

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (März 2017)

Freitag, 03/17/2017

Die Aktienmärkte und allgemein Risikoanlagen trotzen nach wie vor der Schwerkraft der fundamentalen Bewertungen.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Fabrizio Quirighetti
*Macroeconomic
Strategist*



Hartwig Kos



Adrien Pichoud
*Chief Economist & Senior Portfolio
Manager*

- Die meisten Unternehmensumfragen und Stimmungskennzahlen deuten auf ein verbessertes Wachstumsumfeld im ersten Quartal des Jahres hin.
- Wir machen uns seit einer ganzen Weile Sorgen über die Bewertungen von Anleihen im Allgemeinen. Aber in den letzten Monaten kam an den westlichen Staatsanleihenmärkten wieder ein gewisses Wertpotenzial zum Vorschein.
- Wir können zwar nicht von einem völlig irrationalen Überschuss sprechen, aber die Märkte preisen definitiv eine perfekte Welt ein.

Die Bäume wachsen nicht in den Himmel

Die Aktienmärkte und allgemein Risikoanlagen trotzen nach wie vor der Schwerkraft der fundamentalen Bewertungen. Wir können zwar nicht von einem völlig irrationalen Überschwang sprechen, aber die Märkte preisen definitiv eine perfekte Welt ein, in der das Wirtschafts- und Gewinnwachstum nur positiv überraschen kann, kein Inflationsdruck vorhanden ist, die Zentralbanken für immer eine expansive Geldpolitik verfolgen und die politischen Risiken niemals eintreten. Die hohen Bewertungen von US-Technologieunternehmen sind ein sichtbares Zeichen der virtuellen Ablösung von der Realität unserer schwierigen Welt. Damit stellt sich die Frage, ob sich die Anleger auf dünnem Eis bewegen. US-Treasuries stehen indes definitiv auf dem Kopf! Tatsächlich ist es etwas überraschend, dass sie nicht reagieren, obwohl die US-Notenbank (Fed) nach über Erwartungen hohen Inflationszahlen in letzter Zeit zunehmend restriktivere Kommentare abgegeben hat. Die Frühindikatoren, die Verbrauchervertrauensindizes und die Wirtschaftsaktivität in den USA haben sich den jüngsten Daten zufolge ebenfalls weiter beschleunigt. Entweder hat der Anleihenmarkt bereits einen großen Teil des Konjunkturaufschwungs und seiner Folgen auf die Geldpolitik der Fed vorweggenommen – was angesichts der jetzt schon extrem spekulativen Netto-Short-Positionen auf US-Treasury-Futures durchaus möglich wäre – oder an den Anleihenmärkten herrscht im Augenblick eine gewisse Unbekümmertheit oder Verblendung. Wo sind die Wächter? Zur gleichen Zeit gibt es kaum Finanzwerte, die ein Portfolio im Falle einer Risikoaversion abfangen könnten und deren Bewertungen seit der US-Wahl attraktiver geworden sind. Infolgedessen hat sich der zusätzliche Wert von US-Treasury-Anleihen im Hinblick auf die risikobereinigten Renditen in einem ausgewogenen Portfolio erheblich verbessert. Sie ermöglichen es den Anlegern, einschließlich rein quantitativer Fonds, weiterhin Risikoanlagen wie Aktien, Hochzinsanleihen und Schwellenländerwährungen zu kaufen, indem sie ihre Volatilität und das mit ihnen verbundene Risiko mit einer großen Dosis dieser Anleihen verdünnen. Die reinste Zauberei, nicht wahr? Bis dahin wird eine signifikante Veränderung der Volatilität einer dieser maßgeblichen Anlageklassen bzw. der Korrelation unter ihnen eintreten. Je länger das andauert, umso größer und weniger stabil wird die Mischung. Es könnte tatsächlich noch zu früh sein, um sich Sorgen zu machen, denn es sieht nicht so aus, als würde die Inflation in der westlichen Welt bereits wieder in Erscheinung treten, und die Wirtschaft lässt noch kein Anzeichen dafür erkennen, dass ihr die Luft ausgeht, während die französischen Präsidentschaftswahlen näher rücken. Oder vielleicht auch nicht. Auf jeden Fall möchten wir steigenden Märkten nicht nachjagen, wenn diese nicht durch gute fundamentale Faktoren unterstützt werden, die auf dem wirtschaftlichen Hintergrund (der im Augenblick gut erscheint) und den Bewertungen (bei denen wir uns Sorgen machen) basieren. Wir ziehen es vor, bei der Allokation unseres Risikobudgets selektiv vorzugehen und uns auf Bereiche zu konzentrieren, in denen wir das Gefühl haben, für die Risiken entschädigt zu werden. Den Abenteuerlustigeren unter Ihnen möchte ich folgende Sprichwörter ans Herz legen, in der Hoffnung, dass Sie darin einen guten Rat sehen oder sie Ihnen wenigstens zu denken geben. „Die Bäume wachsen nicht in den Himmel“ und „Es ist noch niemand daran gestorben, dass er zu früh verkauft hat“.

