

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (Juni 2017)

Montag, 06/19/2017

Die politische Unsicherheit könnte die grosse Unbekannte im aktuellen Konjunkturmfeld bleiben.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Hartwig Kos



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- Die politische Unsicherheit bleibt möglicherweise das grösste unbekannte Risiko, wenn sie bedeutend genug ist, um zu Unsicherheiten über das politische Vorgehen zu führen.
- Analysten haben begonnen, ihre Umsatz- und Ertragsprognosen nach oben zu revidieren. Dies bedeutet, dass der ertragsgebundene innere Wert an den Aktienmärkten wieder
- Der «Aktienwahn» erstreckt sich nicht auf die Schwellenländer, sondern auf den Technologiesektor, der seit Mitte 2013 eine beständige Outperformance erzielt hat.

Weiter wie gehabt...

„Sell in May and go away“: Anleger sollten sich das gut überlegen, denn im vergangenen Monat hat sich nicht wirklich etwas verändert. Die hohen Bewertungen in vielen Anlageklassen bereiten uns zwar nach wie vor Sorge, doch das aktuelle Umfeld – eine Goldlöckchen-Wirtschaft: passables Wachstum ohne jeglichen Inflationsdruck auf dem Weg zur allmählichen geldpolitischen Normalisierung – unterstützt die Risikobereitschaft. Die politische Unsicherheit bleibt möglicherweise das grösste unbekannte Risiko, wenn sie bedeutend genug ist, um zu Unsicherheiten über das politische Vorgehen zu führen. Ein politischer Unruheherd könnte allerdings jederzeit entstehen. Die Wahrscheinlichkeit, dass es dazu kommt, ist nunmehr aber in den USA, wo der zunehmend unberechenbare Präsident Trump das Ruder führt, weitaus grösser als in der Eurozone. Dennoch ist es äusserst schwierig, genau vorauszusagen, wann ein Wendepunkt für die Politik oder ein marktschädigender weltweiter Konflikt eintreten könnte – ob es nun um die unterschweligen Spannungen auf der koreanischen Halbinsel, Terroranschläge oder einen Tweet von Donald Trump geht. Unter Berücksichtigung all dieser Faktoren halten wir an unserer leichten Risikopräferenz fest, die von der niedrigen Volatilität profitieren wird. Zugleich sichern wir unsere Portfolios für den Fall einer Korrektur weiterhin etwas ab. Unserer Ansicht nach ist die Wahrscheinlichkeit, dass eine solche Korrektur in den nächsten Monaten eintreten wird, hoch. Wir werden die Gelegenheit dazu nutzen, das Risiko an einem besseren Einstiegspunkt wieder zu erhöhen.

Ist dies ein Fall, in dem sich die Geschichte wiederholt?

Das gegenwärtige Umfeld mit seiner niedrigen Volatilität und steigenden Aktienmärkten erinnert an den Zeitraum 2005–2006: hoch bewertete Vermögenswerte, Erholung in der Eurozone, Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und die EZB kurz vor der Normalisierung der Geldpolitik. Wenngleich die meisten Kommentatoren das aktuelle Umfeld entweder als neu oder aussergewöhnlich einordnen, sind wir davon überzeugt, dass es sich um einen Fall handelt, in dem sich die Geschichte wiederholt – mit einigen wenigen Unterschieden: Erstens erstreckt sich der «Aktienwahn» diesmal nicht auf die Schwellenländer, sondern auf den Technologiesektor, der seit Mitte 2013 eine beständige Outperformance erzielt hat. Weitauw wichtiger aber ist, dass die Verschuldung im globalen System noch weiter gestiegen ist. Dadurch wird ein wesentlicher Anstieg im Gesamtniveau der Zinsen, ohne dass es zu einem Crash kommt (der zum endgültigen Schritt der «Japanifizierung» der Industrieländer führt), verhindert.

