

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (Mai 2017)

Montag, 05/15/2017

Insgesamt stellen sich die Aussichten für die Weltwirtschaft deswegen zwar grundsätzlich positiv dar, aber eben doch nicht so positiv, als dass eine zügige geldpolitische Straffung erforderlich wäre.



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management



Fabrizio Quirighetti

Macroeconomic Strategist



Hartwig Kos



Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- Das Wirtschaftsumfeld ist positiv: Aufschwung auf breiter Basis, niedrige Inflation und durchweg akkommodierende Geldpolitik.
- Die politischen Risiken und jene der wirtschaftlichen Erholung lassen in Europa nach.
- Es wurde beschlossen, das Risiko um eine Stufe zu erhöhen, hauptsächlich durch europäische Aktien.

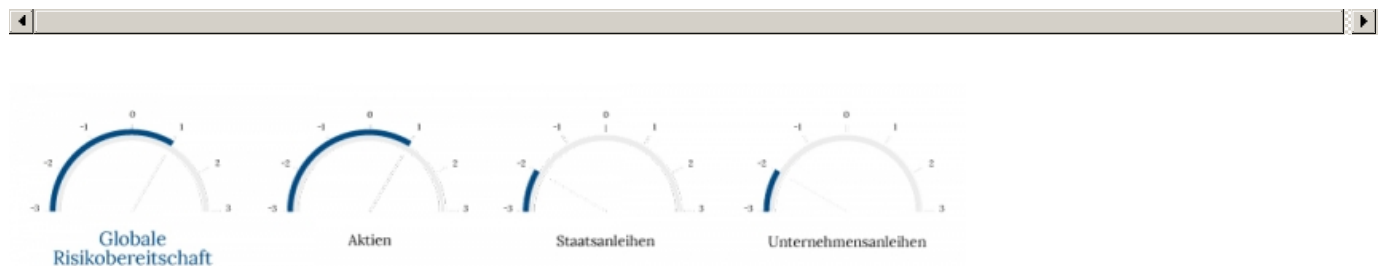
En Marche - Vorwärts!

Die große Rezession von 2007-2008 und die daraus folgende Schuldenkrise von 2011-2012 haben die Eurozone nach Mordor geführt und zu einer Region ohne wirtschaftliche Zukunft mit einem schwachen Wachstum gemacht, in der hohe Arbeitslosigkeit herrscht, sich faule Kredite anhäufen und Reformen fehlen. Die anhaltend dunklen Wolken über der Eurozone förderten den Aufstieg von Populismus und den politischen Rückschritt, so dass in jüngster Zeit ein Zusammenbruch sehr wahrscheinlich geworden ist. Besonders bedrohlich war dies, weil diese Gefahr von Frankreich ausging, einem der Gründungsmitglieder des europäischen Projekts, in dem die Merkmale von Rand- und Kernländern zusammentreffen und miteinander in Einklang gebracht werden. Mit anderen Worten: Die finstere Nacht war nahe, obwohl Gandalf-Drachhi alles Erforderliche unternahm, um das Schlimmste zu verhindern.

Wie in jedem guten Film aus Hollywood kam es dann glücklicherweise zu einer plötzlichen und beinahe unglaublichen Wende, die einen neuen Wind der Hoffnung brachte: Nach dem Ergebnis in der ersten Runde der Präsidentschaftswahlen in Frankreich wird der bislang unbekannte Frodo-Macron wahrscheinlich der nächste Präsident werden. Das ist so, als ob plötzlich ein Licht am Ende des Tunnels zu sehen ist, mit einem klaren und beinahe blauen Himmel, und Anleger erkennen, dass die wirtschaftlichen Aussichten der Eurozone gar nicht so düster sind wie vorher gedacht. Tatsächlich liegt das reale BIP-Wachstum derzeit bei etwa 2% und bewegt sich von daher auf einem Niveau, das seit der kurzfristigen Erholung im Jahr 2010 nicht mehr zu sehen war. Es ist also mit der Entwicklung des US-Markts vergleichbar, wenn nicht sogar besser, und eindeutig höher als sein Potenzial, das auf etwa 1% geschätzt wird. Darüber hinaus legt die Nachfrage zu, da die Arbeitslosenzahlen von den extrem hohen Ständen weiter sinken dürften. Bei faulen Krediten dürfte sich die Situation in Anbetracht des steigenden nominalen Wachstums bessern. Eine willkommene Dosis Hoffnung und Reformen werden möglicherweise die schleppenden Investitionen von Unternehmen im In- und Ausland ankurbeln.