_Fabrizio Quirighetti



Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick

Die globale Wirtschaftsaktivität setzt die solide zyklische Dynamik fort, die gegen Ende des letzten Sommers eingesetzt hatte. Die meisten Unternehmensumfragen und Stimmungskennzahlen deuten auf ein verbessertes Wachstumsumfeld im ersten Quartal des Jahres hin. Aus wirtschaftlicher Sicht hat das „Reflationsszenario“ immer noch Bestand. Einige Elemente rechtfertigen es jedoch, den Optimismus zu zügeln, den diese Serie positiver wirtschaftlicher Überraschungen ausgelöst hat. Die politischen Risiken sind ein offensichtlicher Faktor, nicht nur in Europa angesichts der bevorstehenden Wahlen, sondern auch in den USA, wo die Regierung Trump jetzt die im Wahlkampf versprochene radikale Wirtschaftsagenda umsetzen muss. Die Geldpolitik ist ein weiterer wichtiger Aspekt, denn das festere Wirtschaftswachstum und die höhere Inflation verstärken den Druck auf die Fed (und möglicherweise die EZB), ihre sehr expansive Geldpolitik etwas zurückzunehmen. Die Auswirkungen eines solchen Schritts auf hochverschuldete Industriestaaten lassen sich schwer einschätzen. Der Nettoeffekt von höheren Zinssätzen und einem stärkeren US-Dollar gegenüber einer weltweit anziehenden Nachfrage auf die Schwellenländer lässt sich ebenso schwer quantifizieren. Diese Elemente zu beachten, könnte sich als nützlich erweisen, um böse Überraschungen zu vermeiden, wenn der aktuelle Konjunkturaufschwung später in diesem Jahr an Dynamik verliert.

Wachstum

In den Industriestaaten stehen derzeit alle Signale für den Konjunkturzyklus auf grün. Die Schwellenländer bieten ein kontrastreicheres Bild. Hier verhindern länderspezifische Faktoren eine ebenso breit basierte Wachstumsdynamik. Die meisten verzeichnen jedoch ein positives Wirtschaftswachstum.

Inflation

Das Gleiche lässt sich über die Inflationsdynamik sagen, die durch vorteilhafte Basiseffekte und in einigen Schwellenländern durch eine schwächere Währung unterstützt wird. Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass die Basisinflation – ohne die vorübergehenden Effekte der Rohstoffpreise und Währungsbewegungen – in den Industrieländern immer noch niedrig ist. Das deutet darauf hin, dass die aktuelle Beschleunigung der Inflation wahrscheinlich nur eine vorübergehende Erscheinung ist.

