REYL
innovative banking

MARKET INSIGHT

Juli 2018

REYL
innovative banking

MÄRKTE: WIE SIEHT DER AUSBLICK FÜR DAS DRITTE QUARTAL 2018 AUS?

Die Weltwirtschaft wird sich 2018-2019 weiterhin gut entwickeln

Obwohl die Medien sich unablässig auf den rückgängigen Konjunkturindikatoren auslassen, entwickelt sich das Weltwirtschaftswachstum momentan gut: Für 2018 erwartet der IWF einen Zuwachs von 3,9%, was einem leichten jährlichen Anstieg von 0,1% entspricht. Die Auswirkungen der protektionistischen Massnahmen in den USA und der nachlassende positive Beitrag der lockeren Steuerpolitik im Jahr 2019 dürfte laut dem IWF jedoch das Weltwirtschaftswachstum auf 3,9% begrenzen. Darüber hinaus dürften die restriktivere Geldpolitik in den USA und das Ende der quantitativen Lockerung in der Eurozone verschiedene Auswirkungen auf alle Anlageklassen haben, die teilweise nicht vorhersehbar sind.

Nachdem 2017 das Weltwirtschaftswachstum noch nach oben korrigiert wurde, muss man 2018 feststellen, dass man dieses Phänomen nicht mehr beobachten kann. Nach dem naiven Optimismus von Anfang des Jahres haben uns die Zahlen nun zurück in die Realität geholt, in gewissen Regionen war dies sogar brutal wie beispielsweise in der Eurozone, in Japan und den Schwellenländern (Abbildung 1). Somit liessen die zyklischen Indikatoren in der Eurozone nach ihrem Höhepunkt im 4. Quartal 2017 nach, was für die Erwartungen der Ökonomen seit Jahresbeginn eine negative Überraschung darstellte.
Man kann in den kommenden Monaten jedoch trotzdem eine Verbesserung oder zumindest eine Stabilisierung der Margen erwarten. Das Wachstum Chinas wird weiterhin von der zentralen Regierung gesteuert, die eifrig darauf bedacht ist, die Überhitzung gewisser Sektoren wie Infrastruktur und Immobilien zu verringern. Das Wachstumsziel von 6,5% dürfte somit 2018 erreicht werden, insbesondere dank des Binnenkonsums und der Investitionsausgaben. Dieses Wachstumsziel von 6,5% liegt jedoch unter dem Wert des Vorjahres, das bei 6,9% lag.

Vor diesem Hintergrund der Abwärtskorrektur der Wachstumsaussichten konnten sich lediglich die USA von der Masse absetzen. Die Steuersenkung erklärt wohl die optimistische Einstellung der Ökonomen gegenüber dem Land von Uncle Sam, während die zahlreichen politischen Krisen in der Eurozone sehr wahrscheinlich der Grund sind, warum in dieser Region ein solcher Pessimismus herrscht. Man kann jedoch stark davon ausgehen, dass diese offensichtliche Abkopplung nicht lange anhalten wird. Der Konsum in den USA könnte von einer höheren Inflation beeinträchtigt werden, insbesondere da der jüngste Anstieg des Ölpreises die Kaufkraft der US-Haushalte schwächen und somit einen Teil der positiven Auswirkungen des Steuerpakets auf das Wachstum tilgen dürfte.

Neben den Wachstumsaussichten sind heute auch die Inflationserwartungen eine wesentliche Variabel für die Anlagestrategie. Wird das „Goldlöckchen"-Umfeld, also eine niedrige Inflation und moderate Zinsen trotz eines robusten Wirtschaftswachstums und einer niedrigen Arbeitslosenquote, sein Ende finden?
In den USA steigt die Basisinflation seit Sommer 2017 schrittweise an und befindet sich aktuell über dem Ziel der US-Notenbank von 2%. Darüber hinaus überraschte der Umfang dieses steigenden Inflationsdrucks die Ökonomen auf gewisse Weise. Ausserhalb der USA ist dieser Inflationsdruck jedoch weiterhin zaghaft und liegt unter den Erwartungen der Prognostiker für dieses Jahr. Dies zeigt der Unterschied mit der Eurozone, wo die Kerninflation sich seit einigen Monaten hartnäckig an der 1%-Marke hält. Wir sind deshalb nicht der Ansicht, dass das Szenario einer rasch steigenden und unkontrollierten weltweiten Inflation plausibel ist, da die strukturell deflationistischen Faktoren, wie das Aufkommen neuer Technologien, der Rückgang der weltweiten Produktivität oder die alternde Bevölkerung, gut in der aktuellen Wirtschaft verankert sind.

