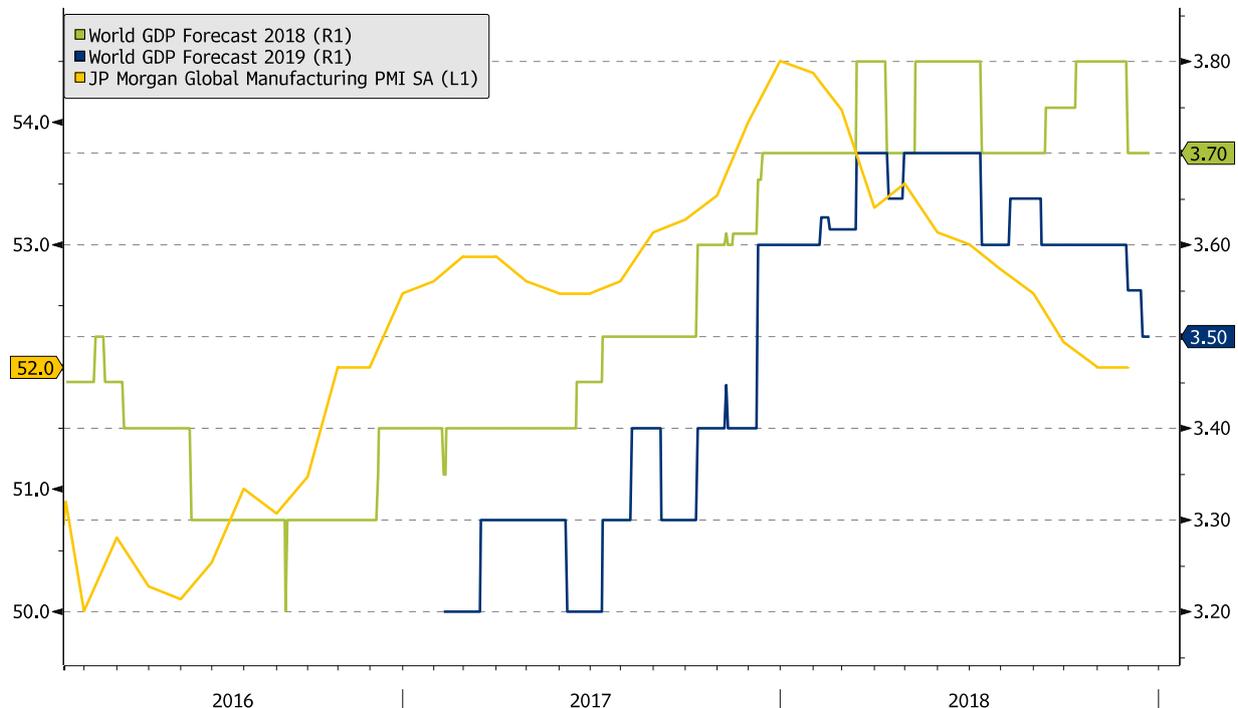


Quelle: J.P. Morgan, 2018

- Bei den Industrieländern wird die nachlassende Unterstützung an der fiskalischen Front allerdings das Wachstum der US-Wirtschaft reduzieren. Dafür müssen Japan und Europa in die Bresche springen.
- Doch Europa sieht sich besonderen Herausforderungen gegenüber gestellt. Denn die verbesserte konjunkturelle Situation der letzten Jahre hat wenig dazu beigetragen populistische politische Bewegungen zurückzudrängen. So sieht sich die Eurozone im Fall von Italien mit einer Rückkehr der Euro-Krise konfrontiert mit weitreichenden Auswirkungen auf die Anleihenmärkte konfrontiert (siehe dazu auch das Kapitel «Staatsanleihen, Geld- und Kreditmärkte»), und Frankreich ist dabei, hartgewonnenen fiskalischen Spielraum zur Besänftigung der Protestbewegung der «Gilets Jaunes» wieder zu verspielen. Das grösste konjunkturelle Abwärtspotential bietet jedoch ein ungeregelter 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.
- Wie schon im Vorjahr werden die Schwellenländer auch 2019 die Wachstumslokomotive bleiben. Doch ihr Beitrag wird sich leicht reduzieren. Die umfangreichen fiskalischen und geldpolitischen Stimulierungsmassnahmen, welche China über die letzten Monate eingeleitet hat, dürften bald Wirkung zeigen und dafür sorgen, dass sich der Wachstumspfad der chinesischen Wirtschaft über der 6% Marke stabilisiert. Das grösste Wachstumsrisiko für die exportorientierten Emerging Markets stellt eine Eskalation des schwelenden Handelskonflikts zwischen China und den Vereinigten Staaten dar. Denn ein Grossteil des Wachstums hängt vom Welthandel ab.
- Trotz der insgesamt weiterhin konstruktiven Datenlage stehen Nachhaltigkeit und verbleibende Dauer des Aufschwungs zunehmend in Frage. Denn Schätzungen des Potentialwachstums der entwickelten Volkswirtschaften sind seit Jahren rückläufig. Aufgrund der Kombination demographischer Faktoren und des nachhaltig fallenden Produktivitätswachstums sind für die Vereinigten Staaten künftig reale Wachstumsraten von kaum mehr als 1% p.a. zu erwarten. Ein ähnlicher Trend ist in Europa zu beobachten. Gleichzeitig hat sich der Verschuldungsgrad privater wie öffentlicher Haushalte in den westlichen Volkswirtschaften massiv erhöht. Dass dies insgesamt

noch nicht zu ernsthaften Problemen geführt hat, ist allein dem Umstand zu verdanken, dass die Zinsen bisher tief geblieben und die Aufwendungen für den Schuldendienst dadurch gar gefallen sind.

Abb. 2: Konstruktives Wachstumsbild der Weltwirtschaft trotz nachlassender Dynamik



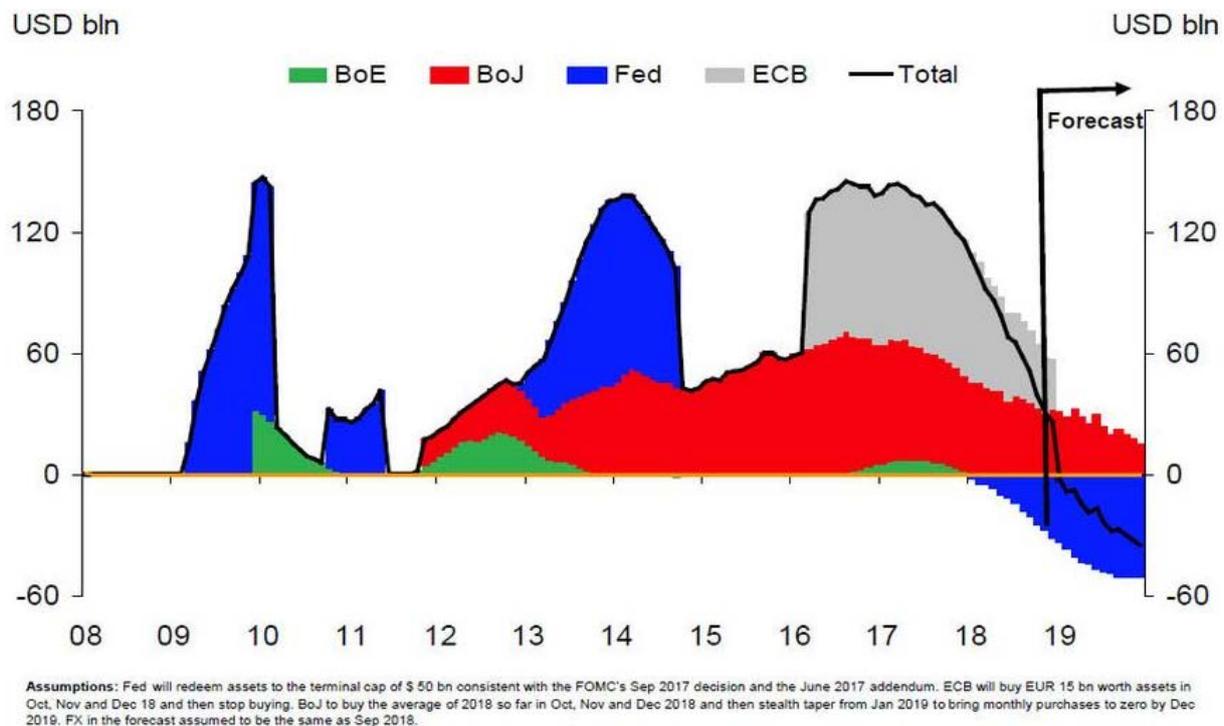
Quelle: Bloomberg LP, 2018

Mit dem fortschreitenden Abbau aufgeblähter Zentralbankbilanzen zieht Gegenwind auf für risikobehaftete Anlageklassen und die Weltkonjunktur

- 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 hieven, wird ab dem kommenden Jahr definitiv der Ebbe Platz machen.
- Zuletzt hat die Europäische Zentralbank (EZB) bekanntgegeben, dass sämtliche Kaufprogramme zum Jahresende 2018 eingestellt werden. Zwar werden Rückflüsse aus auslaufenden Emissionen vorerst reinvestiert werden, doch die Bilanzsumme der EZB hat damit ihren Höchstpunkt erreicht. Auch wenn Zinserhöhungen noch mindestens bis in den Sommer auf sich warten lassen werden, bedeutet dies einen substantiellen Rückgang der geldpolitischen Unterstützung, welcher unglücklicherweise zudem mit einer Abschwächung der europäischen Konjunktur zusammenfällt.
- In den Vereinigten Staaten ist dagegen bereits seit längerem ein Rückbau der Notenbankbilanz im Gange, der sich im Jahresverlauf beschleunigt hat. Mittlerweile wird die aufgeblähte Bilanz monatlich um USD 50 Mrd. reduziert.
- Hinzu kommt, dass in den Vereinigten Staaten auch die Leitzinsen seit geraumer Zeit am Steigen sind und inzwischen ein Niveau von 2.5% erreicht haben. Sie sind damit soweit angestiegen, dass anders als in den Vorjahren 2018 eine deutliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zu beobachten war. Für eine gewisse Entspannung sorgen könnte allerdings sorgen, dass entgegen früherer Verlautbarungen die Federal Reserve zuletzt zur Auffassung gekommen ist, dass sich die Leitzinsen nicht mehr allzu weit von der neutralen Rate entfernt befinden. Die Markterwartungen für weitere Zinsschritte im kommenden Jahr haben sich in der Folge auf weniger als zwei reduziert.

- Als Netto-Liquiditätsanbieter verbleibt einzig und allein die Bank of Japan. Dies bedeutet, dass die kombinierten Zentralbankbilanzen der G4 2019 beschleunigt schrumpfen werden (siehe Abb. 3).

Abb. 3: Geglättete monatliche Transaktionsflüsse der G4-Zentralbanken aus QE-Programmen (12-monatige gleitende Durchschnitte)



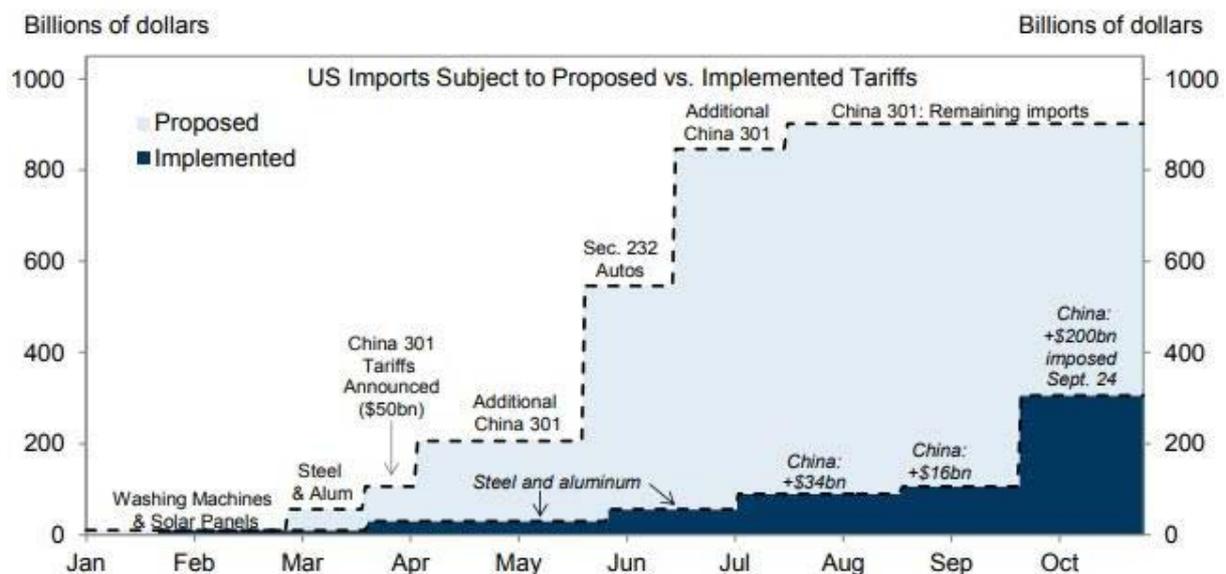
Quelle: Deutsche Bank, 2018

Die weitere Entwicklung im Handelskrieg zwischen den Vereinigten Staaten und China ist von kritischer Bedeutung für die Weltkonjunktur

- Die Spannungen zwischen den Vereinigten Staaten und dem Rest der Welt über die Gestaltung der bilateralen Handelsbeziehungen haben sich über das vergangene Jahr sukzessive erhöht. Nach der Einführung von Zöllen auf Aluminium und Stahl gegenüber einer Vielzahl von Handelspartnern haben sich die weiteren Schritte der Vereinigten Staaten in erster Linie gegen China gerichtet.
- 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 Vereinigten Staaten direkt bedrohen.
- Entgegen den Erwartungen mancher Ökonomen lassen sich in den rapportierten Wirtschaftskennzahlen für die Vereinigten Staaten bisher kaum negative Auswirkungen des Handelskriegs erkennen. Dies dürfte nicht zuletzt darauf zurückzuführen sein, dass in Antizipation neuer und höherer Zölle, Importe in signifikantem Umfang vorgezogen wurden, was die Aktivitätsdaten im vergangenen Jahr künstlich angehoben hat. In China dagegen sind Anzeichen nachlassender Wirtschaftsaktivität und Expornachfrage nicht von der Hand zu weisen.