Geldpolitik

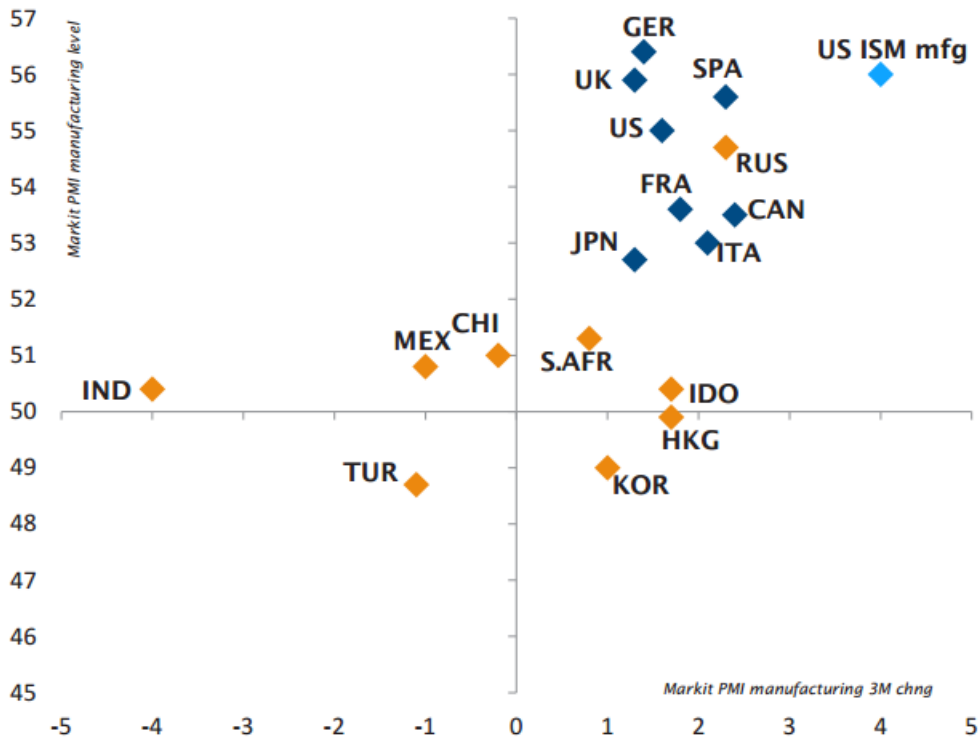
Im aktuellen Wachstums- und Inflationskontext tendiert die Geldpolitik logischerweise eher zu einer Straffung als zur Lockerung. Es muss jedoch eine klare Unterscheidung zwischen Industrie- und Schwellenländern getroffen werden. In den Industriestaaten beginnen einige Zentralbanken gerade erst damit, eine allmähliche Rücknahme der extrem expansiven Geldpolitik der letzten Jahre in Erwägung zu ziehen, während die Geldpolitik in den meisten Schwellenländern bereits bis zu einem gewissen Grad restriktiv ist.

« Die globale Wirtschaftsaktivität setzt die solide zyklische Dynamik fort, die gegen Ende des letzten Sommers eingesetzt hatte. »