Kurzfristig sollte bei Aktien vorsichtig und opportunistisch vorgegangen werden

Die Analysten erwarten für das laufende Jahr ein Gewinnwachstum der US-Unternehmen von 22%, was weitaus höher ist als die in der Eurozone (10%) und in den Schwellenländern (10%) erwarteten Zahlen. Die Schattenseite ist jedoch, dass das Risiko einer Enttäuschung dieser hohen Erwartungen nicht zu unterschätzen ist und diese Zahl nach unten korrigiert werden könnte, insbesondere wenn die Analysten ihre Kursziele auf Grundlage eines EUR/USD-Wechselkurses von 1,15 und nicht mehr 1,25, ändern müssten. Wir haben auch gewisse Vorbehalte, was das für dieses Jahr erwartete Wirtschaftswachstum von 10% in der Eurozone angeht. Denn der Bankensektor könnte Schwierigkeiten haben, robuste Ergebnisse auszuweisen, da die Zinsen in Europa weiterhin sehr niedrig sind. Hinzu kommen die schwächelnde Konjunkturdynamik und die steigenden politischen Spannungen. In diesen beiden Regionen sollte man dem Konsens also mit Skepsis begegnen. In den Schwellenländern wiederum wurden die Erwartungen des Gewinnwachstums vor kurzem nach unten korrigiert und stimmen nun trotz eines höheren Wirtschaftswachstums mit jenen der Industrieländer überein. Dies ist letztlich nicht wirklich überraschend, wenn man die Stärke des US-Dollar, die steigenden Zinsen und die geopolitischen Spannungen aufgrund des Handelskriegs berücksichtigt.

Wenn man die absoluten Bewertungen betrachtet, sind US-Aktien weiterhin die teuersten, während Aktien aus Japan und den Schwellenländern am attraktivsten sind. Wenn man jedoch das für die kommenden drei Jahre erwartete Wachstum mit

einpreist, sind US-Aktien weiterhin attraktiv und weisen laut unseren Schätzungen das höchste Aufwertungspotenzial auf.

Der makroökonomische Hintergrund ist zwar positiv und die Bewertungen der US-Aktien sind angemessen. Eine Analyse der Kursdynamik und der Teilnahme am Markt veranlasst uns jedoch, kurzfristig unseren Optimismus zu zügeln. Seit 2016 wurde der Anstieg im Wesentlichen durch die zyklischen Sektoren und die Wachstumswerte angetrieben, wobei die Sektoren Technologie und zyklischer Konsum ganz vorne lagen, die beispielsweise seit ihrem letzten Tiefpunkt im Februar 2016 96% bzw. 68% zugelegt haben (Abbildung 2). Die schädliche Folge dieses Phänomens ist, dass der US-Index nun sehr zyklische Eigenschaften aufweist und der aktuelle Haussetrend zu stark von zwei Sektoren und einigen Large Caps (Apple, Amazon, Google, Microsoft, Facebook) abhängig ist. Eine abrupte Kehrtwende dieses „Momentum Trade" kann somit den Haussetrend der US-Aktien gefährden. Dabei ist nicht zu vergessen, dass die Outperformance der Zykliker im Vergleich zu defensiven Werten (Abbildung 3) gleichzeitig zum Anstieg der Anleihenrenditen mit einem schrittweisen Anstiegs der Inflation und einer Beschleunigung der Konjunkturdynamik geschah. Da diese Dynamik umfassend ist und es hohe Erwartungen an das US-Wachstum im 3. Quartal gibt, könnte der Auslöser einer solchen Korrektur sowohl fundamentaler als auch technischer Herkunft sein. Auch wenn der Beginn einer Rotation in den defensiven Sektoren – die wir aktuell beobachten können – eine gute Nachricht für einen längeren Haussetrend ist, wird diese nicht ausreichen, um den Markt in seiner aufsteigenden Flugbahn zu halten. Denn auf die defensiven Sektoren entfallen im Index S&P 500 lediglich 26% im Vergleich zu 38% zu Beginn des Marktanstiegs im März 2009.

