

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (April 2017)

Freitag, 04/07/2017

Im Rückblick könnte die wichtigste Feststellung von Kritikern lauten, dass die Anleger bei risikoreicheren Anlagen zu früh zu vorsichtig geworden sind.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist



Hartwig Kos



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- Das globale Wachstum ist zweifellos positiv. Doch die wachsende Kluft zwischen der von den „weichen Daten“ angedeuteten kräftigen Beschleunigung und dem mildereren Trend der „harten Daten“ ruft eine gewisse Unsicherheit über die Aussichten hervor.
- Derzeit besteht ein asymmetrisches Verhältnis zwischen dem Gewinnpotenzial risikoreicher Anlagen und ihrem Verlustrisiko.
- Die Wahlen in Frankreich könnten durchaus den Einstiegspunkt für eine Rückkehr an die Aktienmärkte bilden, insbesondere in Europa.

Warten auf Godot?

Im Rückblick könnte die wichtigste Feststellung von Kritikern lauten, dass die Anleger bei risikoreicheren Anlagen zu früh zu vorsichtig geworden sind. Unsere Analyse des wirtschaftlichen Hintergrunds stimmt uns zwar nach wie vor weltweit zuversichtlich. Doch die teuren Bewertungen von Aktien, insbesondere in den USA, und Unternehmensanleihen (genauer gesagt, im High-Yield-Segment) hielten uns bisher davon ab, mutiger zu sein. Damit ist es durchaus berechtigt, sich zu fragen, ob wir nicht auf Godot warten... Wir glauben nicht. Erstens waren wir nicht zu pessimistisch, sondern hielten vielmehr vorsichtige Engagements, da unsere taktische Risikobewertung seit Januar leicht negativ ist. Tatsächlich prognostizierten wir nicht etwa eine schwere Marktkorrektur, sondern hielten nur ein paar Ressourcen zurück, um einzusteigen, wenn die Bewertungen attraktiver würden bzw. einige Unsicherheiten beseitigt wären. Unterdessen sind wir nach wie vor stark überzeugt, dass derzeit ein asymmetrisches Verhältnis zwischen dem Gewinnpotenzial risikoreicher Anlagen und ihrem Verlustrisiko besteht, und haben die Risiken angesichts der teuren Bewertungen selektiver über die Anlageklassen und innerhalb derselben verteilt. Die Marktreaktionen auf die jüngste Zinserhöhung der US-Notenbank (Fed) und die ersten Enttäuschungen über die Politik von Donald Trump (Einwanderung, Obamacare) bestätigten unsere Einschätzungen und unsere Positionierung. Ohne signifikante Veränderungen der wirtschaftlichen Aussichten und des Bewertungsrahmens für Anlagen haben wir bisher keinen Grund für eine Änderung unserer Haltung in Bezug auf das Risiko und die Duration gefunden. Mit Blick auf die weitere Entwicklung beurteilen wir Aktien nach wie vor zuversichtlich, insbesondere Nicht-US- und europäische Aktien, die in der zweiten Jahreshälfte eine klare Outperformance zeigen könnten, wenn die politische Risikoprämie in Europa verschwindet. Im Augenblick lassen sich globale Anleger immer noch durch die Wahlen in Frankreich und die Twitteraktivitäten von Donald Trump ablenken. Irgendwann werden sie aber sicher erkennen, dass das Wirtschaftswachstum in der Eurozone so stark ist wie in den USA und reichlich Aufholpotenzial hat. Die EZB wird ihre quantitative Lockerung eher früher als später drosseln, und der Euro ist (noch) nicht tot. Parallel dazu dürfte die Realitätsprüfung der reflationären Politik von Trump den bereits eingepreisten hohen Erwartungen nicht standhalten. Vor diesem Hintergrund sollte unsere selektive Vorgehensweise bei bestimmten Hart- und Lokalwährungsanleihen bessere risikobereinigte Renditen bieten als zum Beispiel US-Unternehmensanleihen. US-Treasuries wären bei einer stärkeren Neubewertung der Zinssätze auf einem höheren Niveau möglicherweise weniger gefährdet als Bundesanleihen oder japanische Staatsanleihen. In diesem Umfeld der höheren US-Leitzinsen, die nicht zu einem stärkeren US-Dollar und einem Anstieg der langfristigen US-Renditen führen, könnten die Überraschungen und damit auch die großen Veränderungen für die Märkte jetzt von anderen Wirtschaftsregionen oder Zentralbanken kommen. Wenn wirklich ein breit abgestützter, synchronisierter Anstieg des nominalen BIP – vom niedrigen Niveau der letzten Jahre – stattfindet, sind die besten Chancen mit Sicherheit außerhalb der US-Aktien- und -Kreditmärkte zu finden. Godot kommt wirklich.