Zusammengefasst ist die europäische Erholung im Vergleich zu dem seit acht Jahren in Folge dauernden Aufschwung der US-Wirtschaft relativ neu (und irgendwie auch unerwartet). Die Trumpenomics-Effekte und Reflationshoffnungen schwinden bereits, während Macron jetzt möglicherweise als Retter angesehen wird, der den Euro wiederbelebt und Frankreich zurück zu seinem Glanz verhilft. Infolgedessen halten wir es für an der Zeit, das Risiko in den Portfolios wieder zu erhöhen. Dies gilt insbesondere für europäische Aktien, die relativ interessante Bewertungen aufweisen und von daher beträchtliches Kapital aus dem Ausland anziehen dürften, das in den letzten Jahren von den Märkten abgezogen wurde. Unsere Durationspositionierung wurde leicht herabgestuft, da für deutsche Renditen nun ein Aufwärtsrisiko besteht, wenn Anleger damit beginnen, eine Drosselung der quantitativen Lockerung in Europa einzupreisen. Wir bewegen uns immer noch in einem globalen Szenario, das sich ähnlich wie die verlorenen Jahrzehnte in Japan darstellt, zumindest so lange bis durchgreifende soziale, wirtschaftliche und politische Reformen durchgeführt werden. Europa steuert derzeit auf das obere Ende der Bandbreite zu, während es in den USA wahrscheinlich schon abwärts geht. Wenn wir Recht haben, sind US-Treasuries unter den Staatsanleihen das „geringere Übel“ und die Ära des starken US-Dollars liegt definitiv hinter uns.

_Fabrizio Quirighetti



Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick

Das aktuelle Konjunkturklima ist einer Goldlöckchen-Wirtschaft' fast so nahe, wie dies global überhaupt nur möglich ist - mit einem breit gefächerten Aufschwung, einer positiven, aber niedrigen Inflation und durchweg akkomodierenden Geldpolitiken. Dadurch hatte die US-Notenbank die Möglichkeit zu einer moderaten Zinserhöhung und konnte die EZB an den von ihr zugesagten Stützungsmaßnahmen festhalten, obgleich sie die besseren Konjunkturbedingungen anerkannte. Auch wenn die wichtigste treibende Kraft bei diesem Aufschwung - nämlich durch die steigende Beschäftigung angefachte Konsumausgaben - in den kommenden Monaten wohl noch bestehen bleibt, deuten Faktoren darauf hin, dass Teile dieser Dynamik möglicherweise kurz davor stehen, an Schwung zu verlieren. Auf dem Vertrauen basierte Kennzahlen gehen in den USA nach dem beeindruckenden Anstieg nach den Wahlen leicht zurück, während sich die realen Konjunkturdaten bisher nicht deutlich gebessert haben. Höhere Zinsen hinterlassen bereits erste Spuren im Kreditwachstum und beeinflussen die Nachfrage der Endnutzer. Die Inflationsdynamik kehrt sich um, weil durch Erdöl hervorgerufene Basiseffekte allmählich nachlassen. Von daher besteht für Zentralbanken in Industrieländern keine Eile, sich von ihrer akkomodierenden Geldpolitik zu verabschieden, auch wenn der Trend weiter auf eine schrittweise verlaufende Normalisierung hindeutet. Insgesamt stellen sich die Aussichten für die Weltwirtschaft deswegen zwar grundsätzlich positiv dar, aber eben doch nicht so positiv, als dass eine zügige geldpolitische Straffung erforderlich wäre.

Wachstum

Die Kluft zwischen „weichen“ und „harten“ Daten ist im vergangenen Monat bestehen geblieben, da sich die Daten zur tatsächlichen Industrieproduktion und zu den Konsumausgaben in Industriestaaten nicht wesentlich gebessert haben. Dies passt zu unseren Erwartungen, die trotz des Optimismusschubs, den wir zu Jahresanfang erlebten, von einem begrenzten Aufwärtspotenzial beim globalen BIP-Wachstum ausgehen. Obzwar Abwärtsrisiken möglicherweise nachgelassen haben, scheint das globale Wachstum innerhalb seiner Bandbreite der letzten fünf Jahre fest zu stecken (3%-3,5%).