- Eine weitere Eskalation wurde durch Gespräche zwischen China und den Vereinigten Staaten anlässlich des G20-Treffens Ende November vorerst abgewendet. Die bereits angekündigte Ausweitung und Anhebung sämtlicher Zölle auf chinesische Exportgüter auf 25% ist somit für drei Monate ausgesetzt.
- Angesichts des beträchtlichen verbleibenden Eskalationspotentials (siehe Abb. 4) ist es zur Sicherung einer fortgesetzten Expansion der Weltkonjunktur im kommenden Jahr essentiell, dass es gelingt, die Verschnaufpause für eine langfristige Einigung zu nutzen. Im Wege stehen dabei wohl weniger unüberwindbare Differenzen in der Sache selbst sondern vielmehr der von der US-Regierung und insbesondere dem Präsidenten persönlich praktizierte konfrontative Verhandlungsstil mit reichlichen Drohgebärden. Dies erschwert es der chinesischen Seite ungemein, die Hand zu einem Kompromiss zu reichen, ohne dabei gegenüber der eigenen Bevölkerung das Gesicht zu verlieren.

Abb. 4: Handelskrieg zwischen den Vereinigten Staaten und China: Es verbleibt beträchtliches Eskalationspotential über das kommende Jahr



Quelle: Deutsche Bank, 2018

Inflationstrend weist weiter nach oben angesichts zunehmender Beschäftigung trotz Dämpfer durch rückläufige Energiepreise

- Ein kräftiger Einbruch der Erdölpreise gegen das Jahresende hat die Inflationserwartungen in Form der Breakeven-Inflationsraten unter Druck gebracht. Auch in den Spot-Inflationsraten dürfte sich dieser Effekt in den kommenden Monaten niederschlagen.
- Der Trend bei der Kerninflation weist jedoch weiter nach oben angesichts fallender freier Kapazitäten und zunehmender Beschäftigung. So liegen die Konsumentenpreisindizes mit wenigen Ausnahmen wie etwa Japan und der Schweiz in den meisten Industrieländern bereits über der Zielrate, und Überraschungen bei den gemeldeten Inflationsdaten bewegen sich weltweit auf dem höchsten Stand seit drei Jahren (siehe Abb. 5).
- Auch eine weitere Eskalation des Handelskrieges hätte eine inflationstreibende Wirkung.

Abb. 5: Globaler Inflationsdruck weiterhin intakt: Überraschungen bei den Inflationsdaten bewegen sich weltweit auf dem höchsten Stand seit drei Jahren



Unter Berücksichtigung der Daten aus 18 Ländern: US, Japan, UK, Germany, Italy, France, Spain, Denmark, Switzerland, Norway, Sweden, Canada, China, South Korea, Russia, Chile, Mexico, Colombia. Quelle: UBS Knowledge Network, 2018

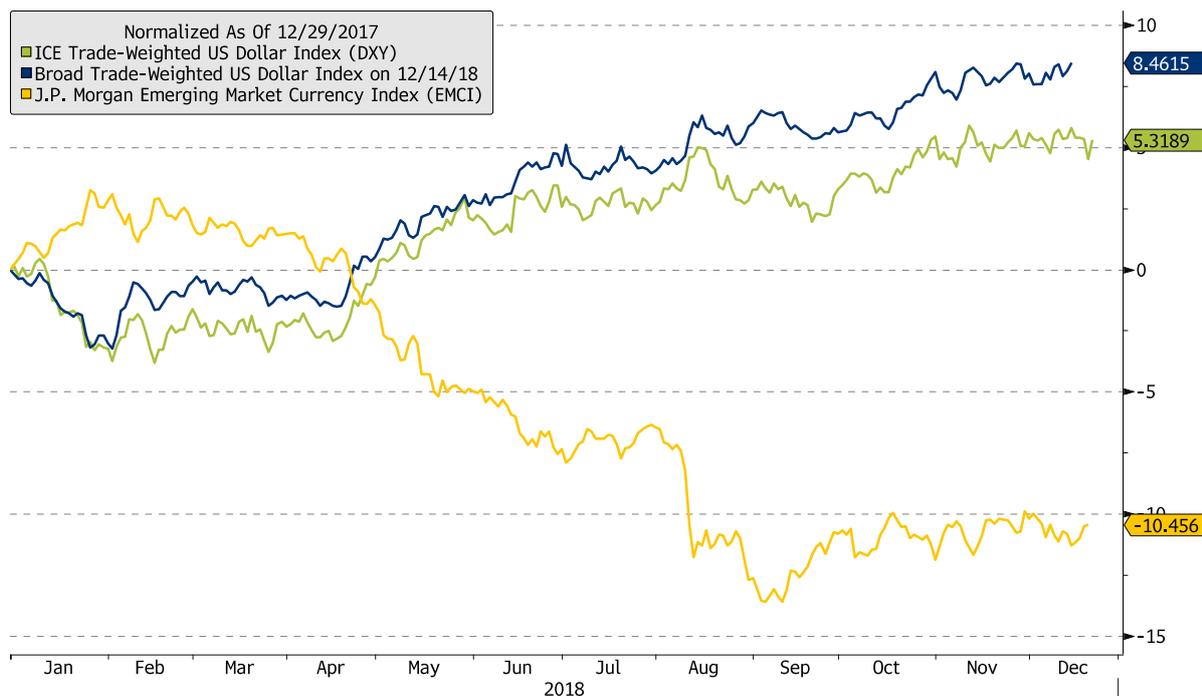
Der US-Dollar dürfte sich allmählich abschwächen, während EM-Währungen einen Boden gefunden haben

- Das vergangene Jahr war geprägt von unablässiger Stärke des US-Dollar sowohl gegenüber den Währungen der meisten Industrieländer aber in noch bedeutend stärkerem Umfang gegenüber den Währungen der Schwellenländer (siehe Abb. 6). Seit dem letzten relativen Tiefpunkt 2011 hat der nominale, breit handelsgewichtete Wechselkurs der US-Währung um ca. 35% aufgewertet.
- Für das kommende Jahr rechnen wir nicht mit einer Fortsetzung dieses Trends. Zum einen gehört der Einmaleffekt der Repatriierung in grossem Umfang im Ausland aufgebauter Liquiditätsbestände durch US-Unternehmen in Folge der Reform der Unternehmenssteuer der Vergangenheit an und damit verbundene Wachstumsimpulse laufen aus. Zum anderen hat die US-Notenbank ein absehbares Ende des Anstiegs der Leitzinsen in Aussicht gestellt, während für den Rest der Welt im Durchschnitt ein sich beschleunigender Aufwärtstrend bei den Leitzinsen zu erwarten ist. Wir gehen deshalb davon aus, dass sich der US-Dollar im Jahresverlauf allmählich abschwächen wird.
- Für die Euro-Gemeinschaftswährung unterstellt eine Analyse der Kaufkraftparität zwar weiterhin eine gewisse Unterbewertung gegenüber dem Dollar, welche fundamentale Gleichgewichtsmodelle (FEER) auch für den handelsgewichteten Euro bestätigen, doch über die kurze und mittlere Frist dürfte das Schicksal des EUR-Wechselkurses in erster Linie durch die weiteren Geschehnisse um die politischen Krisen in Italien und Frankreich sowie den bevorstehenden Brexit bestimmt werden. Sollten diese gemeistert werden, könnten für die zweite Jahreshälfte veranschlagte Leitzinserhöhungen der EZB der Gemeinschaftswährung neue Impulse verleihen.
- Angesichts der effektiven Anbindung der Schweizer Geldpolitik an den Euro-Raum dürfte auch der Schweizer Franken im zweiten Halbjahr von einer Wiederannäherung der Zinsen zwischen Europa und den Vereinigten Staaten profitieren. Substantielles Aufwertungspotential für den Schweizer Franken im Alleingang dürfte sich jedoch lediglich in Marktphasen ergeben, die von

ausgeprägter Risikoaversion geprägt sind und den Charakter der Währung als sicherer Hafen aktivieren.

- Problematisch stellt sich der fortgesetzte Anstieg der Zinsdifferenzen gegenüber dem US-Dollar vor allem für Anleger mit der Heimwährung Schweizer Franken oder Euro dar, welche ihre Fremdwährungsaussetzung aus US-Anlagen absichern. Diese Absicherungskosten sind mittlerweile auf signifikant über 3% p.a. angestiegen (siehe Abb. 7).

Abb. 6: Ausgeprägte Divergenzen an den FX-Märkten infolge der US-Geldpolitik: Breit- und engfasster handelsgewichteter US-Dollar vs. Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg LP, 2018

Abb. 7: Vergleich der FX-Hedging-Kosten zwischen wichtigen Währungen auf Jahressicht

				1y Hedging Cost Back into:				
				USD	EUR	JPY	GBP	CHF
USD	Equities	5.6		-	3.3%	3.2%	1.8%	3.7%
	Govt	2.9						
EUR	Equities	7.5		-3.2%	-	0.0%	-1.4%	0.4%
	Govt	0.3						
JPY	Equities	8.1		-3.1%	0.0%	-	-1.4%	0.5%
	Govt	0.1						
GBP	Equities	6.5		-1.8%	1.4%	1.4%	-	1.9%
	Govt	1.2						
MSCI AC World Equities (Weighted)		6.5		-0.8%	2.9%	2.8%	2.8%	3.4%
MSCI EM Equities (Weighted)		8.7		1.2%	4.7%	4.5%	3.0%	5.0%
EM Local Rates (Weighted)		0.0		3.2%	6.5%	6.4%	4.7%	7.0%

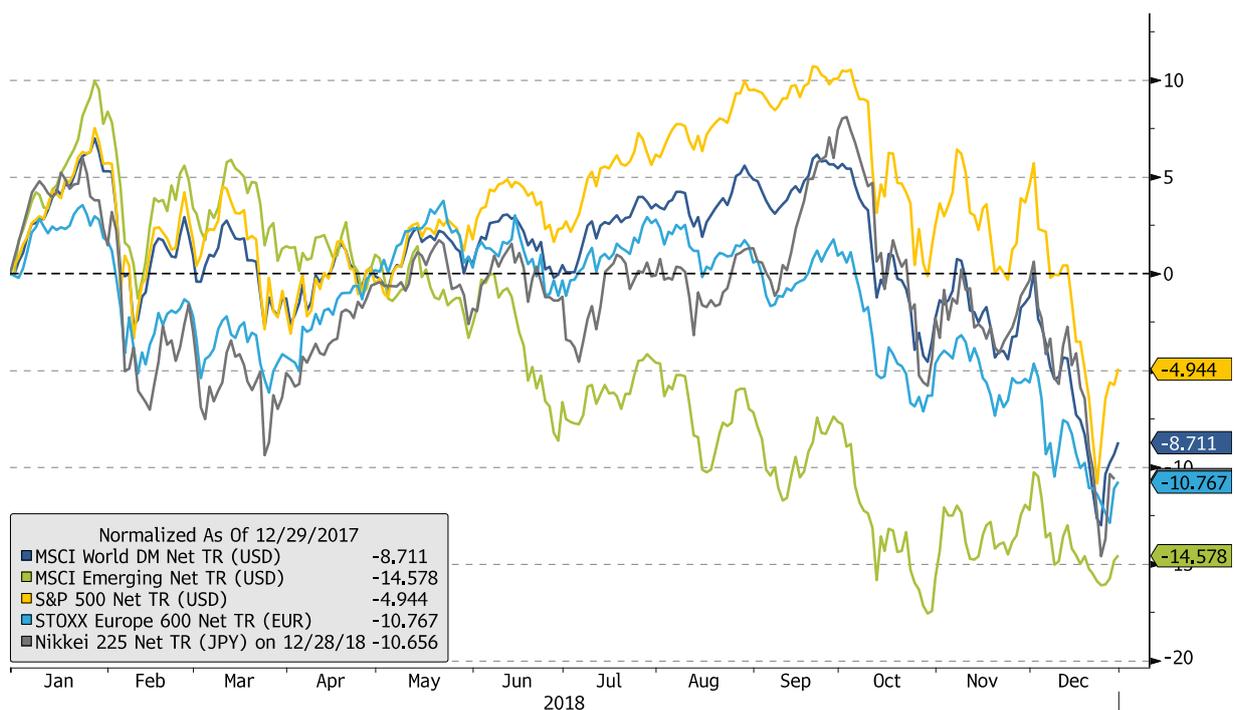
Quelle: Bloomberg LP, Citi Research, 2018