— Fabrizio Quirighetti

Globale Risikobereitschaft

Risikobereit

Risikoavers



Bevorzugte Anlageklassen

Aktien



Staatsanleihen



Unternehmensanleihen



Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick

Das Bild der Weltwirtschaft hat sich in den letzten Wochen nicht sonderlich verändert: Die Industrieländer zeigen nach wie vor eine positive Konjunkturdynamik, die allerdings in den Umfrageergebnissen zum Geschäftsklima und zum Verbrauchervertrauen ausgeprägter ist als in den tatsächlichen Aktivitätsdaten. In den Schwellenländern sind die Trends weniger deutlich. Idiosynkratische Faktoren und Inflationsdruck führen zu einer restriktiven Geldpolitik, die verhindert, dass diese Länder so stark von der positiven Marktdynamik profitieren wie in der Vergangenheit. Die Nachhaltigkeit dieses positiven weltweiten Wachstumstrends hängt von drei entscheidenden Fragen ab. Kann die Regierung Trump fiskalische Impulse geben, die den in den letzten Monaten aufgebauten hohen Erwartungen gerecht werden? Gelingt der Fed eine allmähliche Zinsnormalisierung, ohne die Wirtschaftsaktivität und das Marktvertrauen zu dämpfen? Wird die politische Agenda in Europa das solide anhaltende Wachstum abwürgen? Diese Fragen werden (zumindest zum Teil) noch vor dem Sommeranfang beantwortet, und sind der Grund dafür, dass die kommenden Monate einen Wendepunkt bringen könnten.

Wachstum

Das globale Wachstum ist zweifellos positiv. Doch die wachsende Kluft zwischen der von den „weichen Daten“ angedeuteten kräftigen Beschleunigung und dem mildereren Trend der „harten Daten“ ruft eine gewisse Unsicherheit über die Aussichten hervor. Eine solche Kluft kann nicht lange bestehen, und wie sie sich schließt, hat entscheidenden Einfluss auf die globalen Wachstumsaussichten in der zweiten Hälfte des Jahres 2017. Wir vermuten, dass die Verbesserung nicht so spektakulär sein wird, wie die Umfrageergebnisse andeuten, räumen aber ein, dass im Augenblick nach beiden Seiten Risiken bestehen.

Inflation

Die Inflationsdynamik war in letzter Zeit auf der ganzen Linie positiv. Sie wurde hauptsächlich von Ölpreis-Basiseffekten in den Industrieländern und Währungsschwächen in einigen Schwellenländern angetrieben. Diese Trends könnten weiter andauern, ändern aber nichts an dem fundamental schwachen zugrunde liegenden Inflationsdruck, insbesondere in den Industrieländern. Die Basiseffekte dürften im Laufe der Zeit nachlassen, zum Beispiel in Europa, wo die Gesamtinflationrate den Höhepunkt bereits überschritten haben könnte.

