

MARKET INSIGHT





2018: MAUER DER SORGEN ODER NICHT?

Das Jahr ist noch nicht vorhei, aber sofern kein schwerer Schock eintritt. werden die Anleger 2017 als Jahr der Superlative in Frinnerung behalten. Alle US-Aktienindizes kletterten im Laufe des Jahres mehr als einmal auf Allzeithochs, während die Kreditrisikoprämien auf rekordtiefe Niveaus schrumpften und sich die Volatilität auf einem Allzeittief bewegt. Weitere bemerkenswerte Bewegungen sind der Höhenflug des Bitcoin-Kurses um über 700%, das Anwachsen der Marktkapitalisierung der sogenannten FANG-Unternehmen (Facebook, Amazon, Netflix und Google/Alphabet) und ihrer chinesischen Pendants (Baidu, Baha und Tencent) auf USD 1.5 Bio., mehr als die gesamte deutsche Marktkapitalisierung, Und dann gibt es noch die Tatsache, dass Argentinien, das in den letzten 200 Jahren acht Mal zahlungsunfähig wurde, eine 100-jährige Anleihe ausgeben konnte ... Zwischenzeitliche Stressphasen konnten diese überoptimistische Haltung nicht aushebeln: Die Nordkorea-Krise erscheint im Rückblick wie ein völlig unbedeutendes Ereignis, während die Verfassungskrise in Spanien abgesehen von einigen spanischen Werten praktisch keine Auswirkungen hatte. Notiert dieser Markt tatsächlich auf unrealistisch hohen Niveaus, und was könnte diesen scheinbar unaufhaltsamen Markttrend aus der Bahn werfen (oder auch nicht)?

Zweitlängster Trend der Geschichte

Der MSCI All Country World (ACWI) schnellte seit seinem Tiefstwert im Jahr 2009 um über 240% in die Höhe und übertraf seinen bisherigen Höchststand des Jahres 2007 um 55%. Nach einer Reihe von Strategen tritt diese Hausse bald in ihr neuntes Jahr ein, der zweitlängste Trend der Geschichte. Damit sind seine Dauer und sein Umfang allein schon ein Argument für die Annahme, dass bald ein Abwärtszyklus eintreten wird. Die klassische (und etwas willkürliche) Definition einer Baissephase ist ein Rückgang von 20%. Deshalb ist darauf hinzuweisen, dass der Anstieg, der 2009 begann, bereits zweimal durch einen solchen Rückgang unterbrochen wurde, 2011 und 2015. Auf Basis der technischen

Analysen setzte der Aufwärtstrend des MSCI ACWI in Wirklichkeit erst 2014 ein, als der Index die Höchstwerte von 2007 überstieg. Dies widerlegt die Argumente der Dauer und des Umfangs.

Einige Anleger und Marktbeobachter stützen ihre Prognose einer bevorstehenden Korrektur auch auf weit gefasste Beobachtungen. Optisch notieren die Aktienkurse zwar auf Allzeithochs und die Kreditrisikoprämien sind sehr eng. Aber hohe Bewertungen sind weder nötig noch ausreichend, um eine Baisse auszulösen. Im Falle eines exogenen Schocks kann auf jedem Bewertungsniveau eine Korrektur eintreten. Die Marktgurus vergessen auch gerne, dass eine Phase mit hohen Bewertungen lange Zeit andauern kann, wenn sie durch eine solide Konjunkturdynamik, ein synchronisiertes Wachstum und ein Gewinnwachstum unterstützt wird, wie wir sie heute beobachten können. Die Konsenserwartungen für 2018 richten sich auf ein Wachstum des globalen Bruttoinlandsprodukts um 3,7% und der globalen Gewinne je Aktie um 10%.

Methode wird Umfeld nicht gerecht

Warum US-Aktien herangezogen werden, um überhöhte Bewertungen zu rechtfertigen (oder nicht), bedarf keiner weiteren Erklärung. Die meisten Analysten vergleichen die aktuellen Niveaus mit dem langfristigen Mittelwert. Diese einfache Methode wird dem aktuellen gesamtwirtschaftlichen Umfeld (niedrige Inflation und niedrige Anleihenrenditen) jedoch nicht gerecht. Sie enthält keine Bereinigung um extreme Bewertungen (Technologieblase, globale Finanzkrise) und lässt die veränderte Zusammensetzung des Index ausser Acht. Betrachtet man die bereinigten Bewertungskennzahlen erscheint der US-Aktienmarkt nicht billig, aber auch nicht übermässig teuer. Das Kurs-Gewinn-Wachstums-Verhältnis (PEG) des S&P 500 liegt mit 1,3 unter seinen Niveaus von 2000 und 2007, während sich das zyklusbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE), das die Zyklizität der Gewinne berücksichtigt, mit 24 über