Aktienmärkte

Globale Aktienmärkte vollziehen die Trendumkehr angesichts Unternehmensgewinnen, die ihren Höhepunkt überschritten haben, und zunehmender Unsicherheit der makroökonomischen und geopolitischen Aussichten

- Die Aktienmärkte haben das vergangene Jahr zwar mit einem fulminanten Auftakt begonnen, doch im globalen Durchschnitt ging Ihnen bereits Ende Januar die Puste aus. Unmittelbarer Auslöser war ein Liquidationsschock, der in den Märkten für Volatilitätsderivate seinen Ursprung nahm, und das Ende des künstlich tiefen Volatilitätsregimes an den Aktienmärkten einläutete.
- Längerfristig ausschlaggebend waren jedoch das allmähliche Nachlassen der Wachstumsdynamik und die entsprechende stetige Abschwächung vorlaufender Wirtschaftsindikatoren. Im Laufe des zweiten Quartals begann sich dies zunehmend auch in Rückstufungen der Gewinnerwartungen der Unternehmen niederzuschlagen.
- Eine Ausnahme bildete der amerikanische Aktienmarkt, wo sich getrieben durch eine grosszügige Reduktion der Unternehmensbesteuerung ein durchschnittliches Wachstum der Unternehmensgewinne von deutlich über 20% ergab. Dementsprechend gelang es US-Aktien, sich vom Rest der Welt abzukoppeln und über den Sommer noch einmal neue Höchststände zu erzielen. Der Höhenflug war jedoch nur vorübergehender Natur. Denn auch in den Vereinigten Staaten trübten sich die Aussichten in der zweiten Jahreshälfte ein angesichts des bevorstehenden Auslaufens der einmaligen Effekte der Steuerreform.
- Zum Jahresende zeigen sich die Aktienmärkte sämtlicher Weltregionen mit teils kräftigen Kursverlusten im zweistelligen Prozentbereich (siehe Abb. 8). Besonders stark gelitten haben die Schwellenländer, welche angesichts des unablässigen Zinsanstiegs in den Vereinigten Staaten und anhaltender Dollar-Stärke unter Kapitalflucht litten.

Abb. 8: Entwicklung ausgewählter Aktienmärkte 2018



Zeitreihen indiziert zu 100 per 29.12.2017. Quelle: Bloomberg LP, 2018

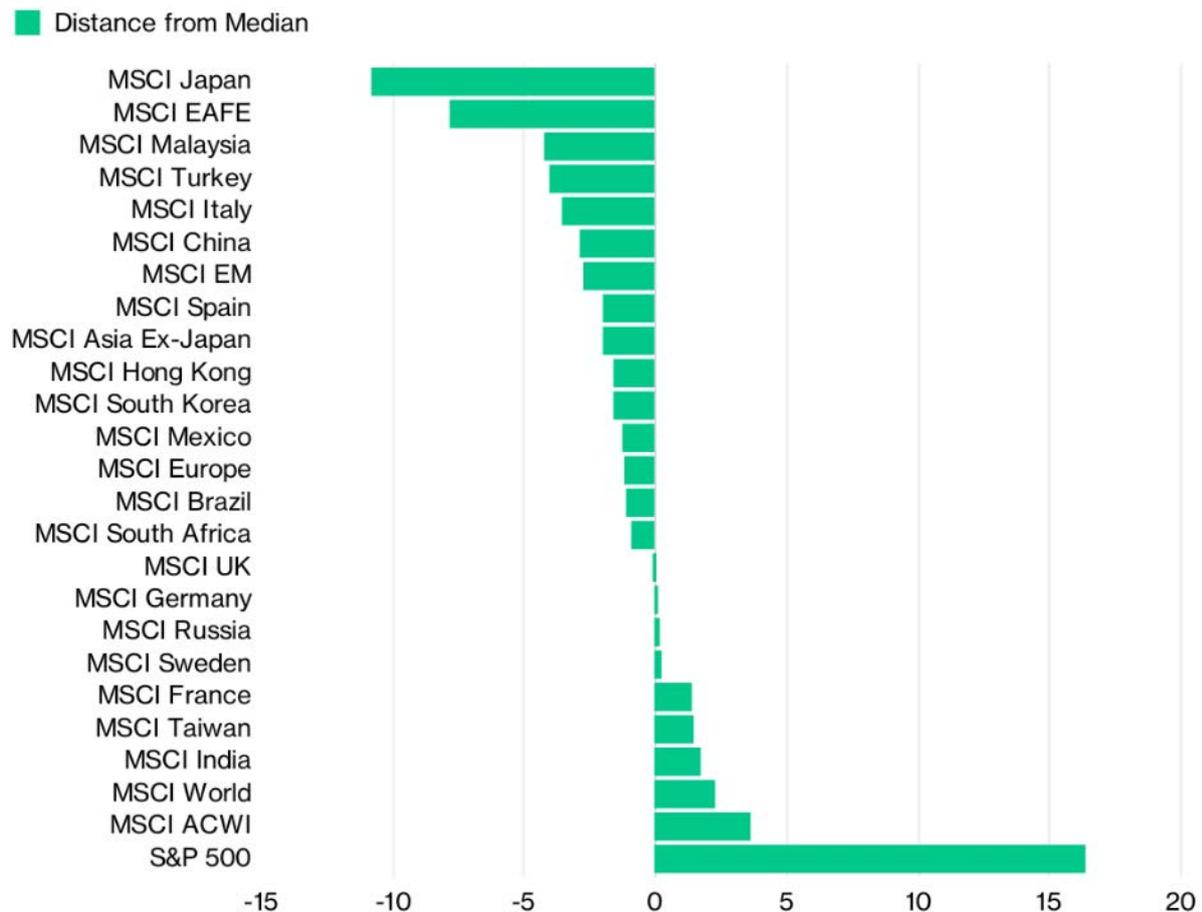
- Ein Blick auf die zu einem guten Teil weiterhin robusten Wirtschaftsindikatoren legt den Eindruck nahe, dass die Anleger angesichts des Ausverkaufs an den Aktienmärkten zum Jahresende einen übermässigen Grad an Pessimismus an den Tag gelegt haben. Rezessionsängste erscheinen noch verfrüht. Dies eröffnet die Aussicht auf einen potentiell erfreulicherem Auftakt in das neue Jahr.
- Insgesamt verspricht 2019 für Aktionäre jedoch ein herausforderndes Jahr zu werden. Der Rückenwind der Geldpolitik, welche über das vergangene Jahrzehnt durch Liquiditätsspritzen mitgeholfen hat, Aktienbewertungen in teils ungeahnte Höhen zu hieven, hat sich ins Gegenteil verkehrt. Steigende Risikoaversion rückt Bewertungen wieder ins Bewusstsein der Anleger und verdrängt die durch den Anlagenotstand geförderte Auffassung, dass Aktienanlagen alternativlos seien. In der Tat lassen die Verluste der vergangenen Monate selbst Cash als Alternative nicht nur angesichts steigender Zinsen (zumindest in den Vereinigten Staaten) plötzlich wieder attraktiv erscheinen.
- Der Ausblick auf die Unternehmensgewinne ist wenig geeignet, daran etwas zu ändern. Unternehmen aller Branchen verzeichnen die grösste Zahl an Abwärtskorrekturen der Gewinne seit zwei Jahren. Das Wachstum der globalen Unternehmensgewinne dürfte sich im kommenden Jahr von 13% in diesem Jahr auf 7% halbieren.
- Des Weiteren schweben das Damoklesschwert einer weiteren Eskalation der Handelsstreitigkeiten sowie eine generelle Zunahme der Unsicherheit über die makroökonomischen und geopolitischen Aussichten über den Märkten. Das Volatilitätsregime dürfte deshalb angehoben bleiben, sich im Jahresdurchschnitt aber unter den aktuellen Spitzenwerten in einer Spanne zwischen 17% und 20% einpendeln. Anlagestrategien, welche den Verkauf von Volatilität geschickt miteinander beiziehen, werden davon profitieren.

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

- Ein geschärftes Bewusstsein für Bewertungen wird im Jahresverlauf zu einer stärkeren Streuung der Renditen zwischen einzelnen Regionen und Ländern beitragen, als dies in der Vergangenheit der Fall war.
- Legt man einen Bewertungsmaassstab wie das zyklisch-adjustierte Kurs-Gewinn-Verhältnis (häufig auch als Shiller-KGV bezeichnet) zugrunde, welches sich hinsichtlich seiner Prognosekraft für die Kursentwicklung 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 Abweichungen der Bewertungen der einzelnen Märkte von ihrem langfristigen historischen Medianwert (siehe Abb. 9).
- 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 EBIDTA bei 1.48% und ist damit niedriger als in den anderen Industrieländern. Hinzu kommt, dass die japanische Zentralbank im Gegensatz zur Federal Reserve und der EZB weiterhin Geld in den Markt pumpen wird, wenn auch in geringerem Ausmass als bisher.
- Europa hat 2018 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 überbeuert, aber die wirtschaftlichen und politischen Herausforderungen sind vielfältig (Brexit, Italien, Frankreich) und die geldpolitische Unterstützung versiegt. 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 an-

deres 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.

Abb. 9: Extreme Überbewertung in den Vereinigten Staaten, doch Schnäppchen locken in den Schwellenländern und Teilen Europas



Abstand aktueller zyklisch-adjustierter KGV (CAPE) vom historischen Median. Quelle: Research Affiliates, Bloomberg LP, 2018

- Nach den scharfen Kursverlusten, welche sie über das vergangene Jahr erlitten haben, erscheinen Schwellenländeraktien besonders attraktiv. Die Wirtschaftsaktivität entwickelt sich – hauptsächlich 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 von dem Umstand profitieren, dass zunehmend davon ausgegangen wird, dass die US-Notenbank das Tempo ihrer geldpolitischen Straffung im kommenden Jahr zurücknimmt, was zu einer Schwächung des US-Dollars führen und Anreize zur Kapitalflucht mindern würde. Auch die von uns erwartete Erholung bei den Rohstoffpreisen (siehe Kapitel «Rohstoffe») sollte Schwellenländeraktien zugutekommen.

- Hinzu kommt, dass viele Anleger immer noch vorsichtig sind, was die Schwellenländer insgesamt anbelangt. 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.

Defensiven Sektoren ist gegenüber zyklischen Branchen der Vorzug zu geben

- Seit dem letztmaligen Auftreten von Befürchtungen einer globalen Wachstumsabschwächung 2016 haben zyklische Sektoren eine unablässige Outperformance gegenüber defensiven Aktien an den Tag gelegt. Im Laufe des vergangenen Sommers hat diese eine Ende gefunden (siehe Abb. 10). Das Verhältnis bewegt sich allerdings weiterhin ausserhalb der langfristigen historischen Bandbreite. Angesichts markanter Bewertungsunterschiede gehen wir deshalb unter dem Szenario einer allmählichen konjunkturellen Verlangsamung davon aus, dass sich defensive Sektoren prospektiv besser entwickeln werden.

Abb. 10: Die langanhaltende Outperformance zyklischer Titel hat ein Ende gefunden, doch die Korrektur und relative Erholung defensiver Aktien steht erst am Anfang



Quelle: Bloomberg LP, 2018

- Besonders hoch bewertet sind zyklische Konsumgüter und Technologie-Titel, welchen Basiskonsumgüter, Telekommunikation, Versorger sowie der Gesundheits- und Pharma-Sektor vorzuziehen sind.
- Auch hier bestehen allerdings regionale Unterschiede. So mindern etwa hohe Bewertungen in den Vereinigten Staaten dort die Attraktivität kotierter Versorgungsunternehmen und mancher Gesundheitswerte. Dem Pharma-Sektor könnte zudem Ungemach drohen von der regulatorischen Unsicherheit in den Vereinigten Staaten. Beim Thema Arzneimittelpreise dürfte ausnahmsweise Einigkeit zwischen Demokraten und Republikanern in dem sonst geteilten Kongress herrschen.

- Zurückhaltung ist zudem angebracht beim Finanzsektor. In Europa sind Banken dem Risiko des näher rückenden Brexit aber auch dem Wiederaufflammen der Euro-Krise um Italien ausgesetzt. Aber auch in den Vereinigten Staaten trüben sich die Gewinnaussichten des Sektors zunehmend ein. Denn trotz Beschleunigung des Wirtschaftswachstums über das vergangene Jahr hat sich das Kreditwachstum merklich abgekühlt und die Zinskurve gegen Jahresende signifikant abgeflacht und teilweise gar invertiert. In der Folge hat der US-Finanzsektor die seit der Präsidentschaftswahl 2016 aufgebaute Outperformance gegenüber dem Gesamtmarkt bereits grösstenteils wieder eingebüsst.

US-Aktien so unattraktiv wie selten zuvor

- Die langanhaltende Outperformance des amerikanischen Aktienmarkts gegenüber dem Rest der Welt – insbesondere seit über einem Jahrzehnt gegenüber Europa – hat zu einer Situation geführt, die sich durch eine Spreizung der Bewertungen auszeichnet, die ein kaum je gekanntes Mass angenommen hat (siehe Abb. 9).
- Der eindrückliche Sprung der Unternehmensgewinne im vergangenen Jahr um 23% war zu einem beträchtlichen Teil auf Einmaleffekte zurückzuführen. Mit dem Jahrestag der Unternehmenssteuerreform zum Jahreswechsel fallen diese dahin. Es steht deshalb zu erwarten, dass das Wachstum der Unternehmensgewinne in den Vereinigten Staaten 2019 auf 7% zurückfallen wird – von allen grossen Regionen der grösste Verlierer.