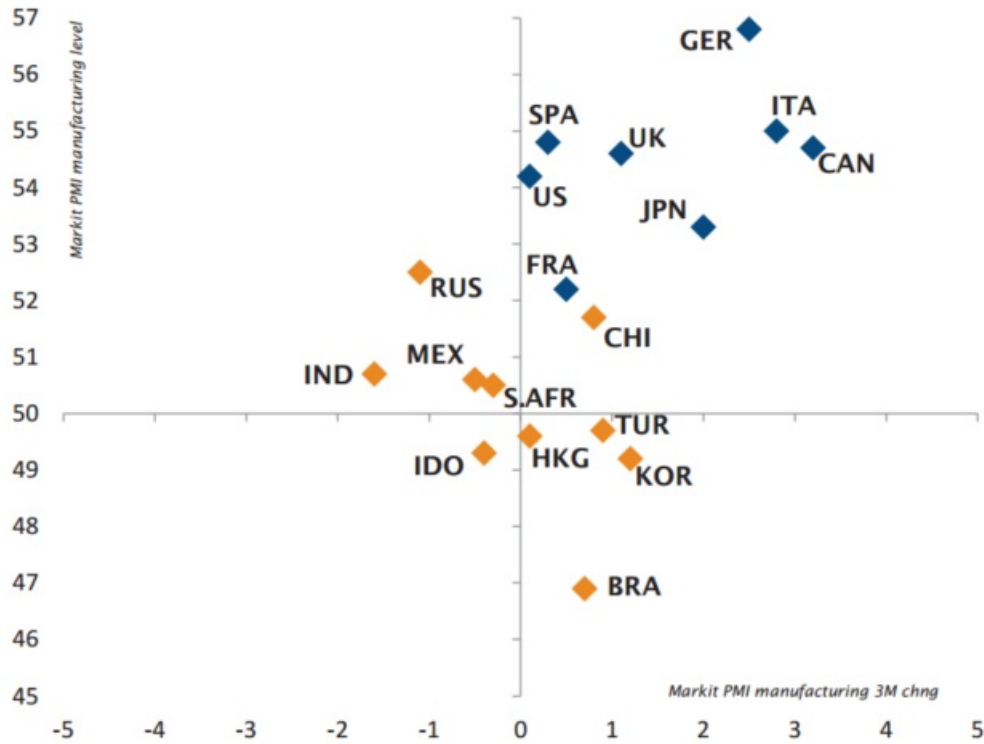
Geldpolitik

Insgesamt dürfte die Geldpolitik in den Industrieländern recht expansiv bleiben, während in den Schwellenländern, wo die Währungsschwäche und der daraus resultierende Inflationsdruck höhere Zinssätze erfordern, eher mit einer restriktiven Geldpolitik zu rechnen ist. In den USA werden weitere Zinserhöhungen von der Fortsetzung der positiven Wachstums- und Inflationstrends abhängen. Die EZB könnte ebenfalls eine allmähliche Normalisierung und Reduzierung der quantitativen Lockerung ins Auge fassen, aber erst, wenn die unmittelbaren politischen Risiken ausgeräumt sind.

« Die Nachhaltigkeit dieses positiven weltweiten Wachstumstrends hängt von drei entscheidenden Fragen ab, die noch vor dem Sommeranfang beantwortet werden müssen. »

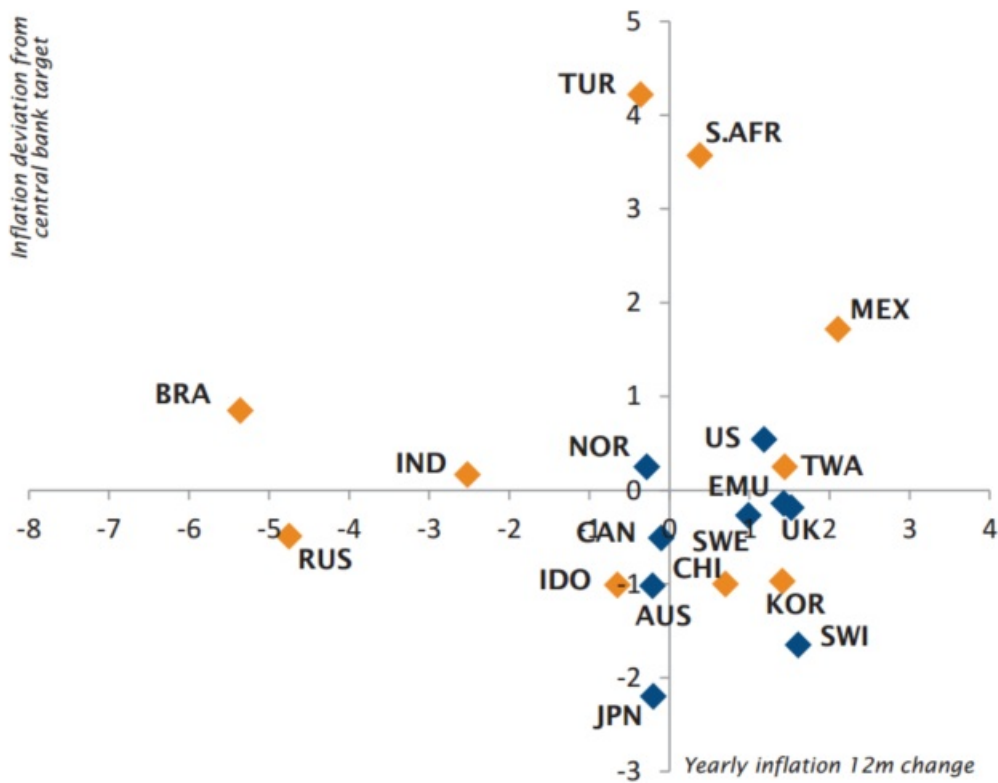
— *Adrien Pichoud*
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager

● Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe



Quelle: SYZ Asset Management

● Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank



Quelle: SYZ Asset Management, Datastream

Industriestaaten – besser geht's nicht?

In den USA hatten die anhaltend positiven Umfrageergebnisse zur Folge, dass die Fed am 15. März eine Zinserhöhung beschloss. Die Kluft zwischen den Umfrageergebnissen, die auf eine kräftige Beschleunigung hindeuten, und den tatsächlichen Daten, die bisher keine nennenswerte Verbesserung erkennen lassen, spricht jedoch immer noch für ein vorsichtiges Vorgehen. Die hohen Erwartungen an fiskalische Impulse könnten durch den komplexen Gesetzgebungskontext gedämpft werden. Zugleich droht eine erneute Deckelung der US-Staatsschulden, die Diskussionen über die Reform von Obamacare ziehen sich unerwartet lange hin und die Meinungen der Republikaner zur Form einer Steuerreform gehen weit auseinander.

Wenn man in Europa die politischen Risiken beiseite lässt, könnte der gesamtwirtschaftliche Hintergrund hier möglicherweise nicht besser sein. Das solide Wachstum im Euroraum ist breit abgestützt, das Deflationsrisiko ist verschwunden, aber trotzdem ist noch kein Anstieg der zugrunde liegenden Inflation festzustellen, und die EZB beabsichtigt, weiterhin akkommodierende Finanzierungsbedingungen zu schaffen. Wenn die Wahlen in Frankreich keinen negativen Vertrauensschock verursachen, dürfte das wirtschaftliche Umfeld weiterhin günstig bleiben, sodass die EZB letztlich eine weitere Drosselung der quantitativen Lockerung ins Auge fassen könnte.

In Japan zeigen die Indikatoren nicht die gleiche zyklische Dynamik wie in den westlichen Volkswirtschaften, aber auch sie unterstreichen ein anhaltendes Wachstum. Die jüngsten Preisdaten deuten auf eine leichte Kehrtwende gegenüber dem bisherigen Trend der Verlangsamung hin. Möglicherweise hat dazu auch die Yen-Schwäche im 4. Quartal beigetragen, die dafür sorgt, dass die Inflation gerade noch im positiven Bereich verharrt, und den Druck auf die Bank of Japan lindert.

Schwellenländer – Inflation im Mittelpunkt

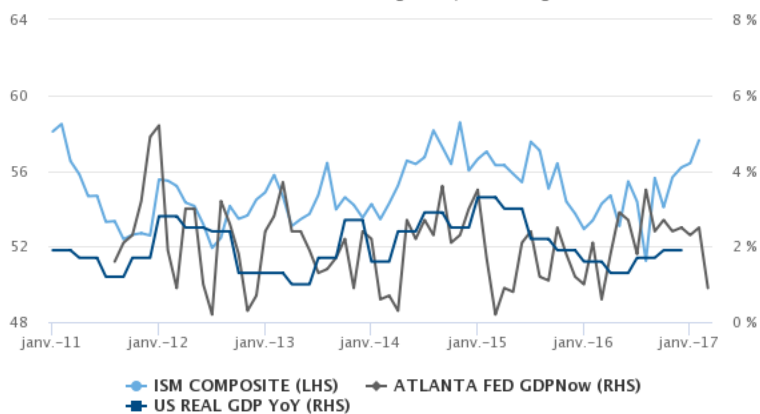
In den Schwellenländern ist die Dynamik des Konjunkturzyklus allgemein positiv, wenn auch weniger ausgeprägt als in den Industriestaaten. In China scheint sich das Wachstum auf einem Niveau stabilisiert zu haben, das einem BIP-Wachstum zwischen 6,5% und 7% entspricht. Der weniger erfreuliche Aspekt daran ist allerdings, dass es größtenteils durch das starke Kreditwachstum unterstützt wird. Der Balanceakt zwischen Wachstum und finanzieller Stabilität bleibt eine Herausforderung für die chinesischen Behörden.