Inflation

Die Inflationsdynamik zieht sich von ihrem globalen Spitzenniveau schon wieder zurück. Basiseffekte auf Ölpreise sowie die Währungsschwäche bei mehreren Schwellenländern lassen nach, nachdem sie 2016 den wichtigsten Treiber für die Beschleunigung der Inflation darstellten. Basisinflation und Lohnwachstum bleiben weiterhin verhalten.

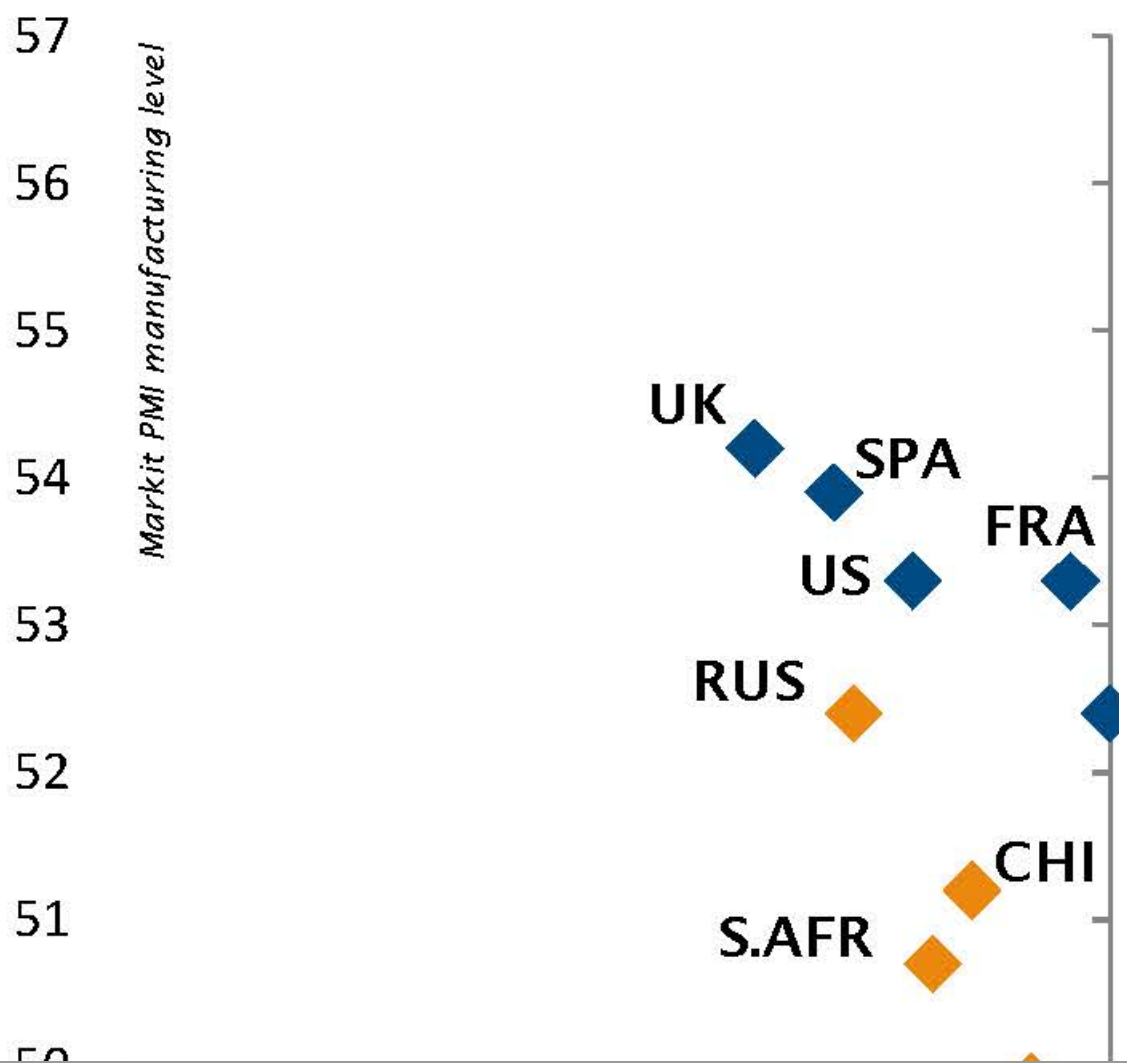
Geldpolitik

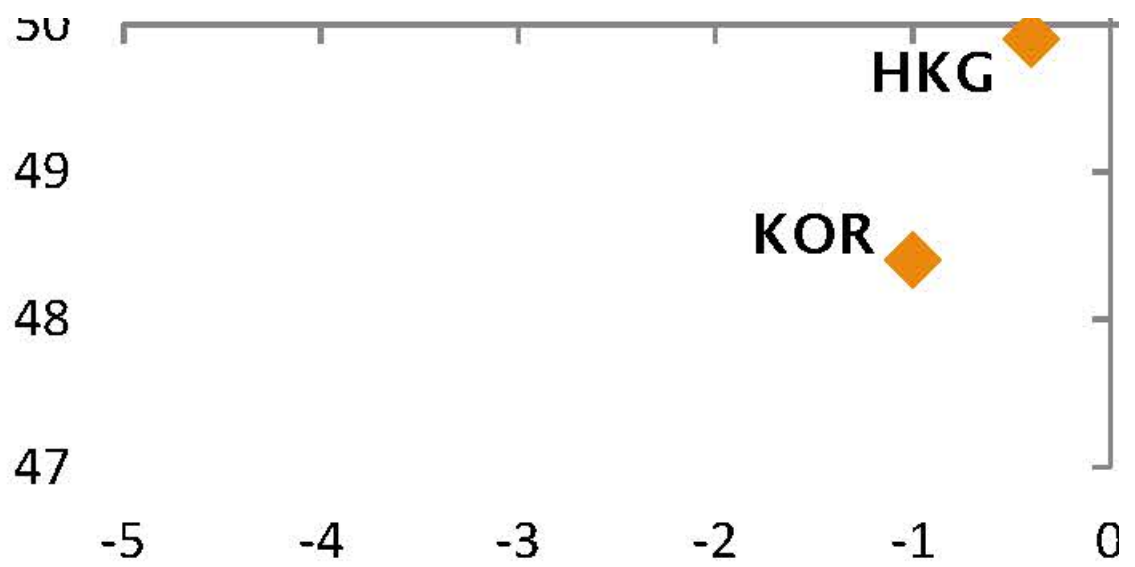
Die US-Notenbank und die EZB bewegen sich auf einem schmalen Grat, indem sie versuchen, die lockere Geldpolitik aufzugeben, ohne die laufende Wachstumsdynamik zu stören. Der fehlende Basisinflationsdruck spricht für Vorsicht und eine Politik der kleinen Schritte. Großbritannien stellt vielleicht insofern eine seltene Ausnahme dar, als die dortige Zentralbank entschlossener handeln muss, wenn sich das Wachstum allen Unkenrufen zum Trotz fortsetzen soll, während die Inflation weiter steigt. Zentralbanken in Schwellenländern agieren in einer gegenläufigen Dynamik, denn sie lockern ihre Geldpolitik allmählich, bleiben aber auf der Hut vor Inflationsdruck.

„Das derzeitige Konjunkturmilieu ist einer Goldlöckchen-Wirtschaft möglicherweise so nahe, wie dies global überhaupt nur möglich ist.“