Abb. 11: Bewertungsprämie des US-Aktienmarktes: KGV-Differenz grösstenteils erklärt durch die Technologieschwergewichte der FAANG-Gruppe



Quelle: MSCI, Thomson Reuters, Blackrock Investment Institute, 2018

- Analysen der Komposition der Netto-Mittelzuflüsse in den amerikanischen Aktienmarkt unterstreichen seit Jahren die gewichtige Rolle, welche der Kauf eigener Aktien durch Unternehmen spielt. Im vergangenen Jahr haben US-Aktien von einem besonders starken Anstieg der Aktienrückkaufprogramme auf ein Volumen von nahezu USD 800 Mrd. profitiert. Ermöglicht wurde dies nicht zuletzt durch die Repatriierung grosser im Ausland geparkter Liquiditätsreserven im Zuge der Steuerreform. Diese Quelle dürfte im kommenden Jahr nicht mehr so kräftig sprudeln. Gleich-

ches gilt für durch Fremdkapitalaufnahme finanzierte Rückkäufe angesichts signifikanter verschärfter Finanzierungsbedingungen an den Kreditmärkten.

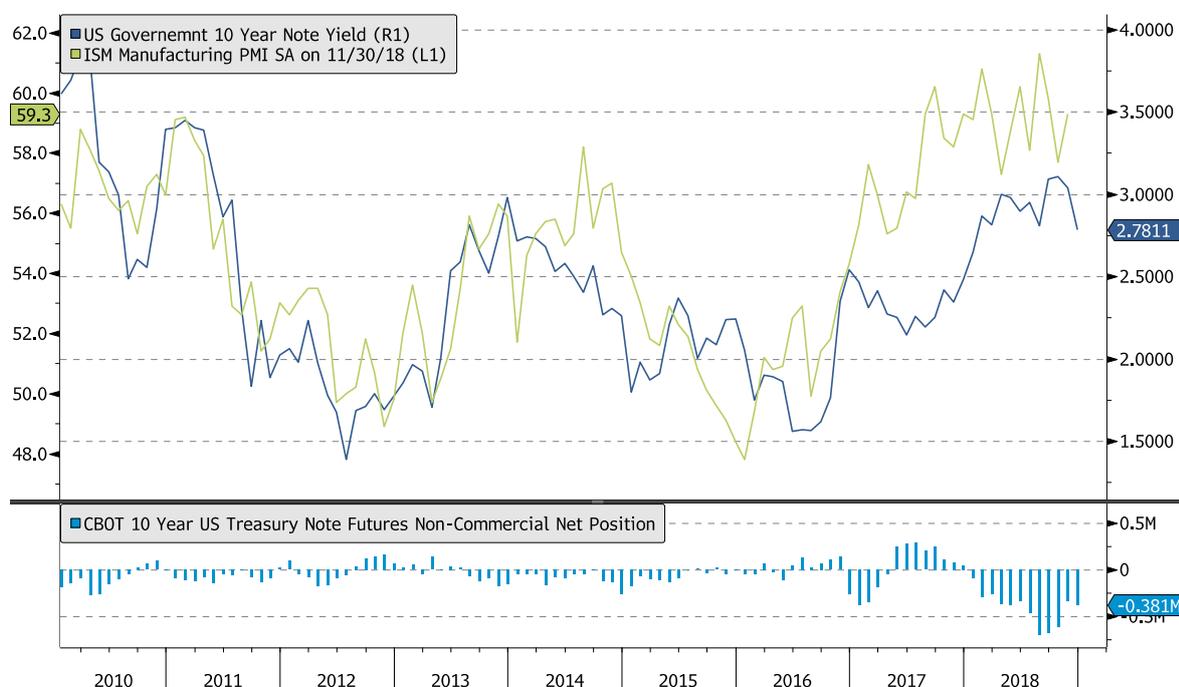
- Technologietitel haben sich fast zwanzig Jahre nach der Internetblase wieder zur treibenden Kraft am US-Aktienmarkt entwickelt. Ihr Anteil an der Marktkapitalisierung beläuft sich inzwischen auf über 25% - eine Marke, die zuvor nur einmal im Jahr 2000 für eine kurze Zeit vor dem Platzen der Spekulationsblase durchbrochen worden war. Die Abhängigkeit des breiten Aktienmarktes vom Geschick des Technologiesektors ist damit aktuell so hoch wie selten zuvor.
- Hinzu kommt, dass der Technologiesektor selbst eine äusserst konzentrierte Struktur aufweist. Der überwiegende Teil der Marktkapitalisierung konzentriert sich mittlerweile in fünf Unternehmen, welche unter dem Akronym FANG bzw. FAANG landläufig sind (Facebook, Amazon.com, Apple, Netflix, Google/Alphabet). Bezeichnend ist, dass diese fünf Unternehmen allein den grössten Teil der Bewertungsdifferenz des amerikanischen gegenüber dem europäischen Aktienmarkt erklären, wie eine Gegenüberstellung der prospektiven KGV über 12 Monate der Benchmarks MSCI Europe gegenüber dem um die FAANG-Komponenten reduzierten MSCI US Index verdeutlicht (siehe Abb. 11).
- Das Risiko, welches der Technologiesektor für den breiten Aktienmarkt darstellt, erschöpft sich dabei keineswegs in einer potentiellen Eintrübung des Geschäftsgangs. Die hohe Sektorkonzentration ist insbesondere das Ergebnis der starken positiven Netzwerkeffekte, welche viele der Geschäftsmodelle auszeichnen. Denn die positiven Externalitäten befördern eine „Winner Takes All“ Dynamik deren natürliches Endresultat die Etablierung von Monopolen ist. Zwar ist die Auslegung des Kartellrechts in den Vereinigten Staaten seit der Reagan-Ära sehr viel zurückhaltender geworden, der Umstand dass die Reichweite von Werbepattformen und sozialen Medien inzwischen die politische Sphäre erreicht hat und gar Einfluss auf den Ausgang von Wahlen nimmt, hat jedoch eine potentiell weitreichende Reaktion der Politik provoziert. Selbst wenn vor der Zerschlagung monopolistischer Strukturen Halt gemacht werden sollte, könnte allein die Einführung und Durchsetzung stringenterer Regulierung zum Schutz privater Datenhoheit und Privatsphäre die Geschäftsmodelle der Technologie-Giganten empfindlich tangieren. Bei Unternehmen wie Facebook haben sich diese Sorgen über die letzten Monate bereits deutlich im Aktienkurs niedergeschlagen.
- 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.

Staatsanleihen, Geld- und Kreditmärkte

Anzeichen eines Tops bei den langfristigen Zinsen angesichts rückläufiger konjunktureller Erwartungen für die Weltwirtschaft

- Im Schlepptau anhaltend robuster vorlaufender Indikatoren, die sich in den Vereinigten Staaten bisher dem Abwärtstrend im Rest der Welt erfolgreich widerersetzt haben, haben die Verfallrenditen auf zehnjährige US-Staatsanleihen die Marke von 3% über den Sommer deutlich durchbrochen. Der Ausbruch war jedoch nicht von Dauer. Mit der Eintrübung der konjunkturellen Erwartungen in der zweiten Jahreshälfte sind die Renditen auf Staatsanleihen gegen das Jahresende weltweit teils deutlich gefallen.
- Ebenfalls massgeblich dazu beigetragen hat eine Kompression der Inflationsprämien angesichts des signifikanten Einbruchs der Energiepreise im vierten Quartal.
- Damit drohen zinsdämpfende strukturelle Einflussfaktoren am langen Ende der Zinskurven wieder die Oberhand zu gewinnen. Denn die langfristigen Realzinsen sind eng mit dem Potentialwachstum einer Volkswirtschaft verknüpft. Angesichts des für die entwickelten Volkswirtschaften über das letzte Jahrzehnt beständig gefallenen Potentialwachstums ist naheliegend, dass die Gleichgewichtsraten der Realzinsen nahe dem tiefen aktuellen Niveau verharren werden. Zu den strukturellen Faktoren, die dazu beigetragen haben, zählen neben dem beschleunigten demografischen Wandel, die hohe Verschuldung öffentlicher wie privater Haushalte und die dadurch bedingte mangelnde Konsum- und Investitionsneigung.

Abb. 12: US-Staatsanleihen signalisieren Pessimismus gegenüber rosigen Indikationen der vorlaufenden Konjunkturindikatoren



Quelle: Bloomberg LP, 2018

- Nichtsdestotrotz weisen die Positionierungsdaten der Terminbörsen angesichts anhaltend hoher Netto-Short-Positionen darauf hin, dass die Mehrheit der Anleger weiterhin von tendenziell steigenden Verfallrenditen am langen Ende ausgeht (siehe Abb. 12).

- Zu jenen Faktoren, welche über das kommende Jahr eine zinstreibende Wirkung entfalten könnten, gehört vor allem der massiv angewachsene Finanzierungsbedarf des US Treasury. Denn die Steuerreform des vergangenen Jahres hat tiefe Löcher in der Staatskasse hinterlassen und das Budgetdefizit droht 2019 die Billionenmarke zu durchbrechen.
- Daneben dürfte sich der stufenweise beschleunigende Rückbau der aufgeblähten US-Notenbankbilanz zunehmend bemerkbar machen. Auch in Europa ist angesichts der Einstellung der QE-Programme der EZB zum Jahresende 2019 mit ansteigendem Refinanzierungsdruck an den Anleihemärkten zu rechnen.
- Gegenwärtig dominieren bei Staatsanleihen jedoch erneut Signale der Skepsis hinsichtlich der Langlebigkeit der konjunkturellen Expansion. So hat sich die Abflachung der Zinsstrukturkurven im Markt für US-Treasuries zum Jahresende hin verschärft. Einzelne Segmente der Kurve, z.B. zwischen zwei und fünf Jahren, haben gar bereits invertiert (siehe Abb. 13). 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 von wenigen Monaten bis zu mehr als zwei Jahren gereicht.
- Um als Anleger von einem solchen Szenario 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.

Abb. 13: Die Inversion der Zinsstrukturkurve hat sich in der Vergangenheit als Indikator einer bevorstehenden Rezession in den Vereinigten Staaten bewährt



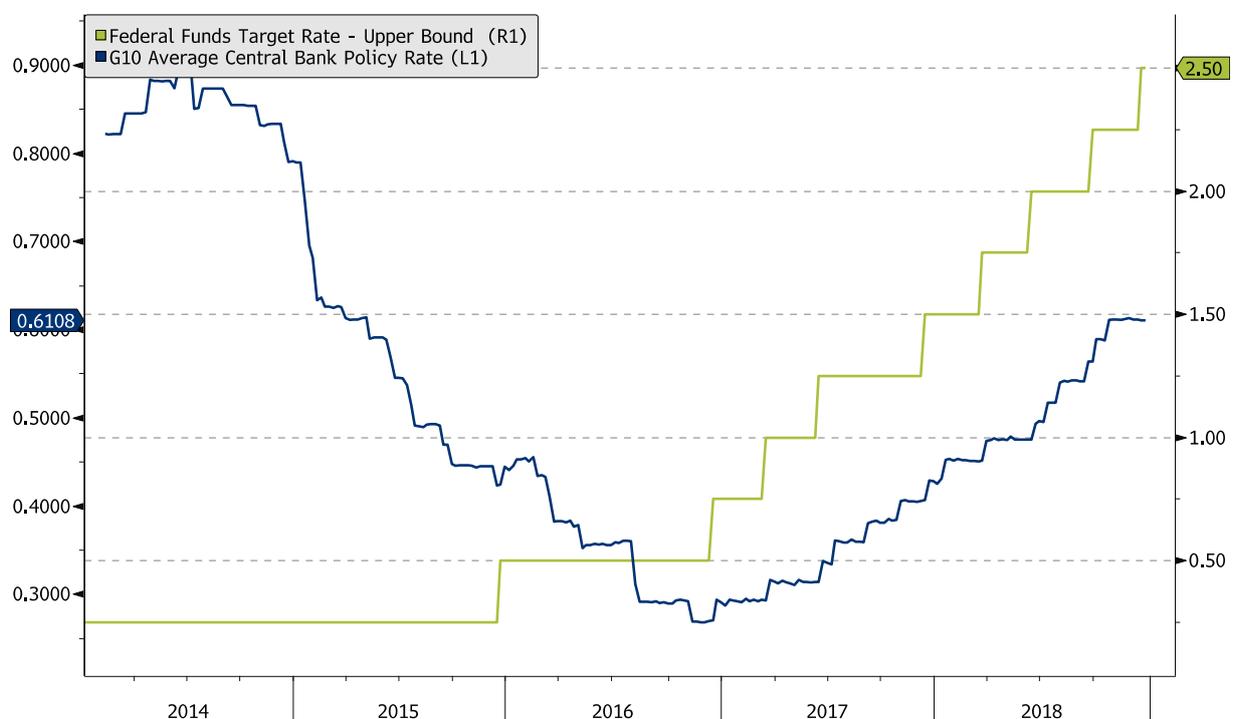
Quelle: Bloomberg LP, 2018

Variabel verzinsliche Anlagen in US-Dollar bleiben erste Wahl, doch auch das lange Ende der Kurve hat an Reiz gewonnen

- Zwar hat die US-Notenbank zuletzt ihre Ambitionen hinsichtlich weiterer Leitzinserhöhungen zurückgenommen und erwartet gemäss eigener Prognose für 2019 noch lediglich zwei weitere Zinsschritte. Diese machen Geldmarktanlagen mit variabler Verzinsung stetig attraktiver. So hat USD 3M LIBOR seit Jahresbeginn um beinahe 113 bp auf 2.82% angezogen.