In den Schwellenländern ist die Inflation ein dominanteres Problem, denn die Kombination von Faktoren wie der Währungsschwäche, höheren Ölpreisen und Kreditwachstum hält die Zentralbanken auf Trab und zwingt sie, eine im Vergleich zu den Industriestaaten eher restriktive Geldpolitik zu verfolgen. Dies hemmt auch die Dynamik des Konjunkturzyklus und könnte die relativ geringe Wachstumsdynamik im Vergleich zur westlichen Welt erklären.

Adrien Pichoud

Große Differenz zwischen Umfragen und harten Daten macht US-BIP-Aussichten unsicher

Source: SYZ Asset Management, Bloomberg



Anlagestrategie-Gruppe: Wichtige Erkenntnisse

Risiko und Duration

Keine Änderung der Einschätzung. Dass Geert Wilders Anti-EU-Partei nicht genügend Stimmen erreichte, um in den Niederlanden die Kontrolle zu übernehmen, ist definitiv eine positive Entwicklung. Trotzdem kann man aus diesem Ergebnis nicht auf den Ausgang der Präsidentschaftswahlen in Frankreich schließen. Wir sind zwar nach wie vor der Ansicht, dass die Wahlen in Frankreich durchaus der Einstiegspunkt für eine Rückkehr an die Aktienmärkte sein könnten (insbesondere in Europa). Aber noch ist es zu früh, um eine solche Empfehlung abzugeben. Darüber hinaus könnte die festgefahrene politische Situation in den USA in Bezug auf Obamacare, die Staatsfinanzierung und die potenzielle Steuerreform noch mehr Enttäuschungen für die Aktienmärkte hervorrufen. Deshalb beurteilen wir das Aktienrisiko immer noch leicht negativ. Im Hinblick auf die Duration sind wir nach wie vor der Ansicht, dass die Anleihenmärkte teuer sind und die Zentralbanken zu einer weniger akkommodierenden Geldpolitik übergehen. Dass die Anleihenanleger positiv auf die Zinserhöhung der US-Notenbank Mitte März reagiert haben, ist ein gutes Zeichen, aber auch ein Beleg für die Steuerung der Erwartungen durch die US-Notenbank. Uns ist bewusst, dass die EZB und die Bank of Japan letztlich gezwungen sein könnten, ihre moderate Strategie zu ändern. Deshalb bleibt unsere Einschätzung auch hier unverändert.

« Seit Donald Trump mit seinem Plan zur Aufhebung und Ersetzung von Obamacare gescheitert ist, der eines seiner Wahlversprechen bildete, steigen die Maßstäbe für die implizite Aktienvolatilität allmählich wieder. Sie bewegen sich aber nach wie vor auf sehr niedrigen Niveaus und deuten damit immer noch auf eine ziemlich unbesorgte Haltung der Marktteilnehmer gegenüber potenziellen Risiken hin. »