seinem langfristigen Mittelwert bewegt, aber ebenfalls unter den Höchstwerten der Jahre 2000 (48) und 2007 (30). Möglicherweise noch wichtiger ist allerdings, dass die Bewertung von Aktien im Vergleich zu Anleihen eindeutig für Aktien spricht. Das wird so bleiben, solange die Ertragsrendite und die Dividendenrendite höher sind als die Anleihenrenditen.

Bedingungen bleiben expansiv

Sollten Anleger die Zentralbanken und die sogenannte quantitative Straffung fürchten? Die Fed dürfte die einzige grosse Zentralbank sein, die ihre Zinssätze 2018 voraussichtlich dreimal anhebt und mit der Reduzierung ihrer Bilanz beginnt. Andere wichtigen Zentralbanken - die Europäische Zentralbank, die Bank of Japan und die Peopless Bank of China dürften weiter eine ziemlich expansive Geldpolitik betreiben, allerdings mit einem verhalteneren Tempo. Deshalb werden die globalen Finanzierungsbedingungen weitgehend expansiv bleiben und Risikoanlagen unterstützen. Darüber hinaus könnten die reduzierten geldpolitischen Impulse durch fiskalische Impulse etwas abgefangen werden. Die Märkte nehmen diese Verlangsamung bereits vorweg, und nur eine Inflationsüberraschung könnte die Zentralbanken dazu motivieren, ihre Geldpolitik aggressiver oder schneller zu straffen, als derzeit erwartet.

Was diesen Markt so interessant und zugleich so schwierig macht, ist die Tatsache, dass die genannten fundamentalen Argumente zwar solide sind, der Markt aber immer einer Reihe von exogenen Faktoren unterliegt, wie geopolitischen Ereignissen oder einer kurzlebigen Krise, die für erhöhte Unsicherheit sorgen könnten.

Europa wartet in jedem Jahr mit einer neuen politischen Krise auf, seien es risikoreiche Wahlen, Referenden oder Verfassungsänderungen. Immer wieder steht die Region aufgrund eines politischen Problems im Rampenlicht. 2018 wird leider keine Ausnahme von dieser Regel sein, da

"Investoren sollten jedoch immer wachsam sein und sich nicht zur Selbstzufriedenheit hinreissen lassen"

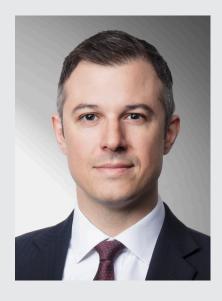
in Italien Anfang 2018 Parlamentswahlen abgehalten werden. Das italienische Bankensystem ächzt nach wie vor unter Bergen von notleidenden Krediten. Das Land hat in Europa die zweithöchste Verschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (nach Griechenland), und der Populismus fasst bei den Wählern immer stärker Fuss. Damit weist das Land alle erforderlichen Merkmale auf, um Unsicherheit in die politische Landschaft Europas zu bringen, was in der Regel mit risikoaversen Marktbewegungen einhergeht. Genauer gesagt, möchte die populistische Partei Cinque Stelle ein Referendum zur Mitgliedschaft in der Eurozone organisieren. Technisch ist es jedoch ein gewaltiger Sprung von einem Referendum bis zum Austritt eines Landes aus der Eurozone. Auf jeden Fall dürfte Italien auf dem Radarschirm aller Anleger bleiben, und ist sicherlich nicht immun gegenüber einer Bankenkrise.

Unklare US-Steuerreform

In gleicher Weise haben alle Anleger und CEOs in den USA die Steuerreform im Auge. Ähnlich wie die Märkte hassen Unternehmen Unsicherheit. Und der aktuelle Schwebezustand in Bezug auf die Steuerreform verstärkt die Unklarheit über die Bewertung der künftigen Cashflows und bremst die unternehmerische Aktivität in den USA erheblich. Es geht nicht darum, wie vorteilhaft die Steuerreform für die Wirtschaft sein wird, sondern einfach darum, die Steuerregeln zu kennen. Die Regierung Trump hat eine Serie von Fehlschlägen bei der Umsetzung ihrer Wahlversprechen angesammelt, und es gibt keinen besonderen Grund, warum dies die Ausnahme sein sollte. Die Unfähigkeit des Weissen Hauses, wichtige Reformen zu realisieren, könnte den Märkten auf mittlere Sicht Probleme bereiten.