— *Adrien Pichoud*
*Chief Economist & Senior Portfolio
Manager*

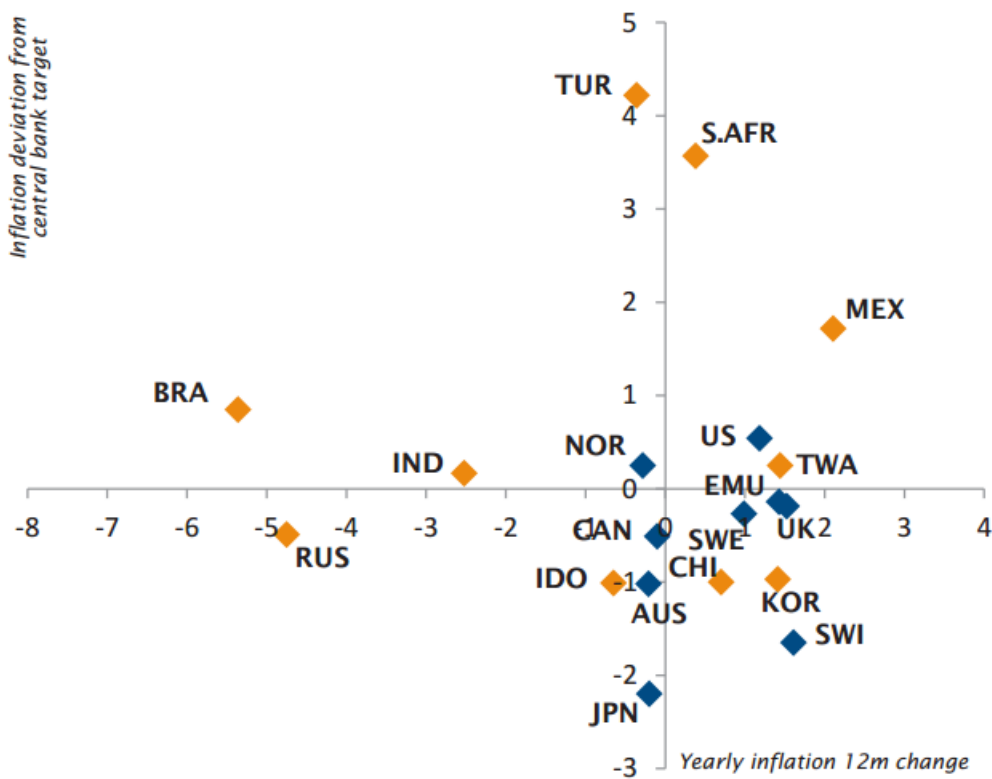


● Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe



Source: SYZ Asset Management

● Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank



Source: SYZ Asset Management, Datastream

Economies développées

Les indicateurs économiques américains continuent de confirmer le solide regain de confiance des entreprises et des consommateurs, plusieurs indicateurs atteignant des sommets inégalés depuis plusieurs années. Toutefois, le fait que cette amélioration n'ait pas encore été reflétée jusqu'à présent par des «données concrètes» comme celles relatives à la production industrielle, aux investissements des entreprises, voire aux dépenses des ménages, est assez frappant. Nul ne sait encore si ce choc de confiance se traduira par une accélération soutenue de la croissance du PIB, ou si la déception à l'égard des réformes budgétaires attendues et l'impact du resserrement des conditions de financement finiront par maintenir la croissance dans la fourchette «basse mais positive» de ces dernières années.

En Europe, alors que le calendrier politique entretient le sentiment d'incertitude concernant les perspectives, les indices économiques continuent de refléter la solide et large dynamique en place qui, elle-même, traduit une croissance supérieure à 2% au niveau de la zone euro. Le phénomène d'accélération spectaculaire des taux d'inflation disparaîtra très vraisemblablement lorsque les effets de base liés à l'énergie se dissiperont, mais il suscite néanmoins certains appels, notamment de la part de l'Allemagne, en faveur d'une réaction de la BCE et d'une diminution progressive du programme d'assouplissement quantitatif. Parmi les économies développées, le Japon semble quelque peu distancé en termes de dynamique de croissance et d'inflation, probablement en raison de l'accès de vigueur du yen l'an passé qui commence à se concrétiser dans les données économiques.

Economies émergentes

La situation macroéconomique est plus contrastée au sein du monde émergent. Certaines économies profitent de la dynamique de croissance positive des marchés développés et affichent un élan positif, surtout dans les pays où les politiques économiques nationales parviennent à adoucir l'impact des fluctuations de change et de taux à l'échelle mondiale. La Chine entre actuellement dans cette catégorie, de même que l'Asie du Sud-Est. Pour la plupart, les pays d'Europe de l'Est bénéficient également de la dynamique de la zone euro.