Volatilität dürfte weiter niedrig bleiben

Darüber hinaus geht es weiter wie gehabt: Die Risikoauschläge von Aktien und die Kreditspreads waren sogar noch enger als heute. Solange der Schock nicht gross genug ist, um die Weltwirtschaft aus der Bahn zu werfen oder den von der Fed eingeschlagenen Pfad der geldpolitischen Normalisierung drastisch zu ändern, werden Volatitätshöchs nicht viel länger dauern und die Volatilität wird insgesamt niedrig bleiben. Vor diesem Hintergrund stuften wir Schwellenländeraktien aus Lateinamerika nach der von dem neuen politischen Skandal in Brasilien ausgelösten Korrektur auf eine leichte Präferenz hoch, da die Befürchtung einer Ansteckung auf Aktienmärkte ausserhalb Brasiliens ungerechtfertigt war. In Anbetracht der Ähnlichkeiten mit den Jahren 2005 und 2006 dürften die langfristigen US-Zinsen also recht stabil bleiben. Die einzigen (vorübergehenden) Aufwärtsrisiken auf absehbare Zeit werden ganz sicher nicht aufgrund einer Wachstumsbeschleunigung in den USA oder einer Änderung des Leitzinspfads der Fed entstehen, sondern durch eine Neubewertung der deutschen Renditekurve. Dies könnte nun jederzeit geschehen, aber der Tag der offiziellen Feststellung der EZB, dass die geldpolitischen Massnahmen gedrosselt werden sollten, ist nicht mehr fern. Deshalb halten wir insbesondere bei deutschen Bundesobligationen und JGBs an unserer taktilen negativen Einschätzung der Duration fest. Entsprechend der bereits geäusserten Einschätzung wird der Euro weiter gegenüber dem US-Dollar aufwerten. Einige Positionierungen in Carry-Trades dürften zunehmend überlaufener werden. Der Grund dafür ist, dass einige Schwellenländerwährungen wie der MXN oder die TRY nach wie vor relativ günstig bewertet sind und eine vergleichsweise attraktive absolute und relative Rendite bieten, jedenfalls im Vergleich zu den niedrigen erwarteten Renditen europäischer Hochzinsobligationen, die wir im vergangenen Monat auf eine negative Einschätzung herabstuften. Ähnlich wie bei der Heraufstufung europäischer Aktien im vergangenen Monat strukturieren wir unsere Portfoliorisiken um, wenn wir Bereiche mit (relativem) Wertpotenzial finden.

Fabrizio Quirighetti



Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick

Unter der Oberfläche der beständig wachsenden Weltwirtschaft vollzog sich in den vergangenen Quartalen unbemerkt eine überraschende, ein wenig unerwartete Entwicklung: Europa überholte die USA in puncto BIP-Wachstum. Inzwischen weist der Kontinent sogar eine stärkere Konjunkturdynamik auf als die meisten Schwellenländer. Welch eine Wende! Vor wenigen Jahren noch war die Eurozone nach einer Reihe von Krisen in den Randländern der Eurozone, der Angst vor einem Zerfall des Euro und einer europaweiten Rezession das hässliche (und hoffnungslose) Entlein der Weltwirtschaft. Wenngleich die Erholung Europas weitgehend unbemerkt verlief, steht sie nun plötzlich im Rampenlicht, denn 1) ist das kurzfristige politische Risiko nach den Wahlen in Frankreich abgeflaut und 2) verliert die US-Wirtschaft im Gegensatz zu den meisten von Trumponomics angeheizten Erwartungen nun an Fahrt. Das derzeit glänzende Abschneiden der europäischen Wirtschaft bedeutet, dass der Fokus sich nun auf eine Normalisierung der Geldpolitik und das potenzielle Aufwärtsrisiko für die Währung richten dürfte. Diese beiden Faktoren könnten letztlich der aktuellen Dynamik entgegenwirken, wie es in den USA seit 2014 der Fall war. Die anhaltend starke Wirtschaftsdynamik scheint sich jedoch in Europa zumindest bis zum Jahresende fortzusetzen. Für die Weltwirtschaft ist diese Entwicklung in einer Zeit, in der das Wachstum in den USA nachlässt und China Schwierigkeiten mit der Neuausrichtung seines Wirtschaftsmodells hat, zu begrüßen.

Wachstum

Die Weltwirtschaft verzeichnet mehrheitlich nach wie vor ein positives BIP-Wachstum. Unter den grössten Volkswirtschaften weist die Eurozone nun in puncto Wachstumsrate und -dynamik einen Vorsprung auf, während die Wachstumsdynamik in den USA und China nachlässt. Europa und Japan sind derzeit die einzigen grossen Wirtschaftsregionen, deren Wachstum oberhalb ihres langfristigen Potenzials liegt.