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

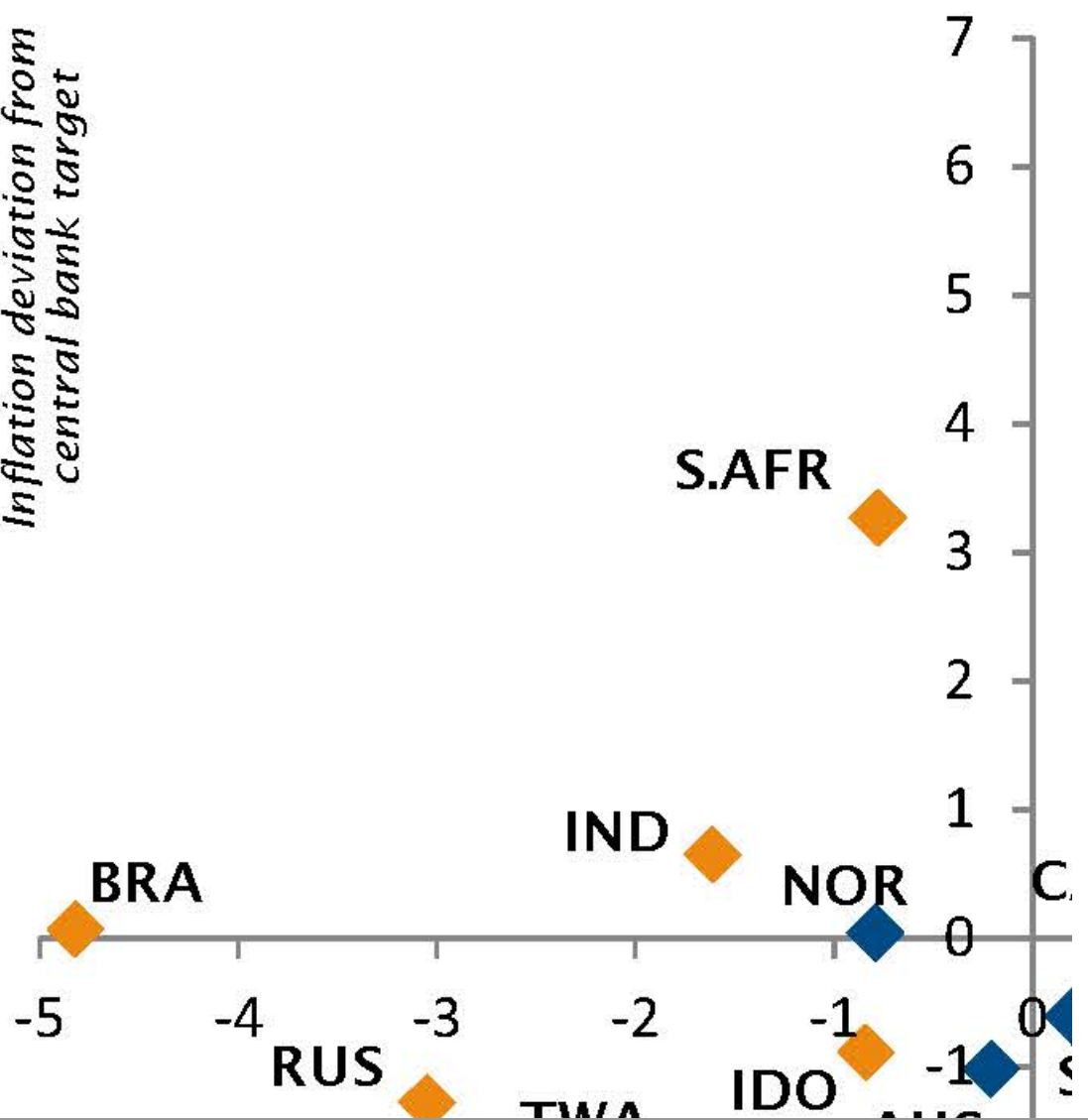
● Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe

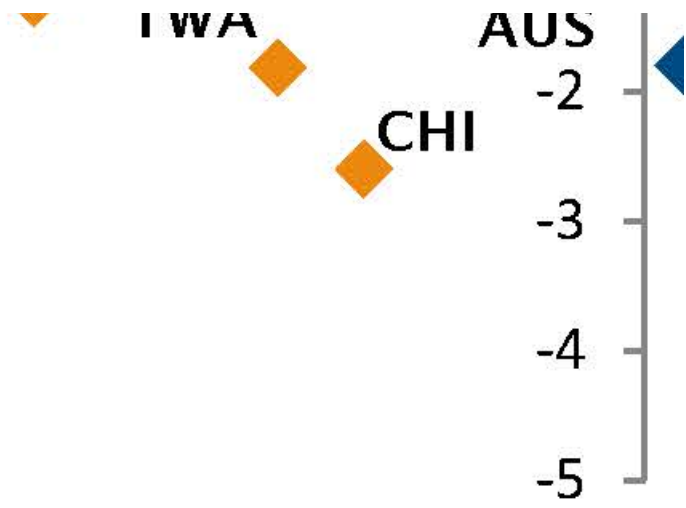




◀ Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank ▶

*Inflation deviation from
central bank target*





Industriestaaten

Das US-Rätsel aus der großen Kluft zwischen „weichen“ und „harten“ Daten besteht noch immer. Die Werte bei Stimmungs- und Konjunkturumfragen liegen weiterhin auf hohem Niveau, auch wenn sie im März leicht zurückgegangen sind. Gleichzeitig vermitteln die tatsächliche Industrieproduktion, die Konsumausgaben und sogar die Zahl neu geschaffener Arbeitsplätze ein Bild von verhaltenem Wachstum. Während Erstere auf ein annualisiertes BIP-Wachstum von 3% im ersten Quartal hindeuten, sprechen Letztere für ein Wachstum unter 1%. Jedenfalls bedeuten dieses Umfeld sowie der mangelnde Lohn- und Basisinflationsdruck, dass die US-Notenbank einstweilen bei einer vorsichtigen Haltung bleiben kann. Nichts deutet nämlich darauf hin, dass sie hinter der Entwicklung hinterherhinkt.

In Europa befinden sich alle Wirtschaftsindikatoren weiter im grünen Bereich und spiegeln einen breit gefächerten laufenden Aufschwung wider, wobei das Wachstum in den meisten Fällen über dem Potenzial liegt. Allerdings ist die Basisinflation weiter verhalten und fiel im März sogar auf ein 2-Jahres-Tief. Gleichzeitig geht die Gesamtinflation wegen nachlassender Ölpreiseffekte bereits zurück. Auch hier besteht für die EZB keine Eile, ihre Geldpolitik anzupassen, insbesondere wenn der Ausgang der Wahlen in Frankreich und Deutschland unsicher bleibt.

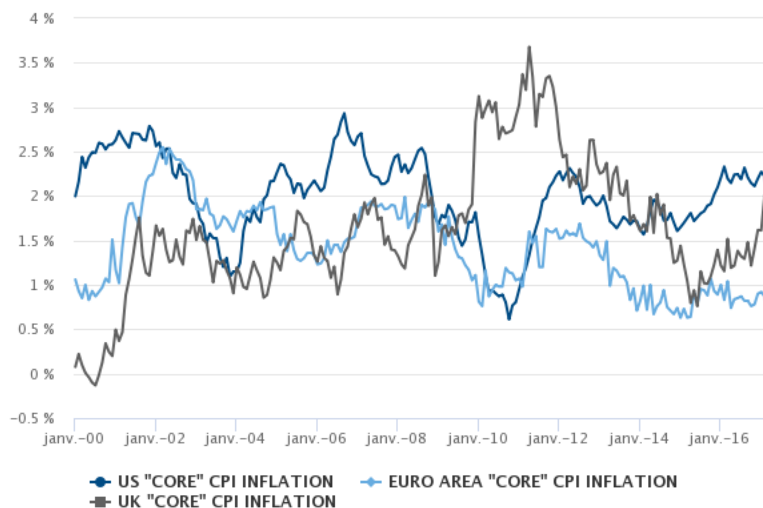
In Japan deuten die Wirtschaftsdaten weiter auf ein gesundes Wachstum hin, während sich die Inflation um die Null-Prozent-Marke bewegt. In einem derartigen Umfeld wird wahrscheinlich wohl nur eine kräftige Aufwertung des Yen am Ende in Schieflage geraten. Die Bank of Japan hat somit keinen Grund zu weiteren Lockerungsmaßnahmen, zumal auch ihre Möglichkeiten hierbei sehr begrenzt sind.