Un autre groupe d'économies émergentes se remet progressivement des difficultés rencontrées en 2016 (la Russie étant le pays le plus avancé dans ce processus, tandis que le Brésil et l'Afrique du Sud ne sont pas encore sortis d'affaire). Les perspectives s'améliorent et laissent peu à peu entrevoir l'adoption de politiques monétaires moins restrictives, rendant possible l'établissement d'un «cercle vertueux» qui suscitera un rebond de la croissance cette année.

Enfin, quelques grands pays émergents (la Turquie, le Mexique et dans une moindre mesure l'Inde) subissent une pression née de facteurs spécifiques. Ces pays se retrouvent au centre d'un «cercle vicieux» dans lequel la banque centrale est contrainte de mener une politique monétaire restrictive en raison de la hausse de l'inflation, alors même que la croissance ralentit.

Adrien Pichoud



Anlagestrategie-Gruppe: Wichtige Erkenntnisse

Risiko und Duration

Keine Änderung der Einschätzung. Angesichts der großen Zahl potenzieller Risikofaktoren am Horizont ist das derzeit extrem ruhige Marktumfeld definitiv bedenklich. Die willkürliche Politik von Donald Trump und die Unsicherheiten über den Zeitpunkt und Verlauf der geldpolitischen Veränderungen der US-Notenbank und der EZB könnten die Anlegerstimmung schnell untergraben. Darüber hinaus könnten die verschiedenen nationalen Wahlen in Europa in den kommenden Monaten den Kontinent in eine schwere Identitätskrise stürzen, die möglicherweise gefährlicher sein könnte als die europäische Krise von 2011. Dies entspricht allerdings nicht unserem wahrscheinlichsten Szenario. Trotzdem halten wir es im Augenblick für unklug, sich zu der Annahme verleiten zu lassen, dass dieses ruhige Umfeld allzu lange andauern wird, und auf dieser Basis das Risiko im Portfolio anzuheben.

« Wir gehen zwar davon aus, dass die Wahl in Frankreich (ungeachtet des Ergebnisses) durchaus ein Impuls für eine signifikante Rally bei europäischen Aktien sein könnte, sind uns aber bewusst, dass es im Vorfeld der Wahl zu erheblichen Schwankungen kommen könnte. »