Inflation

Seit April werden die Inflationsraten nicht mehr erheblich von ölpreisbedingten Basiseffekten verzerrt. Infolgedessen ist die Inflation in den Industrieländern nun in ihren «langweilig» niedrigen, aber positiven Rahmen zurückgekehrt. In den Schwellenländern tragen die Währungsstabilisierung und die straffe Geldpolitik zur Begrenzung oder gar zur Umkehrung der Inflationsdynamik bei.

Geldpolitik

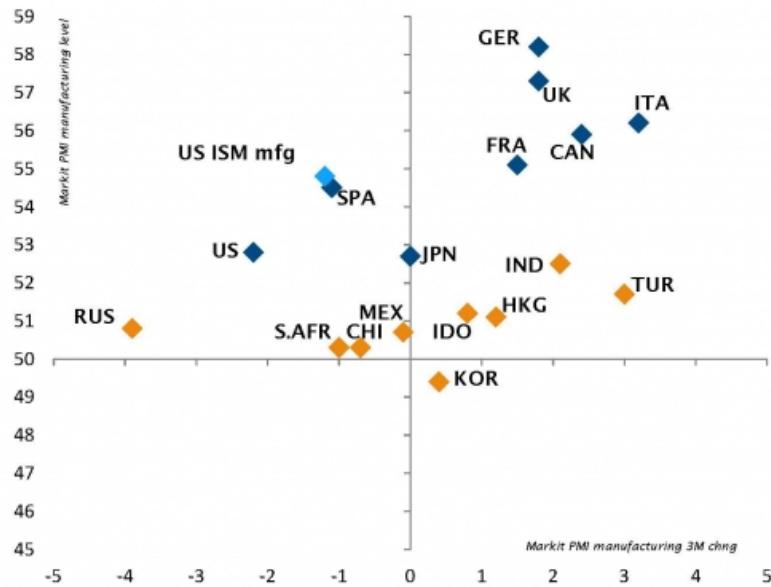
Vor dem aktuellen Hintergrund dürfte die Aufmerksamkeit sich statt der Fed eher der EZB zuwenden, die voraussichtlich in der zweiten Jahreshälfte mit der geldpolitischen Normalisierung beginnen wird. Die allgemein akkommodierende Geldpolitik in den Industrieländern, die durch die Kombination aus gedämpfter Inflation und hoher Verschuldung bedingt ist, dürfte jedoch weiter fortgesetzt werden.

Europa hat die USA in puncto BIP-Wachstum überholt und weist eine stärkere Konjunkturdynamik auf als die meisten Schwellenländer. Welch eine Wende!