Bei der technischen Analyse (Index S&P 500) ist der langfristige Haussetrend von 2009 sowie jener von 2016 weiterhin schlüssig, mit einer nach wie vor robusten Beteiligung und obwohl wir seit Februar ein seitliches Konsolidierungsmuster beobachten. Die Momentaufnahme des Index für globale Aktien ohne USA (MSCI All Country World ex-US) weist allerdings eine rückläufige Dynamik auf. Sie hat verschiedene Vehikel und Niveaus gebrochen, welche den positiven Trend definieren. Momentan wird ein Rückgang von etwa 5% erwartet, bevor eine umfassende Erholung eintreffen könnte. In Anbetracht der potenziellen Risiken, die auf kurze Sicht bestehen, bevorzugen wir eine vorsichtige Positionierung. Jegliche übermässige Kursschwäche würde dabei jedoch eine Chance bieten, die man nicht auslassen sollte.

Hochwertige US-Anleihen und Schwellenländeranleihen bergen Chancen

An den Anleihenmärkten bieten sich je nach Region oder Kreditsegment sehr unterschiedliche Anlagechancen. Vor dem Hintergrund eines bereits weit vorangeschrittenen Konjunktur- und Kreditzyklus, wo es vermehrt Anzeichen einer Konjunkturabschwächung geben dürfte, scheint uns das Szenario von fünf Anhebungen der Leitzinsen durch die US-Notenbank Fed bis Ende 2019 zu weit gegriffen. Wir sind der Meinung, dass die Anhebung der Zinsen auf dem langfristigen Teil der US-Kurve nun im Wesentlichen vorbei ist. Dies sagt uns darüber hinaus die Zinskurve, die nun quasi flach ist und sich in den nächsten Monaten umkehren könnte. Es mag zwar noch zu früh sein, umfassend die Portfolioduration zu verlängern. Wir sehen die Allokation (insbesondere US-Treasuries) allerdings recht positiv und bevorzugen momentan Titel mit kurzfristigen und mittelfristigen Laufzeiten, die ein gutes Risiko-Rendite-Profil aufweisen.

Bei US-Anleihen bevorzugen wir Qualität („Investment Grade"-Unternehmensanleihen), deren „Spreads" sich seit Januar ausgeweitet haben, dem „High Yield"-Sektor, der von dem schwierigeren makroökonomischen Umfeld und strengeren Finanzierungsbedingungen beeinträchtigt werden dürfte.

In Europa sieht dies jedoch anders aus, da die Zentralbank entschieden vorsichtig bleibt. Die Renditen werden durch die Wertpapierkäufe der EZB künstlich niedrig gehalten, weshalb wir traditionelle (staatliche oder private) Anleihen aussen vor lassen, die so gut wie keinen Schutz vor einem Renditeanstieg bieten, den wir erahnen. Dies gilt umso mehr, da dieses Rückkaufprogramm im Dezember ausläuft. Wir richten unseren Blick also eher auf Alternativen wie den schwedischen Markt oder nachrangige Finanzanleihen die, trotz einer jüngsten Underperformance, attraktive Erträge bieten und solide Fundamentaldaten aufweisen, seitdem nach der weltweiten Finanzkrise von 2008 zahlreiche Rekapitalisierungen durchgeführt wurden.

Schliesslich schätzen wir Schwellenländeranleihen weiterhin positiv ein, obwohl sie dieses Jahr stark zurückgegangen sind. Dies war auf den Anstieg des US-Dollar, der US-Zinsen, der Risikoaversion oder besondere Krisensituationen wie in Venezuela, Argentinien oder der Türkei zurückzuführen. Dadurch sind die Risikoprämien wieder zu ihrem vorherigen Zustand zurückgekehrt und die Bewertungen sind nun umso attraktiver, sowohl bei Anleihen als auch Geldmarktpapieren, die nun zumeist unterbewertet sind. Wir ziehen es in Betracht, unser Engagement an diesen Märkten zu erhöhen – sowohl in Lokal- als auch in Hartwährung. Wir erwarten jedoch eine Stabilisierung der Lage, was beispielsweise auf eine erneute Abwertung des US-Dollar zurückzuführen sein könnte. Dies gilt umso mehr, da die Fundamentaldaten dieser Länder weitaus solider sind als noch vor einigen Jahren – was Aussenbilanzen, Währungsreserven, Kontrolle der Inflation, Wachstumsdynamik usw. betrifft.