Schwellenländer

In Schwellenländern setzt sich der Wirtschaftsaufschwung, gestützt von der Binnennachfrage, weiter fort. Höhere Energiepreise kommen erdölproduzierenden Volkswirtschaften ebenfalls zugute. Außerdem verringern der Rückgang des US-Dollars und die heruntergeschraubten Erwartungen an Zinserhöhungen in den USA den Druck auf die Finanzierungsbedingungen. Von daher befinden sich die meisten Schwellenländer im Aufwind und tragen zum globalen Wachstum bei. Nur in einigen wenigen Ausnahmefällen wie z. B. Brasilien verläuft die Erholung immer noch schrittweise. Aber manche Schwellenländer sind noch nicht über den Berg und werden durch Faktoren im Inland gedämpft.

Die Stabilisierung des Wachstums in China passt in dieses global positive Bild, denn das Land profitierte von staatlichen Konjunkturmaßnahmen, einer Feinjustierung der Kreditgrößenverteilung, der Lockerung von Kapitalabflüssen sowie Abwärtsdruck auf die Währung. Auch die Wirtschaft in Indien lässt einen ermutigenden Trend nach dem Negativschock durch die auf Demonetisierung ausgerichtete Währungsreform Ende 2016 erkennen.

Adrien Pichoud



Risiko und Duration

Das Ergebnis bei der ersten Runde der französischen Wahlen am 23. April war von den Marktteilnehmern weitgehend erwartet worden. Für den bevorstehenden zweiten Wahlgang haben sich dadurch die politischen Extremrisiken bereits in erheblicher Weise verringert. Das Risiko, dass Marine Le Pen und Jean-Luc Mélenchon in der Stichwahl aufeinander treffen, hat sich aufgelöst, und die Meinungsumfragen scheinen anders als beim Brexit und bei den US-Wahlen verlässlicher zu sein. Das ist ermutigend. In den Meinungsumfragen für die Stichwahl führt Emmanuel Macron mit einem Vorsprung von beinahe 30%. Damit bestehen für einen Sieg von Marine Le Pen nur geringe Chancen. Unter Berücksichtigung der Risiken in Bezug auf den Wahlausgang in Frankreich haben wir unsere Risikopositionierung geringfügig auf leicht positiv heraufgestuft. Im Hinblick auf die Duration wurde die Positionierung auf leicht negativ korrigiert. Weiterhin Sorgen machen uns die Bewertungen von Anleihen, die im Vorfeld der französischen Wahlen noch überzogener geworden sind. Nachdem die politischen Risiken nachgelassen haben, ist weniger offensichtlich, ob wir einen Katalysator für eine weitere Komprimierung der Renditen erleben.

„Erst hielt die Staatsschuldenkrise den europäischen Aktienmarkt zurück, dann bestand Unsicherheit über die wirtschaftliche Erholung, und in letzter Zeit hatten wir es mit politischen Risiken zu tun. Da diese Risiken allmählich verschwinden und Anleger sich auf ein günstigeres wirtschaftliches Umfeld in Europa einrichten...“

— Hartwig Kos

Aktienmärkte

Wegen ihrer Bewertungen sind Aktien aus Industrieländern weiterhin sehr trübe. In unseren Kennzahlen schneiden europäische Aktien etwas besser ab. Dies ist keine Überraschung angesichts der beinahe durchgängigen Underperformance im Verhältnis zu anderen Industrieländern in den letzten Jahren - insbesondere den USA. Erst hielt die Staatsschuldenkrise den europäischen Aktienmarkt zurück, dann bestand Unsicherheit über die wirtschaftliche Erholung, und in letzter Zeit hatten wir es mit politischen Risiken zu tun. Da diese Risiken allmählich verschwinden und sich Anleger auf ein günstigeres wirtschaftliches Umfeld in Europa einrichten, haben wir beschlossen, den europäischen Aktienblock inklusive der Schweiz heraufzustufen. Innerhalb Europas sind in unseren Augen Italien und Spanien von ihrer Bewertung her am attraktivsten. Spanien hat in diesem Jahr bereits einen der besten europäischen Aktienmärkte. Damit bleibt Italien als Markt mit eindeutigem Aufwärtspotenzial. Der italienische Aktienindex ist auf Finanzwerte ausgerichtet, und die Stimmung gegenüber italienischen Banken ist nach wie vor sehr negativ. Auch wenn die EZB in ihren Äußerungen über die Aussichten für die Geldpolitik einigermaßen neutral bleibt, gibt es Gründe dafür, dass die EZB in naher Zukunft ihre Position überdenken und eine restriktivere Haltung einnehmen muss. Dies würde europäischen Finanzwerten im Allgemeinen und italienischen Banken im Besonderen in Anbetracht der aktuellen Bewertung und der Stimmung gegenüber diesem Marktsegment zugute kommen. Eine restriktivere Haltung der EZB wird dem Euro eindeutig Auftrieb verleihen und könnte die stärker exportorientierten nordeuropäischen Märkte sowie Large-Cap-Aktien im Vergleich zu Small- und Mid-Cap-Aktien etwas belasten.