— Hartwig Kos

Aktienmärkte

Im Hinblick auf die Bewertungen hat sich nicht viel verändert, doch die Unternehmensgewinne verbessern sich allmählich. Dies ist definitiv eine erfreuliche Entwicklung und in dieser Hinsicht ist mit weiteren Verbesserungen zu rechnen. Leider achten die Marktteilnehmer im Augenblick kaum auf die Aktienbewertungen. Stattdessen richtet sich der Fokus mehr denn je auf die Stimmung. Auf die Gefahr hin, etwas abzuschweifen: Der Nasdaq ist ein sehr gutes Beispiel dafür, dass die Anleger die Bewertungen derzeit völlig ignorieren. Der Index hat sich in den letzten Jahren außerordentlich gut entwickelt und ist selbst seit Anfang des Jahres fast doppelt so stark gestiegen wie der S&P 500. Die Bewertungen haben jedoch nichts an sich, was eine solche Euphorie rechtfertigen würde. Das nachlaufende Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 41 ist fast doppelt so hoch wie das KGV des S&P 500, und die Analysten erwarten, dass sich die Gewinne in diesem Index im kommenden Jahr mehr als verdoppeln. Trotzdem ist das vorlaufende KGV (das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der Gewinnerwartungen der Analysten) immer noch um mehr als 20% höher als das vorlaufende KGV des S&P 500 (den wir ohnehin schon als teuer bewertet ansehen). Solche Bewertungsniveaus können noch weit extremer werden, insbesondere beim Nasdaq. Dank Donald Trump erhalten die US-Aktienmärkte eindeutig Unterstützung durch die Politik. Ein derart großer Optimismus an den Märkten ist jedoch zweifellos bedenklich. Unsere Haltung gegenüber US-Aktien ist unverändert: Wir bevorzugen die unbeliebten und zyklischen Bereiche des Marktes, in denen die Bewertungen immer noch akzeptabler sind. Bei den europäischen Aktien dreht sich ebenfalls alles um die Stimmung, aber leider handelt es sich dabei hauptsächlich um negative Stimmungen. Der Gedanke an die politischen Risiken überschattet viele der positiven Faktoren, die die Aktienmärkte tatsächlich bieten. Wir gehen zwar davon aus, dass die Wahl in Frankreich – ungeachtet des Ergebnisses – durchaus ein Impuls für eine signifikante Rally bei europäischen Aktien sein könnte, sind uns aber bewusst, dass es im Vorfeld der Wahl zu erheblichen Schwankungen kommen könnte. Aufgrund dieser Bedenken haben wir Frankreich, Italien und Spanien herabgestuft. Zur gleichen Zeit halten wir es für angemessen, die Einschätzung der Schwellenländer-Märkte jetzt anzuheben. Ein Grund dafür ist die Tatsache, dass sich die Bewertungen etwas verbessert haben und die Stärke des US-Dollars offenbar nachlässt. Darüber hinaus linderte der mildere Ton von Donald Trump gegenüber China die Besorgnis über einen globalen Handelskrieg. Hinzu kommt die Stimmung. Im Hinblick auf die globalen Aktienmärkte stecken die Anleger in der Zwickmühle. Wenn wir Japan einmal außer Acht lassen, sind US-Aktien zu teuer und europäische Aktien zu riskant. Damit könnten die Schwellenländer-Märkte (auf bizarre Weise) über die kommenden Monate für die Anleger zu einem „günstigen sicheren Hafen“ werden.

« Wir befürchten, dass die Differenz zwischen französischen und deutschen Renditen die Höchstwerte des Jahres 2011 übersteigen könnten, als französische Anleihen mit einem Aufschlag von 190 Basispunkten (1,9%) zu deutschen Staatsanleihen notierten. »