Kurzfristig zahlreiche unterstützende Faktoren für US-Dollar

Im vergangenen Jahr konzentrierte sich der Markt hauptsächlich auf die erwarteten Unterschiede des Wirtschaftswachstums auf beiden Seiten des Atlantik, was dem Euro gegenüber dem US-Dollar umfassend zugutekam. Darüber hinaus verschwand mit dem Wahlsieg von Emmanuel Macron bei den französischen Präsidentschaftswahlen im Mai der Aufschlag für das politische Risiko. Die Einheitswährung erhielt durch umfassende Kapitalflüsse in europäische

Aktien Auftrieb. Mittlerweile haben sich die fundamentalen und technischen Faktoren, welche den EUR/USD-Wechselkurs von 1,03 auf 1,2550 katapultiert hatten, im ersten Halbjahr 2018 zugunsten des US-Dollar umgekehrt. Beispielsweise fiel der Trend der Korrekturen für die Wachstumserwartungen 2018 im ersten Quartal in den USA (Verbesserung) und der Eurozone (Verschlechterung) umfassend unterschiedlich aus. Diese Kehrtwende erklärt grösstenteils den Rückgang des EUR/USD-Wechselkurses in diesem Jahr. In den letzten Wochen konnte man in den Zeitungen viel über die politischen Unruhen in Europa lesen, insbesondere über die neue euroskeptische Regierung in Italien, die Verdrängung der spanischen Regierung von Mariano Rajoy aufgrund von Korruptionsvorwürfen und die Unstimmigkeiten innerhalb der deutschen Koalition über die Einwanderungspolitik. Der Aufschlag für das politische Risiko, der 2017 stark zurückgegangen war, kam 2018 also mit einem Paukenschlag zurück auf die Bildfläche und dürfte wohl weiter die Kapitalabflüsse aus der Eurozone und die negative Stimmung gegenüber der Einheitswährung antreiben.

Der Zinsunterschied war 2017 nur Nebensache. Aufgrund der jüngst erreichten extremen Niveaus – mehr als 2,5% für 10-jährige und 3,2% für 2-jährige Papiere – bevorzugen die Anleger jedoch erneut die attraktiveren Erträge des Greenback. Der Unterschied der Basisinflation zwischen den USA und der Eurozone hat sich seit dem Sommer 2017 zugunsten der USA mehr als verdoppelt und liegt weiterhin über 1%. Laut unseren Beobachtungen dürften sich die Auswirkungen auf den EUR/USD-Wechselkurs erst in rund 6 Monaten bemerkbar machen, was also auf einen anhaltenden Rückgang des Wechselkurses hindeutet.

Auch die Positionierung der Spekulanten im Euro hat sich in den vergangenen Monaten stark verändert. Der Markt ging 2017 innerhalb weniger Wochen von einer extremen Short-Positionierung auf eine extreme Long-Positionierung über, pendelte sich im zweiten Quartal 2018 jedoch wieder ein, da mehr als zwei Drittel der seit Mai 2017 eingegangenen Netto-Long-Positionen glattgestellt wurden. Die technische Analyse wiederum zeigt, dass der langfristige strukturelle Trend des EUR/USD-Wechselkurses - der beim Höhepunkt von 1,60 im April 2008 beginnt - weiterhin nach unten zeigt. Er vermochte es nicht, über 1,2550 zu steigen. Bei 1,16 sucht der EUR/USD-Wechselkurs momentan auf der Trendlinie nach Unterstützung, die von den Tiefpunkten von 1,03 stammt. Sie liegt jedoch bereits weit unter dem gleitenden 200-Tage-Durchschnitt. Wir sind deshalb der Meinung, dass ein späterer Rückgang auf 1,1450 oder sogar 1,1190 wahrscheinlich ist, bevor es wieder eine umfassendere Erholung gibt.

Auch wenn die weltweite Konjunkturdynamik sich nur leicht abschwächt und die Unternehmensgewinne weiterhin robust sind, stauen sich die Risiken und Unsicherheiten beunruhigend schnell an. Die Spannungen im weltweiten Handel könnten insbesondere verhängnisvolle Folgen für das Vertrauen und die Realwirtschaft haben. Die Aufnahme von diversifizierenden Vermögenswerten und ein aktives Risikomanagement sind deshalb vor diesem Hintergrund weiterhin der Grundstein unserer Portfolioverwaltung.