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

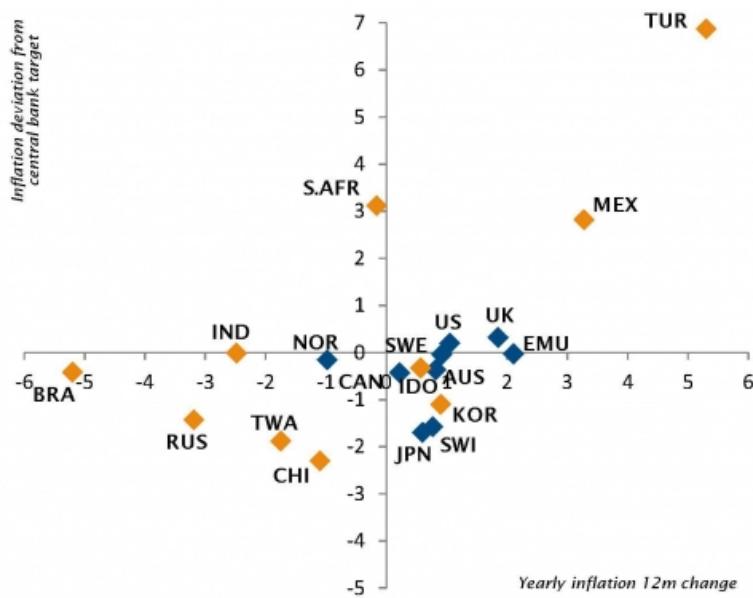


Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe



Quelle
SYZ Asset Management

Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank



Quelle

SYZ Asset Management, Datastream

Industriestaaten

In den USA besteht noch immer keine grössere Klarheit über die Wirtschaftslage. Einerseits ist der Konsum weiterhin verhalten und stellte für das BIP-Wachstum im ersten Quartal eine starke Belastung dar, bei der Inflation sind keinerlei Anzeichen einer Beschleunigung zu erkennen, auch nicht bei den Löhnen. Die Entkopplung zwischen den Stimmungsbarometern und den harten Daten setzt sich fort, und das Kreditwachstum verlangsamt sich. On the other hand: Andererseits sind die Geschäftsinvestitionen wieder gestiegen, die Industrietätigkeit verbessert sich und die Arbeitslosenquote sinkt weiterhin und ist jetzt auf dem Niveau von vor der Krise angelangt. In diesem kontrastreichen Umfeld scheint die Fed geneigt, die Zinsen im Juni erneut zu erhöhen und anschliessend den Ausblick neu zu bewerten. Der X-Faktor ist Donald Trump: Seine Fähigkeit, seine umfassenden haushaltspolitischen Versprechen in die Tat umzusetzen, wird entscheidend bei der Frage sein, ob das aktuell schleppende Wachstum wieder an Fahrt gewinnt oder auf die Verlangsamung in der Spätphase des Zyklus zusteuer.

In Europa setzt sich die spektakuläre Abfolge über Erwarten starker Daten fort, während die Dynamik in der Mitte des Zyklus sich voll entfaltet. Deutschland und Spanien liegen an der Spitze, doch die gesamte Eurozone profitiert von äusserst günstigen Wirtschaftsbedingungen. Dies wird an dem annualisierten BIP-Wachstum von 2,0% im ersten Quartal deutlich, das wie auch im Jahr 2016 über dem der USA lag. Alle Umfragen signalisieren, dass Europa derzeit weltweit die Region mit der grössten Dynamik ist. Die EZB muss ihre Mitteilungen bezüglich der allmählichen geldpolitischen Normalisierung äusserst vorsichtig formulieren, wenn sie die Erholung in Europa nicht untergraben will.

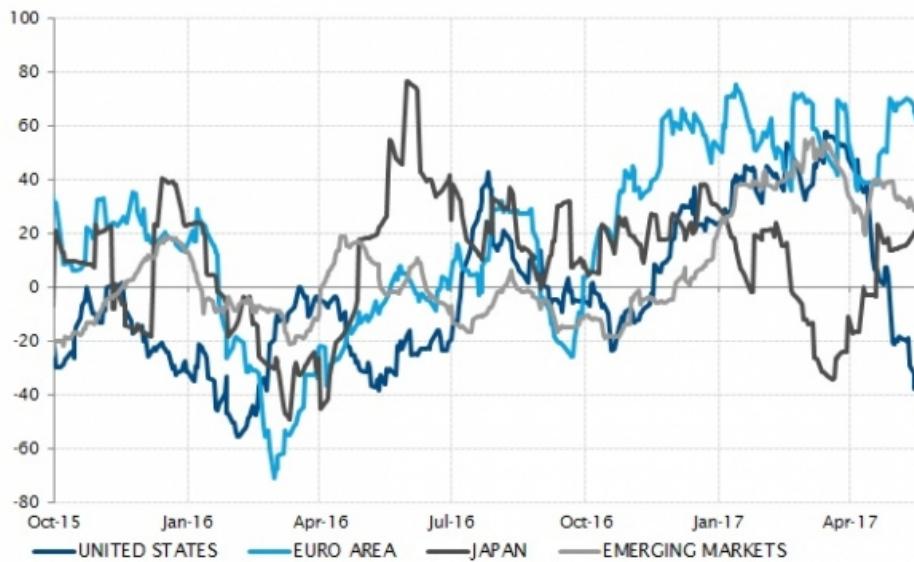
Japan ist eine weitere Region mit positivem Wachstum, das über dem Potenzial liegt. Die Dynamik ist jedoch weniger beeindruckend als in Europa, und die Inflation liegt nun wieder im negativen Bereich, was darauf hindeutet, dass die deflationären Kräfte noch nicht gänzlich ausgeräumt sind.