— Hartwig Kos

Anleihenmärkte

Wir machen uns seit einer ganzen Weile Sorgen über die Bewertungen von Anleihen im Allgemeinen. Aber in den letzten Monaten kam an den westlichen Staatsanleihenmärkten wieder ein gewisses Wertpotenzial zum Vorschein. Insbesondere der US-Anleihenmarkt bietet mittlerweile eine erheblich bessere Werthaltigkeit als andere Kern-Staatsanleihenmärkte wie deutsche Bundesanleihen, britische Gilts und japanische Staatsanleihen. Innerhalb Europas haben die Anleihenmärkte der Peripherieländer wieder begonnen, sich wie Kreditinstrumente zu entwickeln. Das heißt, sie fallen in Phasen der Risikoaversion und steigen in positiven Marktphasen. Die beiden anfälligsten Märkte in Europa sind unserer Meinung nach Frankreich und Italien. Die französischen Anleihenrenditen notieren derzeit mit einem Aufschlag von 70 Basispunkten (0,7%) zu den deutschen Anleihenrenditen. Im Sommer 2016 betrug dieser Aufschlag nur 18 Basispunkte (0,18%). Das heißt, dass sich die Anleger eindeutig von der Besorgnis über die französische Politik leiten lassen. Unserer Meinung nach kann sich dieser Renditeaufschlag (Risikoprämie) zwischen Frankreich und Deutschland noch erheblich ausweiten. Wir befürchten sogar, dass die Renditedifferenz die Höchstwerte des Jahres 2011 übersteigen könnte, als französische Anleihen mit einem Aufschlag von 190 Basispunkten (1,9%) zu deutschen Anleihen notierten. 2011 wurde Frankreich zweifellos als Kernland der Eurozone angesehen. Derzeit ist es jedoch angesichts seiner wirtschaftlichen Probleme nicht so klar, ob das Land überhaupt noch als Kernland betrachtet werden kann (jedenfalls aus wirtschaftlicher Sicht). Darüber hinaus war die Krise von 2011 eine Finanzkrise, die durch die Intervention der EZB beigelegt werden konnte. Bei der aktuellen Krise in Europa handelt es sich jedoch um eine Identitätskrise, die sich naturgemäß schwieriger lösen lässt. Deshalb könnten die früheren Bezugspunkte für extreme Bewertungen, wie der Höchststand der französischen gegenüber deutschen Renditen von 2011, im Augenblick keine Gültigkeit mehr haben. Uns sind die Anfälligkeiten am europäischen Anleihenmarkt durchaus bewusst. Deshalb haben wir Frankreich, Italien und den gesamten Block der Investment-Grade-Unternehmensanleihen auf eine sehr negative Einschätzung herabgestuft. Daneben gab es keine weiteren Änderungen unserer Einschätzung, außer einer Hochstufung von polnischen Lokalwährungsanleihen. Dies beruhte auf dem offensichtlich günstigeren Hintergrund für Schwellenländerwerte insgesamt, in Verbindung damit, dass der polnische Zloty billig ist und polnische Anleihen eine signifikante Realrendite bieten. Darüber hinaus verbessert sich die Wirtschaftsaktivität in Polen deutlich, während der Inflationsdruck verhalten bleibt. Im weiteren Sinne hatte die Einschätzung jedoch erneut mit der Marktstimmung zu tun. In unseren Augen sind polnische Anleihen europäische Vermögenswerte. Global gesehen sind die Anleger jedoch nicht dieser Meinung. Für den Durchschnittsanleger ist Polen ein Schwellenland. Damit ist dieser Markt eigenartig und wunderbar, da polnische Anleihen Merkmale Europas und der Schwellenländer vereinen. Angesichts unserer Bedenken über die Anleihenmärkte der europäischen Peripherieländer könnte sich Polen durchaus als effektive Option zur Diversifizierung von Portfolios erweisen. Die Rendite der 10-jährigen polnischen Lokalwährungsanleihen bewegt sich derzeit mit 3,8% auf dem Niveau der portugiesischen Staatsanleihen. Wenn man Bedenken wegen des Risikos des Zloty hat, beträgt die Rendite einer polnischen Lokalwährungsanleihe in EUR abgesichert rund 1,6% und bewegt sich damit etwa auf dem Niveau spanischer Staatsanleihen.

Währungen, alternative Anlagen & liquide Mittel

Keine Änderung der Einschätzung, Cash ist König.

_Hartwig Kos

Disclaimer

Dieses Werbedokument wurde von der Syz-Gruppe (hierin als «Syz» bezeichnet) erstellt. Es ist nicht zur Verteilung an oder Benutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Staatsbürger oder Einwohner eines Staats, Landes oder Territoriums sind, in dem die geltenden Gesetze und Bestimmungen dessen Verteilung, Veröffentlichung, Herausgabe oder Benutzung verbieten. Die Benutzer allein sind für die Prüfung verantwortlich, dass ihnen der Bezug der hierin enthaltenen Informationen gesetzlich gestattet ist. Dieses Material ist lediglich zu Informationszwecken bestimmt und darf nicht als ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments oder als ein Vertragsdokument aufgefasst werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben sind nicht dazu bestimmt, als Beratung zu Rechts-, Steuer- oder Buchhaltungsfragen zu dienen, und sie sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die in diesem Dokument enthaltenen Marktbewertungen, Bedingungen und Berechnungen sind lediglich Schätzungen und können ohne Ankündigung geändert werden. Die angegebenen Informationen werden als zuverlässig betrachtet, jedoch übernimmt die Syz-Gruppe keine Garantie für ihre Vollständigkeit oder Richtigkeit. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.