— Hartwig Kos

Aktienmärkte

An den Aktienmärkten ist das einzige offenbar attraktiv bewertete Segment die Volatilität. Bis Ende März war das Niveau der impliziten Aktienvolatilität so niedrig wie seit Jahren nicht mehr. Der VSTOXX, ein Index, der die Volatilität europäischer Aktien erfasst, fiel nach den Wahlen in den Niederlanden auf 11,2%, den niedrigsten Stand in der Geschichte dieses Index. Nun könnte man allerdings einwenden, dass dieser Volatilitätsmaßstab etwas ungenau ist, da Optionen, deren Ausübungsniveau weit von dem derzeit vorherrschenden Stand des Aktienindex entfernt liegt, in ihm überrepräsentiert sind. Aber selbst wenn man die Höhe der impliziten Volatilität von Optionen betrachtet, die sich nahe an ihrem Ausübungspreis befinden, wird deutlich, dass Volatilität billig ist. Der generische Maßstab der impliziten Volatilität von einmonatigen Optionen am Geld ist ebenfalls bis auf 12% gesunken. In anderen Regionen ist eine ähnlich günstige Aktienvolatilität zu beobachten: In den USA markierte der VIX im Januar bei 10,6% einen Tiefstwert. In Japan erreichte der VXJ bei 14,5% den Tiefpunkt und der Schwellenländerindex VXEEM bewegte sich Anfang März mit 14% auf dem niedrigsten Stand. Seit Donald Trump mit seinem Plan zur Aufhebung und Ersetzung von Obamacare gescheitert ist, der eines seiner Wahlversprechen bildete, ziehen all diese Maßstäbe für die Aktienvolatilität allmählich wieder an. Sie bewegen sich aber nach wie vor auf sehr niedrigen Niveaus und deuten damit immer noch auf eine ziemlich unbesorgte Haltung der Marktteilnehmer gegenüber potenziellen Risiken hin. Im Hinblick auf unsere Bewertungen gab es abgesehen von der Herabstufung von Kanada und Norwegen auf leicht negativ keine Veränderung der Länderpräferenzen. Die Herabstufung dieser Märkte war auf das hohe Gewicht von Rohstoffaktien in den betreffenden Indizes zurückzuführen. Hinzu kommt der Ölpreisrückgang um über 13% seit Anfang des Jahres.

Anleihenmärkte

Wie in den Vormonaten erwähnt, bereiten uns die Anleihenbewertungen nach wie vor Sorge. Die Tatsache, dass die Zinserhöhung der US-Notenbank Mitte März mit einer Rally am Markt für US-Staatsanleihen einherging, deutet jedoch darauf hin, dass Treasuries auf sehr kurze Sicht offenbar den Tiefpunkt überwunden haben. Darüber hinaus ist angesichts des politischen Kräftemessens in den USA und der wahrscheinlichen Wende beim Inflationsdruck und der Wachstumsdynamik in den USA aufgrund der Basiseffekte zumindest mit einem zumindest stabilen Umfeld für US-Anleihen zu rechnen. Dies erklärt unsere relative Präferenz für Treasuries gegenüber anderen Anleihenmärkten. Langfristig ist die Nachhaltigkeit der aktuellen Höhe der Staatsanleihenrenditen jedoch sehr fraglich. In Europa werden die politischen Risiken nach wie vor unterschätzt. Andererseits werden die EZB und die Bank of Japan zuletzt doch einen restriktiveren Kurs einschlagen müssen, was die Anleihenmärkte belasten dürfte. Vor allem japanische Staatsanleihen sind anfällig für eine Neubewertung, da sie sich seit den US-Wahlen kaum verändert haben. Deshalb haben wir unsere Bewertung abgeändert.

« In Europa werden die politischen Risiken nach wie vor unterschätzt. Andererseits werden die EZB und die Bank of Japan zuletzt doch einen restriktiveren Kurs einschlagen müssen, was die Anleihenmärkte belasten dürfte. »

— Hartwig Kos

Liquide Mittel sind weiterhin Trumpf! Darüber hinaus ist die Nachfrage nach dem USD offenbar endlich umgeschlagen. Wir haben darauf hingewiesen, dass die USD-Stärke mittlerweile seit vielen Monaten übertrieben erschien. Der US-Dollar kletterte jedoch weiter, da er durch die Erwartung von Zinserhöhungen der Fed und die Hoffnung auf ein kräftigeres US-Wachstum dank der reflationären politischen Agenda von Donald Trump Auftrieb erhielt. Nachdem die Fed den Leitzins früher angehoben hat als erwartet und Donald Trump bei der Umsetzung seiner geplanten politischen Veränderungen auf erste Hürden stieß, ging der US-Dollar in den freien Fall über. Wir erwarten, dass sich dies fortsetzt und möglicherweise sogar beschleunigt, da andere westliche Zentralbanken ihre Geldpolitik allmählich überdenken müssen.

_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.