- Im Rest der Welt stehen die Anstrengungen zu einer Normalisierung der Geldpolitik noch ganz am Anfang, dürften aber im Jahresverlauf Fahrt aufnehmen. Von der EZB – und in ihrem Fahrwasser auch von der Schweizer Nationalbank (SNB) – sind erste Schritte, sich vom herrschenden Regime negativer Geldmarktzinsen zu verabschieden, in der zweiten Jahreshälfte zu erwarten.
- Gleichzeitig machen sich am langen Ende wieder Wachstumssorgen wenn nicht gar deflationäre Ängste breit. Dadurch implizierte fallende Verfallrenditen eröffnen trotz der langfristig wenig attraktiven Ertragsaussichten über die kurze Frist Chancen auf Marktwertgewinne in langlaufenden Anleihen.
- Einer wie bisher verfolgten rein auf Verkürzung der Portfolio-Duration setzenden Portfolio-Strategie ist deshalb im kommenden Jahr eine «Barbell-Strategie» vorzuziehen, welche Geldmarktengagements und andere variabel verzinsliche Anlagen insbesondere im Dollar-Raum mit einer Auswahl langlaufender Anleihen kombiniert.

Abb. 14: Zaghafte Ansätze zu einer Normalisierung der Geldpolitik weltweit: US-Leitzinsen vs. durchschnittliche Leitzinsen in den G10-Staaten



Quelle: Bloomberg LP, 2018

Italien als das Zünglein an der Waage für den Euro-Raum

- In Europa war das vergangene Jahr vor allem geprägt durch die Rückkehr der Divergenz zwischen den Anleihemärkten der Kernländer der Eurozone und jenen an der Peripherie. Auslöser dafür war das von der neuen populistischen Regierung in Italien verabschiedete Budget, welches die EU-Richtlinien verletzte und einen Konflikt mit der EU-Kommission vom Zaun brach. In der Folge kam es zu einem rapiden Anstieg der Spreads auf italienische BTPs gegenüber deutschen Bundesanleihen, der Erinnerungen an die Eurokrise von 2011/12 weckte (siehe Abb. 15).

Abb. 15: Anleger fordern die höchsten Risikoaufschläge für italienische Anleihen seit der Krise von 2011

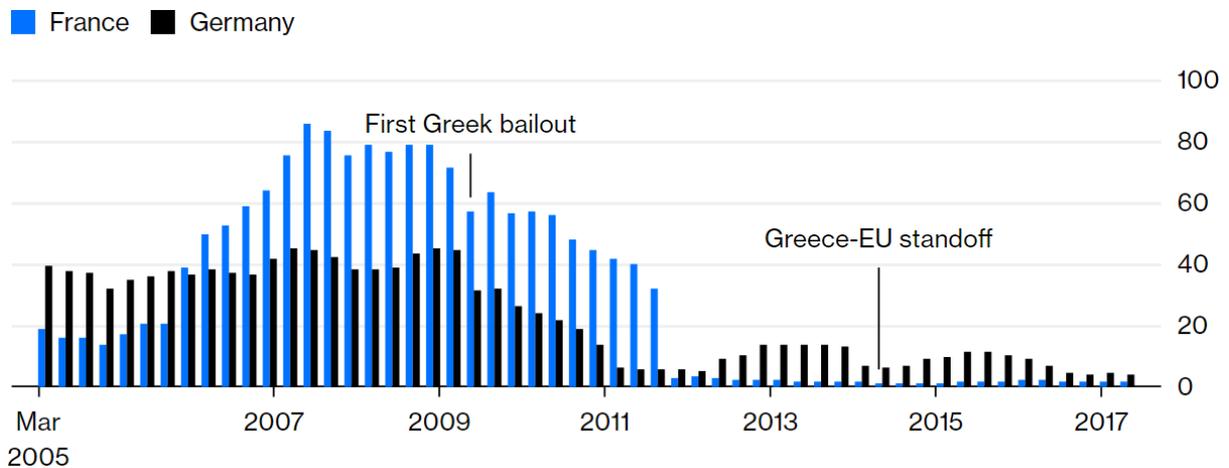


Quelle: Bloomberg LP, 2018

- Wir erwarten, dass der BTP-Markt über das kommende Jahr tonangebend sein wird für sämtliche Spreads von Emittenten der EU-Peripherie. Eine signifikante nachhaltige Ausweitung des BTP-Bund-Spread über das aktuelle Niveau hinaus halten wir jedoch für unwahrscheinlich und sind auch nicht der Auffassung, dass allenthalben gezogene Vergleiche mit der Eskalation des Konflikts zwischen Griechenland und der EU/EZB als Blaupause taugen.
- Italien sieht sich in diesem Zusammenhang mit insgesamt drei Problemen konfrontiert:
 - 1) *Konflikt mit der EU-Kommission aufgrund der Verletzung von Budget-Regeln*
Dieser ist grundsätzlich rein politischer Natur. Dass die Kommission bereit ist, ihn wie damals im Fall von Griechenland eskalieren zu lassen, ist angesichts der essentiellen Bedeutung Italiens für die Eurozone aber praktisch ausgeschlossen. Anders als Griechenland, aus dessen Volkswirtschaft sich ausländische Banken nach mehreren Bailout-Runden zum Zeitpunkt der Eskalation grösstenteils zurückgezogen hatten, hat sich die Aussetzung des weiteren EU-Bankensektors gegenüber Italien nur geringfügig reduziert (siehe Abb. 16 und Abb. 17).
 - 2) *Frage der langfristigen Tragfähigkeit der Staatsschuldenlast von mehr als 130% des Bruttoinlandprodukts*
Der Umstand, dass es Italien nicht gelungen ist, selbst unter den vorteilhaften makroökonomischen und geldpolitischen Rahmenbedingungen der letzten Jahre robustes Wachstum zu produzieren, stimmt diesbezüglich in der Tat bedenklich. Über die kürzere Frist wird dies die Refinanzierbarkeit der Staatsschulden und den Marktzugang aber kaum gefährden. Denn Italien verfügt über einen primären Budgetüberschuss sowie eine positive Leistungsbilanz. Hinzu kommen hohe Sparguthaben der privaten Haushalte und der Umstand, dass der Grösste Teil der Anleihen in inländischen Händen liegt, was die Wahrscheinlichkeit von Kapitalflucht stark reduziert.
 - 3) *Abhängigkeitsverhältnis zwischen italienischem Staat und Bankensektor («Doom Loop»)*
Die prominente Rolle, welche BTPs in den Bilanzen italienischer Banken spielen und regulatorische Anreize, welche diese Stellung festigen, stellen ein unmittelbares Problem dar. Denn dies eröffnet einen Transmissionspfad, über den sich Kursverluste der Anleihen in den Bankbilanzen direkt als Kapitalverluste niederschlagen. Aufgrund der Entflechtung und des Trends zur Renationalisierung des europäischen Bankensystems seit der Eurokrise haben sich die Ansteckungsgefahr und der potentielle europaweite systemische Fallout jedoch substantiell reduziert.
- All dies legt nahe, dass eine grundsätzliche und nachhaltige Lösung der Problematik zwar in weiter Ferne liegt, eine Ausweitung zu einer akuten Krise, welche Konvertibilitätsrisiken und Fortbe-

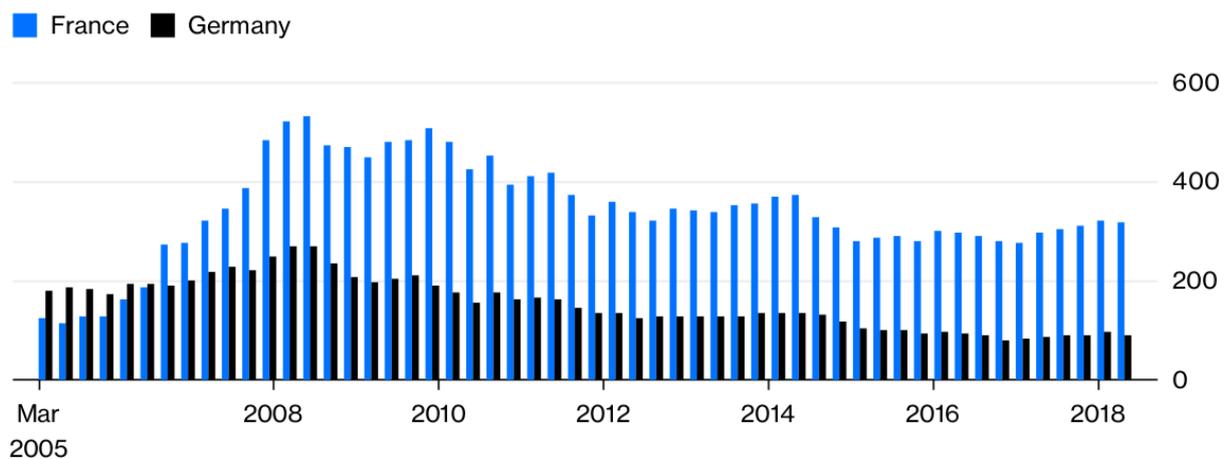
stand des Euro erneut in den Fokus rückt, im kommenden Jahr aber ebenso unwahrscheinlich ist.

Abb. 16: Aussetzung europäischer Banken gegenüber Griechenland



Quelle: Bloomberg LP, 2018

Abb. 17: Aussetzung europäischer Banken gegenüber Italien



Quelle: Bloomberg LP, 2018

Enttäuschendes Jahr für inflationsgeschützte Anleihen birgt Chancen für 2019

- Vieles sprach dafür, dass 2018 ein gutes Jahr für Inflationsgeschützte Anleihen werden würde. Denn viele der Schwergewichte unter den Industrieländern und führenden Emittenten dieser Anleihegattung wie die Vereinigten Staaten, Grossbritannien und Deutschland vermelden Vollbeschäftigung und steigende Lohnabschlüsse. Nichtsdestotrotz notieren die Breakeven-Raten der Inflation zum Jahresende auf Tiefständen (siehe Abb. 18). In der Breite konnten Inflation Linkers mit ihren konventionellen Gegenstücken deshalb nicht mithalten und hinkten letzteren auf Jahressicht um mehr als 2.5% hinterher (FTSE World Government Bond Index vs. Bloomberg Barclays World Inflation-Linked Index).
- Die Schuld daran ist in erster Linie dem unerwartet starken Einbruch der Erdölpreise im vierten Quartal zuzuschreiben. Doch auch strukturelle Entwicklungen wie rückläufige Produktivitätsgewinne, Akzentuierung der Ungleichheit bei Einkommens- und Vermögensverteilung sowie abnehmende Organisation und damit Verhandlungsmacht der Arbeitnehmerseite schwächen zunehmend den durch die Philips-Kurve unterstellten Zusammenhang zwischen Arbeitsmarkt und Inflation.

- Die spätzyklische Konjunkturdynamik dürfte allerdings über das kommende Jahr noch für die eine oder andere inflationäre Überraschung gut sein. Auch sind wir der Auffassung, dass der Rückgang bei den Energiepreisen in diesem Ausmass nicht von Dauer sein wird (siehe dazu auch das Kapitel «Rohstoffe»). Nicht ausser Acht gelassen werden sollte zudem das inflationstreibende Potential der schwelenden Handelskonflikte im Fall einer weiteren Eskalation. Die niedrigen Breakeven-Raten bieten für diese Szenarien aktuell einen günstige und risikoarme Einstiegsgelegenheit.
- Das grösste Fragezeichen für das nächste Jahr stellt in diesem Zusammenhang der Pfad der Inflationsentwicklung in Grossbritannien dar. Ein harter Brexit ohne Übergangsvereinbarungen mit der EU könnte, zum einen aufgrund der zu erwartenden Folgen für das Pfund zum anderen aber auch angesichts von Engpässen bei der Versorgung mit Nahrungsmitteln und Artikeln des täglichen Bedarfs, einen Preisschock auslösen. Andererseits wäre im Fall eines geordneten Ausscheidens oder gar eines Verbleibs in der Union währungsgetrieben mit fallenden Inflationserwartungen zu rechnen. Die gewinnende Strategie der letzten Jahre, Long-Positionen in indexgebundenen Gilts mit Short-Positionen in konventionellen Gilts zu verbinden, steht damit an einem Scheideweg.

Abb. 18: Der unerwartet starke Einbruch des Erdölpreises hat signifikanten Druck auf die Breakeven-Raten der Inflation ausgeübt



Quelle: Bloomberg LP, 2018

Schwelendeländeranleihen: Licht am Ende des Tunnels

- Nach einem ansprechenden Jahresauftakt zumindest für Anleihen in Lokalwährung kamen die Anleihenmärkte der Schwelendeländer ab April abrupt unter signifikanten Abgabedruck. Den Auslöser dazu bildete die breit angelegte Abwertung des EM-FX-Komplexes vor dem Hintergrund beständig steigender Zinsen in den Vereinigten Staaten und damit einhergehenden Aufwertungsdrucks auf den US-Dollar. In vielen Schwelendeländern schürte dies Ängste vor unkontrollierter Kapitalflucht, erzwang Zinserhöhungen durch die Zentralbanken und belastete die konjunkturellen Aussichten. Hinzu kam die Bedrohung durch Handelskonflikte für die exportabhängigen Schwelendeländelökonomen.