Anleihenmärkte

Die Anleihenbewertungen bereiten uns nach wie vor Sorge. Da die politischen Extremrisiken nachlassen, ist es außerdem schwierig, sich vorzustellen, wie von hier an eine weitere Komprimierung der Renditen erfolgen kann. Bei relativer Betrachtung stellen sich US-Treasuries etwas attraktiver dar als andere hochwertige Papiere wie JGBs, Gilts oder Bundesanleihen. Doch dieses Renditedifferenzial (zumindest aus der Sicht eines EUR-Anlegers) lässt sich nur dann erschließen, wenn man bereit ist, das USD-Währungsrisiko zu tragen. Für eine Eurodollar-Absicherung liegt der aktuelle 3-Monatszins bei 1,88%, während die Rendite von 10-jährigen US-Treasuries 2,31% beträgt; nach der Absicherung beläuft sich der Carry auf 0,43% - kaum 10 Bp. mehr als die Rendite von Bundesanleihen. Auch wenn 10 Bp. durchaus eine erhebliche Differenz bei Anleihen von höchster Bonität bedeuten, ist es immer noch schwierig, ein solches Investment als Renditeanlage zu behandeln. Im Hinblick auf die Duration sind US-Treasuries nach unserer Auffassung zweifellos eine bessere Wahl als andere defensive Anleihenmärkte. In den USA haben Anleihen Anleger in den letzten 18 Monaten bereits drei Zinserhöhungen erlebt, und das Potenzial für weitere Anhebungen ist gut inszeniert. Dies ist in Japan und Europa eindeutig nicht der Fall, wodurch möglicher weiterer Aufwärtsdruck auf die Renditen an diesen Märkten entstehen kann. Über die Wahlen in Frankreich hinaus könnte man argumentieren, dass, wenn Martin Schulz, der Kandidat der SPD bei den Bundestagswahlen in Deutschland, Kanzler würde, er sich durchaus mit Emmanuel Macron - sofern gewählt - zusammensetzen und eine expansive wachstumsfördernde Politik, finanziert durch die Ausgabe von Eurobonds, verfolgen könnte. Gespräche über die Vergemeinschaftung von Schulden wären für Aktien und Staatsanleihen aus Randländern eindeutig positiv. Gleichzeitig würde sich damit die Möglichkeit für steigende Renditen bei Bundesanleihen ergeben. Ein solches Szenario ist gegenwärtig sicherlich reine Spekulation. Ungeachtet dessen haben die teuren Bundesanleihen und JGB eine Herabstufung auf sehr negativ ausgelöst. Demgegenüber wurden französische Staatsanleihen von sehr negativ auf negativ heraufgestuft.

„Bei relativer Betrachtung stellen sich US-Treasuries etwas attraktiver dar als andere hochwertige Papiere wie JGBs, Gilts oder Bundesanleihen.“

Hartwig Kos

Währungen, alternative Anlagen & liquide Mittel

Liquide Mittel sind zwar weiter durchaus attraktiv, aber nicht mehr so sehr wie vorher. Außerdem wird immer deutlicher, dass dem USD schließlich die Luft ausgeht. Der JPY und der EUR waren in den letzten Monaten ziemlich stark. Zumindest für den EUR erwarten wir eine Fortsetzung dieser Entwicklung, die durch das geringere politische Risiko und höheren Inflationsdruck unterstützt werden dürfte. Allerdings wird diese Aufwertung höchstwahrscheinlich mit langsamen Schritten weitergehen. Das Erwartungsmanagement durch die EZB wird dabei eine gewisse Rolle spielen.

_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.