REYL
innovative banking

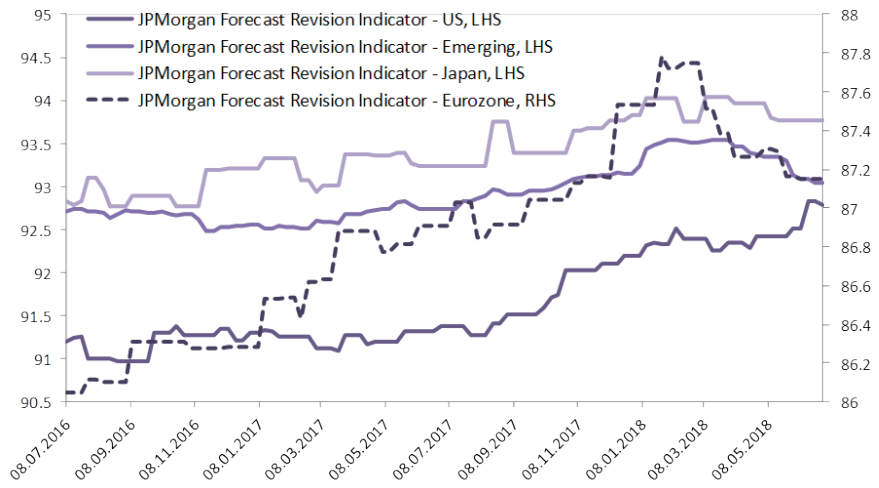
INVESTMENT TEAM

CÉDRIC OZAZMAN
HEAD OF PORTFOLIO MANAGEMENT
MARCO BONAVIRI
SENIOR PORTFOLIO MANAGER
NICOLAS BESSON
HEAD OF FIXED INCOME

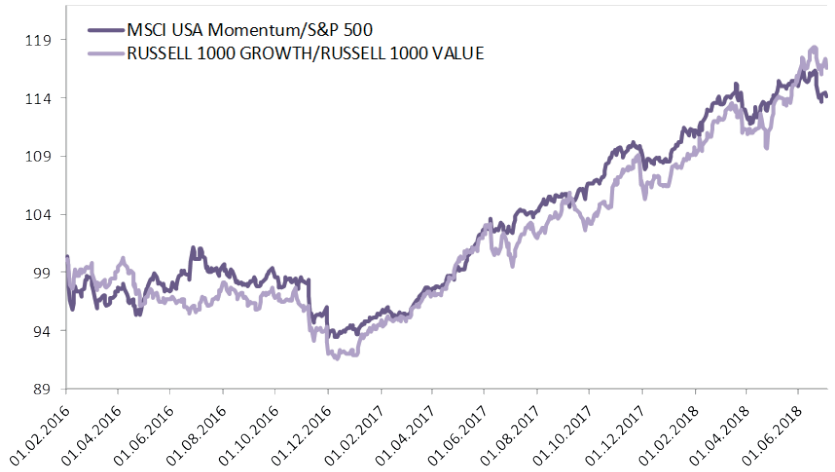
"Neben den Wachstumsaussichten sind heute auch die Inflationserwartungen eine wesentliche Variabel für die Anlagestrategie."

REYL
innovative banking

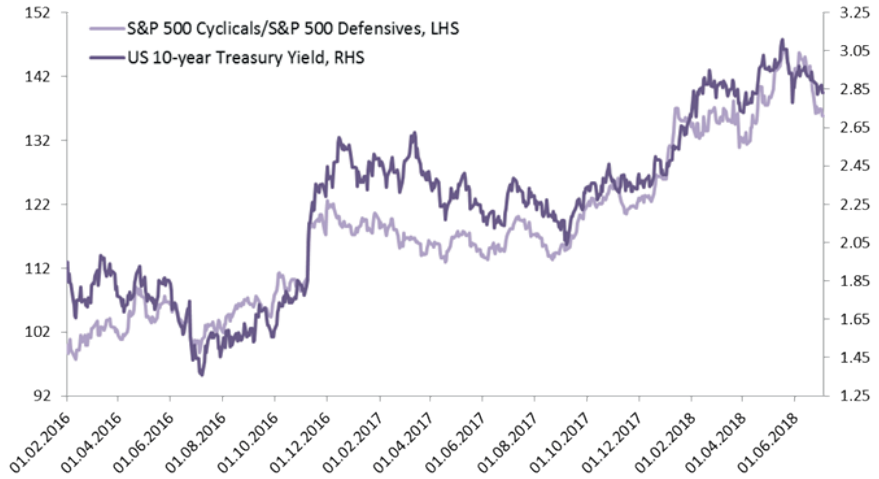
1



2



3



REYL
innovative banking

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.

WWW.REYL.COM