- Wie zu erwarten legten EM-Anleihen, die als Verpflichtungen in harter Währung (grosttenteils US-Dollar) emittiert wurden, vor diesem Hintergrund eine höhere Widerstandskraft an den Tag, gaben im Jahresverlauf aber trotzdem um gegen 5% nach (JP Morgan EMBI Global Index). Anleihen ausgegeben in lokaler Währung hatten einen schweren Stand und verloren gemäss JP Morgan GBI-EM Diversified Index in USD ausgedrückt um gegen 8%.
- Im Laufe des vierten Quartals haben Schwellenländeranleihen erste Anzeichen einer Erholung gezeigt. Nicht von ungefähr ist dies zusammengefallen mit einer Bodenbildung bei vielen EM-Währungen (siehe auch das Kapitel «Makroökonomische Trends»). Gemassigte Äusserungen von US-Notenbankchef Powell legen die Vermutung nahe, dass die Federal Reserve sich mit ihrer geldpolitischen Straffung in den kommenden Monaten zurückhalten wird. Das dürfte Schwellenländeranleihen in Lokalwährung Unterstützung bieten, vor allem wenn der US-Dollar dadurch gebremst wird.

Abb. 19: Schwerer Stand für Schwellenländeranleihen 2018, doch die Aussichten haben sich merklich aufgehellt



Quelle: Bloomberg LP, 2018

- Zwar sehen sich die Emerging Markets angesichts des globalen Trends zu einer allmähligen Normalisierung der Geldpolitik verschiedenen Herausforderungen und Risiken gegenergestellt, doch wie die 2013 zur Zeit der Drosselungsangst («Tapering») bei ähnlicher Faktenlage gemachten Erfahrungen zeigen, sollten diese nicht überbewertet werden. Denn grundsätzlich haben sich die Leistungsbilanzen der Schwellenländer über die letzten Jahre erheblich verbessert. Insgesamt ist der Leistungsbilanzüberschuss der Schwellenländer in dieser Zeit von 0.1% auf 0.8% des BIP angewachsen. Selbst bei den Schwellenländern mit Defiziten ist die Lücke kleiner geworden und beträgt jetzt nur noch 1.7% des BIP gegenüber rund 4% zu Zeiten der Drosselungsangst.
- Hinzu kommt, dass die Inflation in den Schwellenländern immer noch weit unter ihrem langfristigen Durchschnitt liegt und weiter sinkt. Momentan steigen die Preise mit rund 3% pro Jahr und liegen damit fast zwei Prozentpunkte unter der durchschnittlichen Rate der letzten zwanzig Jahre. Die durchschnittliche Inflationsrate in den Emerging Markets ist seit 2012 nahezu ununterbrochen gesunken.

- Auch die Behauptung, dass Unternehmen in Schwellenländern überschuldet seien, hält einer tiefergehenden Prüfung nicht stand. Die Kreditschöpfung der letzten Jahre war auf China konzentriert. Lässt man China aussen vor, ergibt sich ein Bild der Unternehmensverschuldung in Prozent des BIP, welches einen Rückgang von über 100% auf knapp 48% ausweist – gerade einmal 3 Prozentpunkte mehr als vor fünf Jahren. Zum Vergleich: In den Vereinigten Staaten sind es dagegen 72%, im Euroraum 100% und in Japan 103% des BIP.
- Ebenfalls erfreulich ist, dass sich die Kreditaufnahme in den Schwellenländern verlangsamt. Die Kreditlücke, also der Abstand zwischen aktueller und Trendrate beim Wachstum der privaten Verschuldung, gemessen in Prozent des BIP, geht in allen grossen Volkswirtschaften zurück. In China ist die Differenz von einem Höchststand von 27% des BIP auf 17% gesunken. In Brasilien, Indien und Russland ist die Lücke mittlerweile sogar negativ.
- All dies lässt Schwellenländeranleihen mit einer Rendite für Anleihen in Lokal- und Hartwährung von durchschnittlich 6.5% bis 7% günstig und attraktiv erscheinen und eröffnet für das kommende Jahr die Aussicht auf ein Umfeld, welches es der Anlageklasse erlauben dürfte zumindest einen Grossteil der Verluste des vergangenen Jahres wettzumachen.

Kreditmärkte: Hort der Instabilität

- An den Kreditmärkten war die erste Jahreshälfte 2018 im USD-Raum geprägt von einer ungewöhnlichen Divergenz zwischen den Renditen auf Investment Grade und High Yield Anleihen. Während die Renditeaufschläge für erstere sich im Zuge der Straffung der Finanzierungsbedingungen merklich weiteten, orientierten sich letztere an der entspannten Marktstimmung an den US-Aktienmärkten und verzeichneten neue Tiefstände. All dies änderte sich jedoch schlagartig im Herbst mit der Trendwende an den US-Aktienmärkten. Noch notieren die Spreads allerdings ein beträchtliches Stück tiefer als zum Höhepunkt der letzten Phase der Wachstumsangst 2016 (siehe Abb. 20).

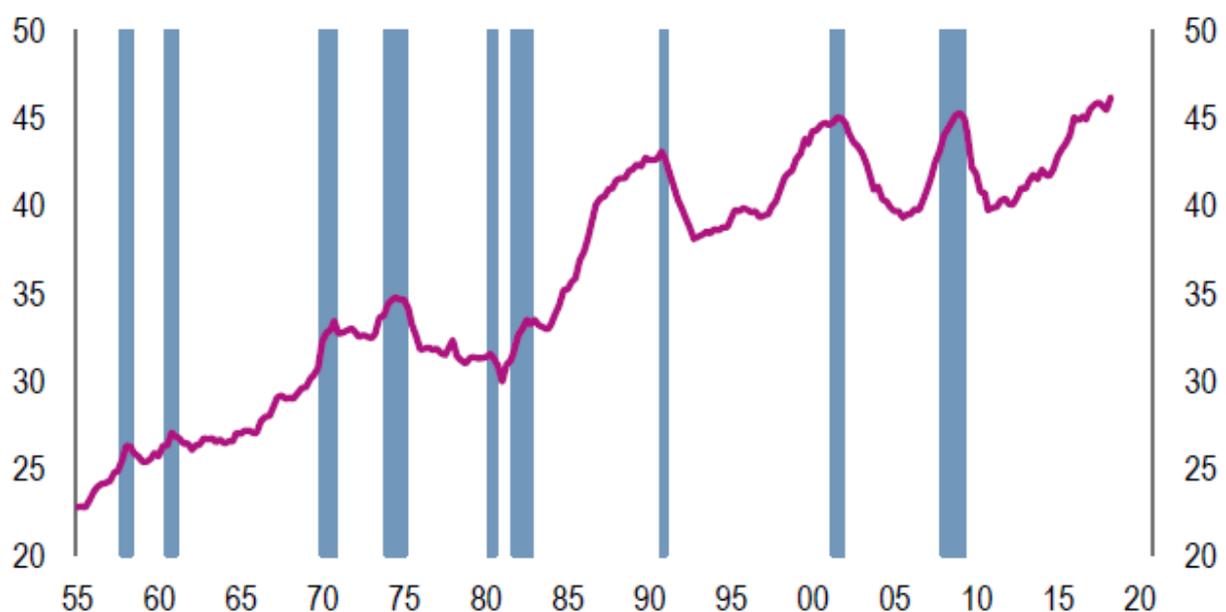
Abb. 20: Kompressionsphase beendet: Fortsetzung des Anstiegs der Kreditspreads im Investment Grade und High Yield Sektor für 2019 zu erwarten



Quelle: Bloomberg LP, 2018

- Es kristallisiert sich immer mehr heraus, dass die Kreditmärkte wohl das schwächste Glied in der Kette der globalen Risikoquellen darstellen. In einem Marktumfeld gezeichnet von steigender Risikoaversion wird sich der Trend anziehender Kreditspreads sowohl im US-Dollar- als auch im Euro-Raum unseres Erachtens über das kommende Jahr fortsetzen. Dafür sprechen eine ganze Reihe von Gründen:
- Die Ära des billigen Geldes und unlimitierter Liquidität des vergangenen Jahrzehnts kombiniert mit einem verhaltenen Konjunkturumfeld, das nur geringe organische Wachstumschancen bot, hat Unternehmen Anreize gegeben, ihre Bilanzen in bisher einmaligem Mass zu hebeln. So bewegt sich die Verschuldung der Unternehmen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf einem Rekordniveau jenseits des Verhältnisses vor den letzten Rezessionen (siehe Abb. 21). In einem schwächeren wirtschaftlichen Umfeld oder nur schon unter strafferen Finanzierungsbedingungen, auf welche die Geldpolitik hinarbeitet, wird dies unweigerlich zu einem deutlichen Anstieg der Ausfallraten führen.

Abb. 21: Schulden der Unternehmen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bewegen sich auf Rekordniveau jenseits des Verhältnisses vor den letzten Rezessionen

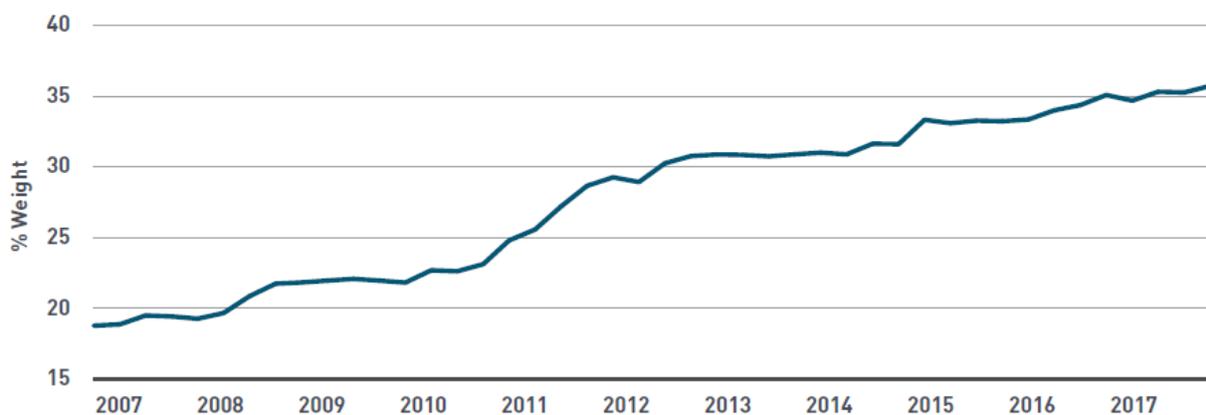


Quelle: FRB, BEA, Haver Analytics, NATIXIS, 2018

- 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.
- Besorgniserregend ist vor diesem Hintergrund der Umstand, dass in den Indizes für Unternehmensanleihen mit Investment Grade Rating der Anteil der Anleihen, die von Unternehmen mit marginaler Bilanzqualität und einem BBB-Rating ausgegeben wurden, über das vergangene Jahrzehnt beständig angestiegen ist (siehe Abb. 22). Bei einem Konjunkturunbruch sind diese besonders anfällig für Herabstufungen und leiden in diesem Fall aufgrund des Herausfallens aus dem Investment Grade Universum in der Regel unter besonders ausgeprägten Kursverlusten. Weltweit haben BBB-Anleihen inzwischen einen Anteil von mehr als 35 Prozent an Investment-Grade Indizes (in den Vereinigten Staaten gar 50 Prozent), während es vor zehn Jahren noch deutlich weniger als 20 Prozent waren. Allein das Volumen US-amerikanischer BBB-Anleihen hat sich in diesem Zeitraum von weniger als USD 700 Mrd. auf USD 2.5 Bio. vergrößert.

- Zu den spezifischen Faktoren, welche über das kommende Jahr zu höheren Spreads beitragen dürften, gehören auf Ebene der Unternehmen eine Abschwächung des Umsatzwachstums sowie Druck auf die Gewinnmargen. Negative Makroeffekte ergeben sich aus der zunehmend weniger lockeren Geldpolitik und sich abflachenden Zinsstrukturkurven, welche das Ertragspotential des Finanzsektors schwächen. Insbesondere dem US High Yield Sektor droht ein «Crowding Out» der Nachfrage durch einen fortgesetzten Anstieg der US-Leitzinsen. Mildernde Einflüsse könnten sich aus einem Rückgang der Emissionstätigkeit und weniger M&A-Aktivität ergeben.
- Für Europa sind die Aussichten besonders düster. Zwar haben sich die Bewertungen an den europäischen Kreditmärkten über das vergangene Jahr verbessert. Doch angesichts der nun 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 2019 fortsetzen dürfte. Hinzu kommt, dass das Netto-Emissionsvolumen im kommenden Jahr aufgrund substantiellen Finanzierungsbedarfs aus dem Bankensektor kräftig ansteigen dürfte. Auch in Europa rückt als Risikoquelle das BBB-Segment zunehmend in den Vordergrund, dessen Volumen sich auf EUR 960 Mrd. verfünffacht hat.