Krisen und Marktkorrekturen gehen stets mit einem Anstieg der Volatilität einher. Diesmal jedoch ist der Fall womöglich anders gelagert als sonst: Volatilitätsorientierte Produkte könnten eine Korrektur auslösen und damit den Kausalzusammenhang zwischen fallenden Aktienkursen und steigender Volatilität auf den Kopf stellen. Produkte, über die Volatilität verkauft wird, und sonstige Strategien, die auf eine bestimmte Entwicklung der Volatilität als Performancefaktor setzen, führen zu einer Entkopplung von Kursschwäche und Volatilität, was zum Compression Trade beiträgt. Im Gegensatz zu anderen Anlageklassen besteht bei der Volatilität indes die Möglichkeit eines sehr jähen Anstiegs, da sie für verschiedene Produkte als auslösendes Element fungiert. So kann bereits eine leichte Zunahme der Volatilität zu einem allgemeinen Rückgang des Hebeleffekts führen und damit weitere Verkäufe auslösen. Dieselbe Negativspirale, die die Volatilität auf außergewöhnlich niedrige Niveaus gedrückt hat, kann sich in ihr Gegenteil verkehren und sie auf aussergewöhnlich hohe Niveaus treiben - und damit "Risk-Parity-", "Vol-Target-", Risikoprämien- und weiteren zum Verkauf von Volatilität geeigneten Strategien wie dem so umstrittenen XIV-Tracker das Genick brechen. Das auslösende Flement kann verschiedene Formen annehmen und zeichnet sich durch eine hohe Ungewissheit aus. Sicher ist nur. dass der Volatilitätsanstieg sehr abrupt ausfallen dürfte und es außer bei einer richtigen Vorbereitung im Rahmen einer durchdachten Portfolio-Verwaltung unmöglich sein wird, von seinen Folgen verschont zu werden.

2017 wird wahrscheinlich für die meisten Anleger als sehr gutes Jahr enden. Sie sollten jedoch stets wachsam sein und sich nicht zur Selbstzufriedenheit hinreissen lassen, umso mehr, wenn die Performance sehr gut ist. Der Portfolioaufbau sollte weiterhin an gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten und Bewertungen verankert sein. Die taktische Asset Allocation, die sich auf Flexibilität und unabhängige Performancetreiber konzentriert, dürfte jedoch ebenso wichtig sein, um die scheinbar einfachen Märkte im nächsten Jahr zu bewältigen.



MARCO BONAVIRI SENIOR PORTFOLIO MANAGER



NICOLAS ROTH
HEAD OF ALTERNATIVE ASSETS



WICHTIGER HINWEIS - Dieses Dokument wird von der REYL & Cie Holding AG oder / und einem ihrer Organe (im Folgenden "REYL" genannt) herausgegeben und dient lediglich zu Informationszwecken und ist für die interne Verwendung bestimmt. Diese Dokument stellt weder eine persönlich Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Der Inhalt ist nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Er darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche. buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist. Alle Anlageentscheidungen liegen in der alleinigen Verantwortung des Empfängers und stützen sich ausschliesslich auf die Einschätzung seiner persönlichen Umstände sowie seiner eigenen Interpretation der Informationen. Die Informationen und Daten dieses Dokuments stammen aus Quellen. die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert REYL, ihre Verwaltungsratsmitglieder. Direktoren, Mitarbeiter, Vertreter und Aktionäre, weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen.

Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die zukünftige Wertentwicklung. Das Dokument wurde von einer Abteilung erstellt, die nicht der organisatorischen Einheit der Finanzanalyse unterstellt ist. REYL unterliegt unterschiedlichen rechtlichen und regulatorischen Anforderungen, und es kann vorkommen, dass möglicherweise daher Wertpapiere und Anlageprodukte nicht in allen Rechtsordnungen und /oder für alle Personen angeboten werden können. REYL hat nicht die Absicht, Wertpapiere und Anlageprodukte in Ländern und Rechtsordnungen anzubieten, wo dies rechtlich und aufsichtsbehördlich untersagt ist. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich lokal zu informieren.