Schwellenländer

Die Schwellenländer expandieren ohne klare Wachstumsdynamik. Die restriktiveren Marktfinanzierungsbedingungen in China führten zu einem leichten Rückgang der Wachstumsindikatoren, ohne jedoch das Szenario eines stabilen Wachstums von etwa 6,5% bis zum Jahresende zu gefährden. In der Türkei könnte die geldpolitische Straffung nach dem Referendum damit einhergehen, dass die Inflation ihren Höhepunkt erreicht. In Brasilien muss sich erst noch zeigen, ob die jüngsten politischen Entwicklungen das Potenzial haben, den Trend der schrittweisen Erholung aus der Bahn zu werfen.

Adrien Pichoud

Positive wirtschaftliche Überraschungen heben die Eurozone vom Gesamtbild der Weltwirtschaft ab



Quelle
SYZ AM, Factset

Anlagestrategie-Gruppe: Wichtige Erkenntnisse

Risiko und Duration

Unsere Haltung zu Risiko und Duration blieb unverändert. Wir haben eine leichte Präferenz für Risiko und schätzen die Duration leicht negativ ein. Mit dem Wahlausgang in Frankreich sind signifikante politische Extremrisiken aus dem Weg geräumt. Dieser Eindruck wurde durch das Ergebnis der Landtagswahl in Nordrhein-Westfalen verstärkt, die weithin als Barometer für die Bundestagswahlen in Deutschland gesehen wurde. In Düsseldorf zog die CDU von Kanzlerin Angela Merkel mit erheblichen Stimmengewinnen gegenüber den Sozialdemokraten als Gewinner in den Landtag ein. Man muss sich bewusst sein, dass in der US-Politik Potenzial für Enttäuschungen besteht. Auch einige der Entwicklungen an den chinesischen Geldmärkten geben Anlass zur Sorge. Bisher konnte dies die positive Stimmung an den Finanzmärkten jedoch noch nicht ins Wanken bringen.

Die jüngst beobachtete Stärke des Euro Stoxx 50 bedeutet, dass dieser Markt aus dem Blickwinkel der technischen Analyse nun einen 17-Jahres-Abwärtstrend testet. Die technische Analyse ist zwar immer mit etwas Vorsicht zu genießen. Dennoch ist es interessant zu sehen, dass sich die Marktpsychologie in Bezug auf europäische Vermögenswerte verändert.



Aktienmärkte

An den Aktienmärkten ist das Bild in Bezug auf die Bewertungen unverändert. Die Aktienkurse erscheinen angemessen, da die Obligationenmärkte teuer sind. Ermutigend ist, dass Analysten begonnen haben, ihre Umsatz- und Ertragsprognosen nach oben zu revidieren. Dies bedeutet, dass der ertragsgebundene innere Wert an den Aktienmärkten wieder in Europa wurden sowohl Umsatz- als auch Gewinnprognosen nach oben korrigiert, während bei US-Aktien nur die Umsätze nach oben revidiert wurden. Korrekturen bei den Gewinnprognosen hinken noch hinterher. Unserer Einschätzung zufolge bedeutet dieser Trend, dass die Analysten sich in Bezug auf das gesamtwirtschaftliche Bild in den USA auf einen steigenden Trend einstellen. Unterdessen verhalten sie sich wahrscheinlich angesichts der mit den versprochenen Steuerreformen verbundenen Unsicherheiten hinsichtlich der Unternehmenserträge noch abwartend.

Neben dieser eher positiven Entwicklung hat sich eine weitere bemerkenswerte Änderung bei den technischen Marktfaktoren vollzogen, insbesondere bei europäischen Aktien. Die jüngst beobachtete Stärke des Euro Stoxx 50 bedeutet, dass dieser Markt aus dem Blickwinkel der technischen Analyse nun einen 17-Jahres-Abwärtstrend testet. Absolut gesehen ist dieses Bild stark ausgeprägt, aber im Vergleich zu anderen Aktienmärkten, da die Dynamik ebenso ausgeprägt ist. Die technische Analyse ist zwar immer mit etwas Vorsicht zu genießen, da sie sich in wesentlichem Masse auf eine subjektive Auswertung stützt. Dennoch ist es interessant zu sehen, dass sich die Marktpsychologie in Bezug auf europäische Vermögenswerte verändert. Wir behalten unsere positive Einschätzung europäischer Vermögenswerte bei.