Abb. 22: Wachstum des Anteils der Unternehmensanleihen mit BBB-Rating im Bloomberg Barclays Global Credit Index



Quelle: MFS Investment Management, Barclays, 2018

Rohstoffe

Ein enttäuschendes von geopolitischen Einflüssen und Makro-Faktoren überschattetes Jahr an den Rohstoffmärkten

- An den Rohstoffmärkten hat sich das vergangene Jahr 2018 für die Anleger insgesamt enttäuschend entwickelt. Als Anlageklasse sind Rohstoffe anders als in den Vorjahren ihrer Reputation nicht gerecht geworden, in der späten Expansionsphase des Konjunkturzyklus nicht nur eine relative Outperformance gegenüber traditionellen Anlageklassen zu erzielen, sondern auch absolut attraktive Renditen zu liefern. Ihre Rolle als Portfoliodiversifikator konnten Rohstoffe damit im vergangenen Jahr nicht erfüllen.
- Zuzuschreiben war dies allerdings nicht mangelnden konstruktiven Fundamentaldaten in den einzelnen Rohstoffsektoren. Kräftiges Wachstum der Weltwirtschaft schlug sich in insgesamt robustem Nachfragewachstum nieder und liess angesichts Vollbeschäftigung und Verknappung der Kapazitäten Produktionskosten steigen. Dementsprechend waren besonders bei Metallen, aber auch Getreiden und in der ersten Jahreshälfte im Energiesektor beständig fallende Lagerbestände zu beobachten. Abnehmende Verfügbarkeit spiegelte sich in Terminkurven wieder, die sich generell abflachten und im Energiesektor sowie bei Basismetallen gar invertierten. Dies trug zu einer insgesamt erfreulichen Entwicklung in der ersten Jahreshälfte bei.
- Über den Sommer nahmen im Zuge der Eskalation des Handelskonflikts zwischen den Vereinigten Staaten und China jedoch geopolitische Einflussfaktoren überhand. Besonders stark getroffen wurden davon der Agrarsektor sowie Industriemetalle. Sorgen um eine mögliche in der Folge resultierende Abschwächung der chinesischen Volkswirtschaft sorgten für zusätzlichen Druck trotz rasch ergriffener fiskalischer und geldpolitischer Stimulierungsmassnahmen der chinesischen Regierung.

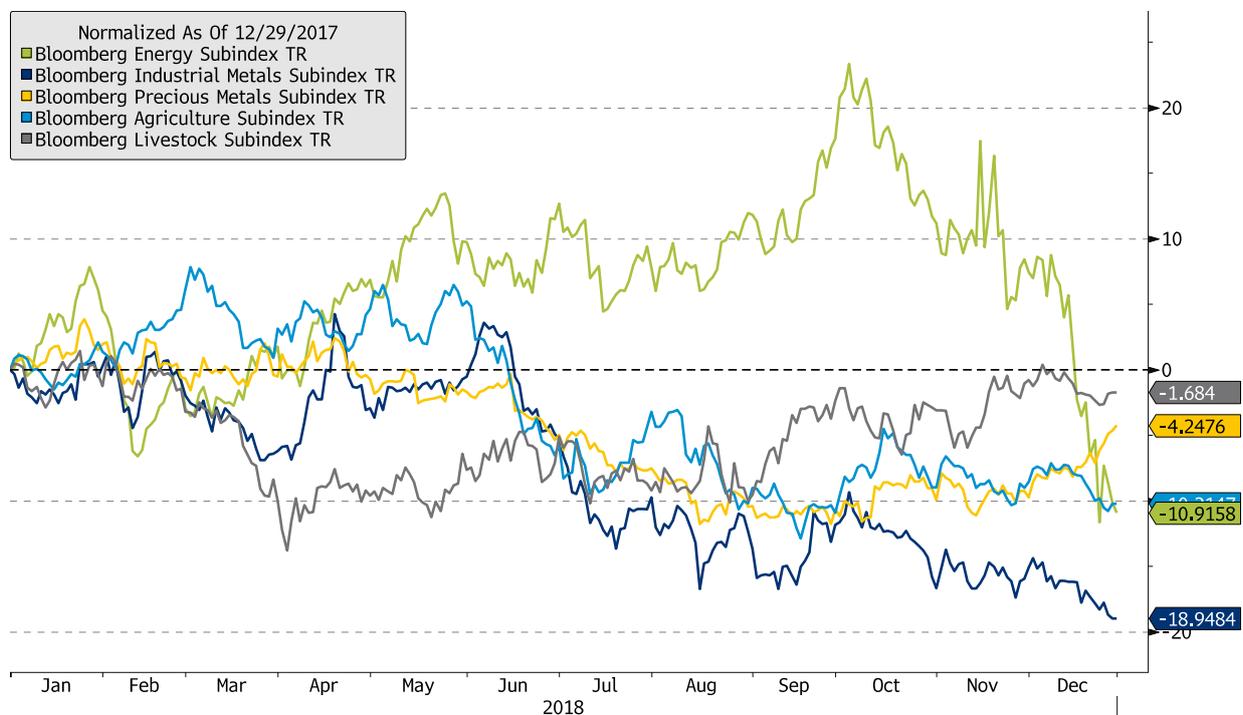
Abb. 23: Picard Angst Commodity TR vs. Benchmark-Indizes 2018



Quelle: Bloomberg LP, 2018

- Als letzter verbliebener positiver Rohstoffsektor erlitten gegen das Jahresende auch die Energiepreise einen scharfen Einbruch (siehe Abb. 24). Denn Erwartungen einer substantiellen Versorgungslücke aufgrund der Wiedereinführung von US-Exportsanktionen gegen den Iran erfüllten sich nicht, und als Gegenmassnahme von Saudi-Arabien und Russland initiierte Produktionserhöhungen resultierten in einer erneuten Überversorgung des Erdölmarktes.
- Über das gesamt Jahr als Gegenwind für die Anlageklasse bemerkbar machte sich zudem die unablässige Aufwertung des US-Dollar gefördert durch anhaltende Zinsschritte der US-Notenbank. Dies machte insbesondere Edelmetallen zu schaffen, welchen es trotz erhöhter politischer Risiken und steigender Risikoaversion an den Aktienmärkten nicht gelang, von ihren defensiven Eigenschaften als sicherer Hafen zu profitieren.
- Vor diesem Hintergrund beschlossen sämtliche breiten Rohstoff-Benchmarks das Jahr mit deutlichen Verlusten von jeweils mehr als zehn Prozentpunkten (siehe Abb. 23). Obwohl besonders zyklisch exponierte Vertreter mit hohem Energieanteil wie etwa der S&P GSCI Commodity TR Index bis in den Herbst noch kräftige Gewinne ausgewiesen hatten, schmolzen diese bis zum Jahresende rapide dahin. Anders als in den drei vorhergehenden Jahren musste sich unsere breit diversifizierte, hauseigene Picard Angst Commodity TR Strategie 2018 dem direkten Benchmark Bloomberg Commodity TR (zumindest in der Basisversion ohne dynamische Rolloptimierung) knapp geschlagen geben.
- Strategien mit zyklischem Fokus, welche Agrarrohstoffe aus ihrem Anlageuniversum ausschliessen und somit eine konzentrierte Aussetzung gegenüber Energierohstoffen und Metallen aufweisen, verzeichneten dagegen bis in den Herbst signifikant positive Renditen. Der rapide Preisverfall im Energiesektor im vierten Quartal bedeutete jedoch, dass diese Anlageansätze, zu denen auch unsere hauseigene Picard Angst Energy & Metals TR Strategie zählt, das Jahr schwächer als die breiten Benchmarks beschlossen.

Abb. 24: Entwicklung der Rohstoffsektoren 2018



Quelle: Bloomberg LP, 2018

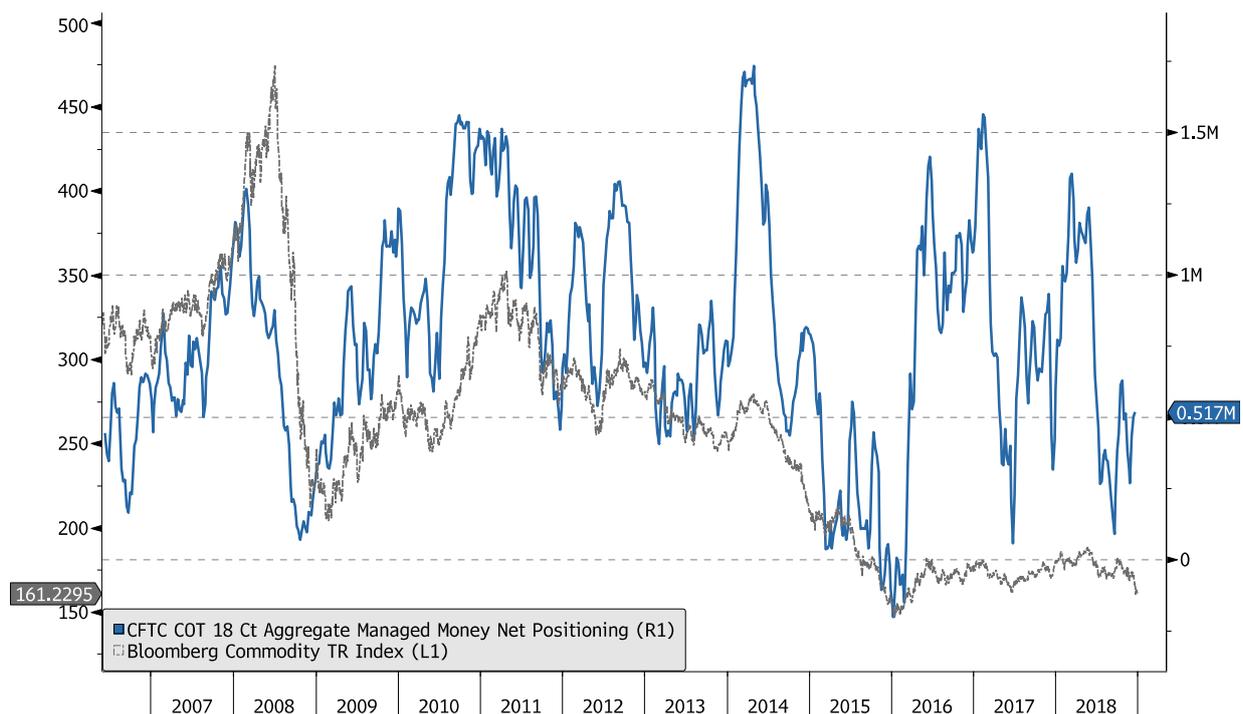
Rückenwind durch die anhaltende spätzyklische Expansion der Weltwirtschaft untermauert die Erwartung eines Rebounds an den Rohstoffmärkten über das kommende Jahr

- 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.
- Trotz schwächerer Rohstoffpreise über das vergangene Jahr haben sich angesichts des robusten und noch einmal beschleunigten Wachstums der Weltwirtschaft verbliebene Reservekapazitäten weiter erschöpft, und die Nachfrage nach Rohstoffen ist global erneut gewachsen. Auch die Kerninflationen sind im Zuge steigender Beschäftigungsraten und daraus resultierendem Lohndruck angestiegen und dürften 2019 weiter anziehen, auch wenn die breiten Konsumentenpreisindizes über die nächsten Monate als Folge des scharfen Rückgangs der Energiepreise nachgeben werden.
- Zwar erscheint auf den ersten Blick die für 2019 erwartete nachlassende Wachstumsdynamik als negativer Einflussfaktor. Dies ignoriert jedoch den Umstand, dass Rohstoffpreise in erster Linie durch das Aktivitätsniveau und nicht allein das Wachstum bestimmt werden. Solange die Nachfrage das Angebot überwiegt, ist grundsätzlich mit positiven Renditen zu rechnen.
- Vor dem Hintergrund der scharfen Korrektur der letzten Monate bei den Spot-Preisen bestehen damit gute Aussichten auf eine substantielle Erholung der Rohstoffpreise 2019. Allerdings setzt dies voraus, dass der Streit um die Strukturierung des Welthandels nicht weiter eskaliert und insbesondere zwischen den Vereinigten Staaten und China bald eine gütliche Einigung gefunden wird. Unter solchen günstigen Rahmenbedingungen erwarten wir für unsere hauseigenen Rohstoffanlagestrategien Gesamtrenditen zwischen 10 bis 15 Prozent über das kommende Jahr.
- Im Einzelnen dürften 2019 vor allem folgende Faktoren für die Rohstoffmärkte unterstützend wirken:
 - Anhaltendes Beschäftigungswachstum und das Schliessen der Output-Lücken treiben die Lohnspirale und einen beschleunigten Anstieg der Kerninflation. Unter allen Anlageklassen weisen Rohstoffe die höchste Sensitivität gegenüber Veränderungen der Teuerungsrate auf und eignen sich damit besonders gut zur Absicherung von Portfolios gegen Inflation.
 - Der starke Rückgang der Kapitalausgaben und Investitionen in neue Förder- und Produktionskapazitäten seit der globalen Finanzkrise macht 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 sich zuletzt die Terminkurven insbesondere bei Basismetallen sowie einzelnen Agrarrohstoffen abgeflacht und teilweise invertiert. Das Rollrenditeprofil für Anleger verbessert sich dadurch materiell.
 - Rohstoffe profitieren im Allgemeinen von einer Straffung der Zügel der Geldpolitik. Denn genauso wie Nachfrage, welche verfügbare Angebotskapazitäten übersteigt, zu Aufwärtsdruck auf Rohstoffpreise führt, provoziert dies in der Regel auch eine defensive Reaktion der Zentralbanken. Besonders profitieren davon im Durchschnitt die zyklischen Sektoren Industriemetalle und Energie.
 - Die Führungsrolle der US-Notenbank bei der Normalisierung der Geldpolitik hat sich im vergangenen Jahr in einer substantiellen Aufwertung des US-Dollar auf handelsgewichteter Basis niedergeschlagen. Inzwischen mehren sich aber die Anzeichen, dass sich der Zyklus der

US-Leitzinsen seinem Hochpunkt nähert, während andere Zentralbanken ihre Straffungsmaßnahmen verstärken werden. Für das kommende Jahr 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 hat sich auch das Anlegerengagement an den Rohstoffmärkten deutlich zurückgebildet. Substantielle Kapitalabflüsse in der zweiten Jahreshälfte haben die Netto-Positionierung der Finanzanleger an das untere Ende der historischen Bandbreite gerückt (siehe Abb. 25). In der Vergangenheit haben sich diese Daten zur Anlegerpositionierung als Gegenindikator bewährt. Extremwerte waren häufig Vorboten einer Trendumkehr.
- Die Verzinsungen auf dem unterlegten Kapital bei Rohstoffanlagen (Collateral Yield) hat sich über das vergangene Jahr um über einen Prozentpunkt merklich erholt und dürfte angesichts absehbarer weiterer Zinserhöhungen 2019 ein Niveau über 3% erreichen.
- 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.

Abb. 25: Anlegerengagement an den Rohstoffmärkten ist auf das untere Ende der historischen Bandbreite zurückgefallen



Quelle: Bloomberg LP, 2018

- Zu den Risiken, welche unser positives Szenario für die Rohstoffmärkte gefährden können, zählen:
 - Die Eskalation des schwelenden Handelsdisputs zwischen den Vereinigten Staaten, China und der EU zu einem ungebremsen Handelskrieg könnte das Wachstum der Weltwirtschaft torpedieren und damit die Nachfrage nach Rohstoffen empfindlich treffen. Sollten die Auswirkungen neuer Zollschranken 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.

Energie

Die Entwicklung der Energiepreise glich 2018 einer Achterbahnfahrt. In der ersten Jahreshälfte haben die Preise für Erdöl und Erdölprodukte ihre Erholung fortgesetzt. Ausschlaggebend dafür war das disziplinierte Festhalten von OPEC und Russland an den vereinbarten Produktionsbeschränkungen. Angesichts des äusserst robusten von den Schwellenländern angetriebenen Nachfragewachstums wurde das Ziel einer Normalisierung der globalen Lagerbestände früher als erhofft bereits im Frühjahr erreicht, was sich in einer ausgeprägten Inversion der Terminkurven (Backwardation) und hohen annualisierten Rollrenditen von mehr als zehn Prozent niederschlug.

Der einseitige Rückzug der Vereinigten Staaten aus dem Nuklearabkommen mit Iran und die Ankündigung der Wiedereinführung von Sanktionen auf Erdölexporte, nährte Befürchtungen einer Unterversorgung des Weltmarktes, was Saudi-Arabien und Russland dazu veranlasste, über den Sommer ihre Produktion wieder zu erhöhen. Nichtsdestotrotz brach der Erdölpreis mit dem Näherücken des Inkrafttretens der Iran-Sanktionen noch einmal aus und erreichte auf Brent-Basis beinahe USD 90 pro Fass. In der Folge liessen jedoch generöse Ausnahmegenehmigungen für eine Reihe von Import-Ländern sowie eine durch die hohen Preise geförderte Beschleunigung des Wachstums der Schieferölproduktion in den Vereinigten Staaten die Marktdynamik kippen. Rapide steigende Lagerbestände gingen im vierten Quartal mit einem ebenso schnellen Verfall der Erdölnotierungen einher.

Erst anlässlich eines Ministertreffens Anfang Dezember konnten sich OPEC und Russland darauf einigen, dass Ruder herumzureissen und eine Reduktion der Produktionsquoten um 1.2 Mio. Fass pro Tag zu vereinbaren. Dessen ungeachtet sind Brent-Notierungen unter USD 54 pro Fass zum Jahresende mit einer Weltwirtschaft, die sich nach wie vor in robuster Verfassung präsentiert und 2019 mit über 3% wachsen dürfte, kaum unter einen Hut zu bringen. Hinzu kommt, dass bei mit deutlichem Abschlag gehandelten WTI-Preisen um USD 45 pro Fass die Wirtschaftlichkeit eines guten Teils der Schieferölförderung in den Vereinigten Staaten wieder unter Druck kommen wird. Bei konsequenter Einhaltung der Quoten durch das OPEC-Kartell und Russland sollte deshalb das verfolgte Ziel einer erneuten Normalisierung der Lagerbestände bald erreicht werden. In diesem Fall ist mit einer Rückkehr der Inversion der Terminkurve (Backwardation) sowie einer allmählichen Erholung des Brent-Preises gegen USD 70 pro Fass zu rechnen.

Industriemetalle

Industriemetallen ist es 2018 nicht gelungen an die herausragende Gesamtrendite des Vorjahres von über 30% anzuknüpfen. Im Gegenteil verzeichneten die wichtigsten Vertreter des Sektors durchs Band deutliche Kurseinbussen. Vor allem politische Einflüsse wie die drohende Eskalation des Handelskonflikts zwischen China als grösstem Konsumenten und Produzenten von Industriemetallen und den Vereinigten Staaten aber auch der starke US-Dollar dominierten die Preisentwicklung, während darüber freundliche und sich weiter verbessernde Fundamentaldaten der einzelnen Metalle in Vergessenheit gerieten.

Denn ein sektorweites robustes Nachfragewachstum hat zu einem sukzessiven Abbau der Lagerbestände der Terminbörsen beigetragen. Dies hat sich in der zweiten Jahreshälfte zunehmend auch in den Terminkurven widerspiegelt. 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 Po-

tentials 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.

All dies hat 2018 aber keine nachhaltigen positiven Impulse bei der Spot-Preisbildung setzen können. Inzwischen dürften die Sorgen des Marktes auf der Makroebene von der Wachstumsverlangsamung in China, über die Dollar-Stärke bis zum Handelskonflikt in den Basismetallpreisen jedoch reflektiert sein, und die insgesamt freundlichen Fundamentaldaten sollten 2019 wieder in den Vordergrund rücken.

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

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

Edelmetalle

Auch für Edelmetalle hat sich 2018 als enttäuschendes Jahr entpuppt. Bezeichnend und beunruhigend für viele Anleger war dabei insbesondere das offensichtliche Fehlen nachhaltiger Nachfrage nach Gold als sicherem Hafen. Zuzuschreiben ist dies wohl nicht zuletzt einer divergenten Risikowahrnehmung in den verschiedenen Weltregionen. So muss einem US-Anleger, der auf die boomende US-Wirtschaft und den US-Aktienmarkt fokussiert war, die Bedrohung durch den Handelskrieg ungleich geringer vorgekommen sein, als dies für asiatische und europäische Marktteilnehmer der Fall war. Hierzu finden sich auch historische Parallelen wie etwa die Zeit der Asienkrise von 1997/98.

Daneben machte Gold der fortgesetzte Anstieg der Zinsen im Dollar-Raum zu schaffen, welcher sich nicht nur am kurzen Ende über die Leitzinsen manifestierte sondern auch am langen Ende der Kurve Anleiherenditen deutlich über drei Prozent mit sich brachte. Angesichts ansteigender Zinsdifferenziale ging dies einher mit einer stetigen Aufwertung des US-Dollar. Milderte anziehende Inflation in der ersten Jahreshälfte noch den Anstieg der Realzinsen, so erzeugte der Einbruch der Energiepreise zum Jahresende zusätzlichen Gegenwind.

Vor diesem Hintergrund verkehrte sich die Anlegerstimmung nicht nur gegenüber Gold sondern auch anderen monetären Edelmetallen wie Silber und Platin in ein Extrem. Im Zuge der Preiskorrektur unter USD 1'200 pro Feinunze erklomm die Anzahl der Short-Positionen an den Terminmärkten für Gold, i.e. Wetten auf fallende Preise, Rekordstände, während Long-Positionen, die auf steigende Preise setzen, ein Vieljahrestief erreichten.

Doch Extreme bei der Anlegerstimmung und -positionierung sind häufig Vorboten eines Wendepunktes im Trend. Dies bestärkt uns in unserem positiven Ausblick für den Sektor und insbesondere Gold. Die zum Jahresende eingesetzte Erholung des Goldpreises auf über USD 1'280 im Zuge steigender Risikoaversion angesichts fallender Aktienmärkte hat Anlegern den Wert des gelben Metalls zur Risikoabsicherung in Erinnerung gerufen und dürfte eine Normalisierung der Anlegerpositionierung einleiten, welche weitere Aufwertungsimpulse liefert.

Darüber hinaus wandelt sich auch das fundamentale Bild zugunsten von Gold. Im Zuge ihrer Bemühungen um eine Diversifikation ihrer Reserven haben Zentralbanken zuletzt ihre Nachfrage nach physischem Gold signifikant um über 20% gegenüber dem Vorjahr erhöht. Des Weiteren nähert sich die US-Notenbank dem Ende ihres Zinsanhebungszyklus, was eine allmähliche Dollar-Abwertung mit sich brin-

gen wird. Hinzu kommt anhaltender Druck auf die Kernraten der Inflation, deren moderierender Einfluss auf die Realzinsen die Opportunitätskosten des Haltens von Gold reduzieren und damit die Anlegernachfrage zusätzlich beleben sollte. Wir rechnen deshalb für 2019 mit einem Goldpreis über USD 1'400 pro Feinunze.

Agrarrohstoffe

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

Die US-Regierung versucht der Problematik vorerst mit Subventionszahlungen an die eigenen Bauern zu begegnen. Allerdings verzögert dies eine marktbasierende Lösung und Neuordnung der Produktion und Handelsbeziehungen. Allein aus fundamentaler Warte lässt das kommende Jahr ein robustes Nachfragewachstum erwarten. Angesichts des Umstands, dass das vergangene Erntejahr keine neuen Rekorderträge gebracht hat, ist deshalb für die meisten Getreide mit fallenden Vorräten und Stocks-To-Use-Quoten zu rechnen. Bei den Soft Commodities bereiten weiterhin hohe Überschüsse bei Rohzucker und Kaffee der Sorte Arabica Sorgen. Ein schwächerer US-Dollar könnte hierbei jedoch die Findung eines Preisbodens unterstützen. Damit verschärft sich das ausgeprägte asymmetrische Risikoprofil des Sektors weiter. Denn Anleger halten angesichts zu einem Grossteil negativer technischer Momentum-Signale an hohen Netto-Short-Positionen fest.

Der grösste Risikofaktor und Quelle der Hoffnung auf eine nachhaltige Erholung des Sektors bleibt eine baldige gütliche Beilegung des Sino-US-Handelsstreits. Daneben dürfen aber auch Entwicklungen an der Wetterfront nicht ausser Acht gelassen werden. So sind sich globale Klimamodelle einig über eine Rückkehr des El Niño Wetterphänomens über den Winter, dessen Auswirkungen auf Ernteerträge zwar im Vorfeld äusserst schwierig abzuschätzen sind, welches in der Vergangenheit jedoch wiederholt für ausgeprägte Preisturbulenzen an den Agrarmärkten verantwortlich gezeichnet hat.

Picard Angst Anlagefonds – Performance 2018

Stichtag: 31. Dezember 2018

Rohstoffe – «Enhanced Beta» Strategien

All Commodity Tracker Plus

Fondsvermögen	USD 115 Mio.	
Performance	Q4 2018	2018
Anteilsklasse P (USD)	-6.90%	-10.35%
Benchmark BCOM TR Index	-9.41%	-11.25%

Energy & Metals

Fondsvermögen	USD 123 Mio.	
Performance	Q4 2018	2018
Anteilsklasse P (USD)	-17.11%	-15.47%
Benchmark BCOM ex-Ag ex-LS TR Index	-14.59%	-12.52%

All Commodity Fund (UCITS)

Fondsvermögen	USD 4 Mio.	
Performance	Q4 2018	2018
Anteilsklasse Ca (USD)	-7.64%	-14.47%
Benchmark BCOM TR Index	-9.41%	-11.25%

Rohstoffe – Systematische Risikoprämien-Strategien – Long-Short

Systematic Commodity Alpha

Fondsvermögen	USD 26 Mio.	
Performance	Q4 2018	2018
Anteilsklasse P (USD)	-5.69%	+0.90%

Aktien

Picard Angst Systematic Equity Switzerland

Fondsvermögen	CHF 19 Mio.	
Performance	Q4 2018	2018
Anteilsklasse 1 (CHF)	-9.63%	-11.37%

Picard Angst Padma India Fund (UCITS)

Fondsvermögen	USD 18 Mio.	
Performance	Q4 2018	2018
Anteilsklasse I (USD)	+4.92%	-25.18%
Benchmark NSE Nifty 50 Index (USD)	+3.16%	-5.65%

Picard Angst Stabilized European Dividend Income (UCITS)

Fondsvermögen	EUR 8 Mio.	
Performance	Q4 2018	2018
Anteilsklasse P (EUR)	-13.56%	-15.66%
Benchmark Euro STOXX 50 TR Index	-11.91%	-12.46%

Wichtiger Hinweis

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

© Picard Angst AG

Unter Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA).

PICARD ANGST AG

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