Im Schwellenländeruniversum wurde Lateinamerika geringfügig auf eine leichte Präferenz heraufgestuft. Mexikanische Aktien wurden zweifellos durch die Wahl Donald Trumps erschüttert. Doch die Bewertungen sind attraktiv, die Konjunktur ist nach wie vor robust und die Befürchtungen, Donald Trump werde die Mauer bauen, sind abgeflaut. Brasilien verzeichnete in diesem Jahr eine der stärksten Erholungen unter den Schwellenländern. Seit der Amtsübernahme von Präsident Michel Temer hat das Wirtschaftswachstum begonnen, sich zu stabilisieren, und die Inflation ist um 4% auf ein Niveau wie zuletzt vor über zehn Jahren gesunken. Bis vor wenigen Wochen waren die düsteren letzten Tage der Regierung Dilma Rousseffs, in denen die Inflation nahe bei 11% und die Obligationenrenditen bei knapp 17% lagen, für Anleger nur noch weit entfernte Erinnerungen. Die Reformvorhaben von Temer schienen auf Kurs zu sein, die Obligationenrenditen entwickelten sich gut, und die brasilianischen Unternehmen meldeten ihren Aktionären ermutigende Ergebnisse. Es überrascht daher nicht, dass die Vorwürfe gegen Michel Temer brasilianische Vermögenswerte wie ein Hurrikan trafen. Zwar rechnen wir mit mehr Volatilität, doch diese Heraufstufung bietet uns die Flexibilität, ausgewählte Anlagemöglichkeiten in dieser Region zu nutzen, sobald sie sich ergeben.

Es ist wirklich erschreckend zu sehen, dass europäische Aktien gemessen am Stoxx Europe 600 eine nachlaufende Dividendenrendite (derzeit 3,43%) aufweisen, die nur geringfügig niedriger ...



Obligationenmärkte

Die Bewertungen von Obligationen bereiten weiterhin grosse Sorge, während die offensichtlich hohe Bewertung von Staatsobligationen aus westlichen Ländern in der Vergangenheit vom Multi-Asset-Team bereits hervorgehoben wurde. Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass es auch unter westlichen Staatsobligationen Wertpotenzial gibt. US-Treasuries scheinen angemessen bewertet, und italienische Obligationen – nominelle Obligationen ebenso wie indexgebundene Papiere – sehen ebenfalls attraktiver aus. Bei Unternehmensobligationen vertreten wir schon seit Langem die Auffassung, dass Investment-Grade-Obligationen aus den USA mit einem Spread von 150 Basispunkten über Treasuries (BBB-Segment) oder europäische Investment-Grade-Obligationen mit optionsbereinigten Spreads von 135 Basispunkten schlicht und einfach keinen ausreichenden Puffer bieten, um diese Obligationen von einem Renditeanstieg bei Staatsobligationen zu isolieren. Neben dem einigermassen positiven gesamtwirtschaftlichen Hintergrund war dies bislang der Hauptgrund für unsere positive Einschätzung von Schwellenländer- und Hochzinsobligationen. Bei Schwellenländerobligationen bleiben die Argumente weitgehend intakt, bei einer leichten Präferenz für auf ausländische Währungen lautende Obligationen gegenüber Obligationen in Lokalwährung. Bei den Hochzinsobligationen hat sich das Bild jedoch erheblich verändert. Es ist wirklich erschreckend zu sehen, dass europäische Aktien gemessen am Stoxx Europe 600 eine nachlaufende Dividendenrendite (derzeit 3,43%) aufweisen, die nur geringfügig niedriger als die Rendite europäischer Hochzinsobligationen liegt. Die Rendite des umfassenderen Merrill Lynch Euro High Yield Index liegt derzeit bei 3,56%. In den USA besteht noch ein angemessener Unterschied: So liegt die Rendite des S&P 500 bei nachlaufenden Dividenden bei 2,1% und des umfassenderen US High Yield Index bei einer laufenden Rendite von 5,9%. Da europäische Hochzinsobligationen ausgesprochen teuer sind, haben wir das Segment auf eine negative Einschätzung herabgestuft.

Währungen, alternative Anlagen & liquide Mittel

Keine Änderung der Einschätzung. Liquide Mittel bleiben weiterhin attraktiv, aber weniger als zuvor. Wir erwarten eine weitere Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro und dem Pfund Sterling.

_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.