

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (Mai 2017)

Mittwoch, 08/02/2017

Die Risiken bestehen darin, dass entweder die Konjunktur- und Inflationserwartungen ganz plötzlich nachlassen oder den Zentralbanken klar wird, dass die Nebenwirkungen ihrer ultra-lockeren Geldpolitik stärker werden als der erwartete Nutzen. Wir sind fest davon überzeugt, dass die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in absehbarer Zukunft gering bleibt, besonders im Zuge einer unverändert bleibenden Geldpolitik.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic
Strategist



Hartwig Kos



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager

- Das Wirtschaftswachstum ist fast überall positiv und der Ausblick für die zweite Jahreshälfte ist nach wie vor gut.
- Unsere größte Sorge ist eine ungeordnete Neubewertung einiger Renditekurven vor dem Hintergrund eines Versuchs der Normalisierung durch die EZB und einer Zinsanhebung durch die US-Notenbank im September.
- In diesem Umfeld wurde in unseren Multi-Asset-Portfolios die Risikohaltung insgesamt auf leicht positiv (+) belassen, während die Zinssensitivität gering (--) gehalten wird.

Die positive oder negative Haltung gegenüber globaler Risikobereitschaft und wesentlichen Anlageklassen wird auf einer sechsstufigen Skala von (++) bis (---) bewertet.



Wie lässt sich überschüssige Liquidität abbauen, ohne dass die Volatilität dadurch nach oben schnellt?

Man stelle sich eine Volkswirtschaft mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von real 2,8% seit 2009 vor, wo die Inflation erst in diesem Jahr etwas anzieht, auf 1,7% im Mai, was in der Nähe des Zentralbank-Ziels von 2% liegt. Die Arbeitslosenquote ist von ihrem Anfang 2010 mit 9,3% erreichten Höchststand auf 6,7% im Mai gefallen. In diesem Jahr wird der Haushalt voraussichtlich ausgeglichen sein und der Leistungsbilanzüberschuss wird voraussichtlich mehr als 4% betragen. Welche geldpolitische Entscheidung hat die Zentralbank dieser Volkswirtschaft Ihrer Meinung nach wohl angesichts dieser Gegebenheiten zuletzt getroffen? Hat sie die Zinsschraube in der einen oder anderen Form angezogen oder die Haltung eines Zinsfalken eingenommen? Weit gefehlt! Sie hat beschlossen, nicht nur ihren Ziel-Zinssatz bei -0,5% zu belassen, sondern auch noch die quantitative Lockerung (QE) auszuweiten. Dieses anekdotenhafte Beispiel aus Schweden sagt viel darüber aus, in welch hohem Maße die großen Zentralbanken derzeit entgegenkommend sind, und das im Kontext einer seit der Finanzkrise deutlich verbesserten Lage. Mit anderen Worten, die Zentralbanken bringen sich heute mehrheitlich viel zu stark ein.

Die Risiken bestehen darin, dass entweder die Konjunktur- und Inflationserwartungen ganz plötzlich nachlassen oder den Zentralbanken klar wird, dass die Nebenwirkungen ihrer ultra-lockeren Geldpolitik stärker werden als der erwartete Nutzen. Wir sind fest davon überzeugt, dass die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in absehbarer Zukunft gering bleibt, besonders im Zuge einer unverändert bleibenden Geldpolitik. Unsere größte Sorge ist jedoch eine ungeordnete Neubewertung einiger Renditekurven, besonders in Deutschland oder den USA, vor dem Hintergrund eines Versuchs der Normalisierung durch die EZB, einer Zinsanhebung durch die US-Notenbank im September oder, in geringerem Maße, aufgrund fiskalpolitischer Maßnahmen Donald Trumps.

In diesem Umfeld haben wir in unseren Multi-Asset-Portfolios die Haltung zur Duration auf Abneigung (--) und zum Risiko auf leichter Präferenz (+) belassen. Die Präferenzen bei der Aktien-Allokation wurden in Richtung einiger geografischer Regionen wie Europa (++) und Japan (von - auf +) verschoben. Zu beachten ist, dass die Sektoren Finanzen und Industrie sowie Substanzwerte und Small Caps ebenfalls gut abschneiden dürften, während das Umfeld für Anleihen schwieriger ist. In diesem Bereich wurden US-amerikanische nominale Anleihen, unsere bisher in diesem Jahr „am wenigsten schlechte“ Wahl bei der Duration, auf leichte Abneigung (-) herabgestuft, da wir angesichts der wahrscheinlich zu pessimistisch gewordenen Konsenserwartung für den US-Konjunkturausblick eine positive Überraschung erwarten. Bei den Währungen können wir, obwohl der Euro (+) gegenüber dem US-Dollar weiter aufwerten dürfte, eine kurzlebige und begrenzte Erholung des US-Dollars nicht ausschließen, was mit unserem vorsichtig optimistischen Ausblick für die USA im Einklang steht.

Fabrizio Quirighetti

Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick

Die Weltwirtschaft stellt die Zentralbanken vor eine immer kniffliger werdende Aufgabe. Einerseits ist das Wirtschaftswachstum fast überall positiv und der Ausblick für die zweite Jahreshälfte ist nach wie vor stark, wobei es nur beim Momentum und bei der Zyklizität deutliche Veränderungen gibt. Andererseits lässt die Inflation bereits nach und die Schuld dafür kann man nicht allein dem Öl zuweisen. Für die US-Notenbank und die Europäische Zentralbank ist das eine unangenehme Situation, denn sie stecken in der Klemme zwischen einem Wachstum, das anscheinend eine Normalisierung der Geldpolitik rechtfertigt, und einer unter dem Ziel liegenden Inflation mit ihrer Indikation für die Beibehaltung einer sehr entgegenkommenden Geldpolitik. Die mit diesem Dilemma konfrontierte US-Notenbank hat sich bisher entschieden, auf dem von ihr Ende 2016 eingeschlagenen Pfad der Normalisierung zu bleiben. Die EZB hingegen zögert noch mit der Entziehung ihrer Unterstützung, obwohl sich die politischen Risiken zerstreuen. Der Rückgang der Ölpreise macht das Dilemma noch komplizierter, denn er wird jeglichen Inflationsdruck in den kommenden Monaten dämpfen. Die Art und Weise der Überbrückung dieser Kluft wird bedeutende Auswirkungen auf die Währungen, die Zinssätze und die Aktienmärkte haben. Möglicherweise wird diese Kluft aber noch einige Zeit bestehen bleiben.

Wachstum

In einer expandierenden Weltwirtschaft liegen die Eurozone und Japan weiter in Führung. Ihre Wachstumsraten trotzen den Erwartungen und sie erfahren, unterstützt durch die sehr entgegenkommenden Zentralbanken, eine Expansion in der Mitte des Konjunkturzyklus. Die Schwellenländer haben nachgelassen, verzeichnen aber noch immer Wachstum, wenn man einmal von den durch Faktoren im Inland bestimmten Rezessionen in Brasilien und Südafrika absieht.

Inflation

Die Inflationsraten sind angesichts des derzeitigen globalen Wachstums erstaunlich. Neben dem schwächer werdenden Basiseffekt der Ölpreise (und bevor die Auswirkungen des jüngsten Rohölpreisverfalls spürbar wurden) verlangsamte sich das Tempo bei allen Kennzahlen für die Preise, auch beim Lohnwachstum in den USA. In den Schwellenländern verliert die Inflation größtenteils ebenfalls an Fahrt. Bestimmend hierfür ist, dass die Währungen dieser Länder gegenüber dem US-Dollar wieder an Boden gewinnen.

Geldpolitik

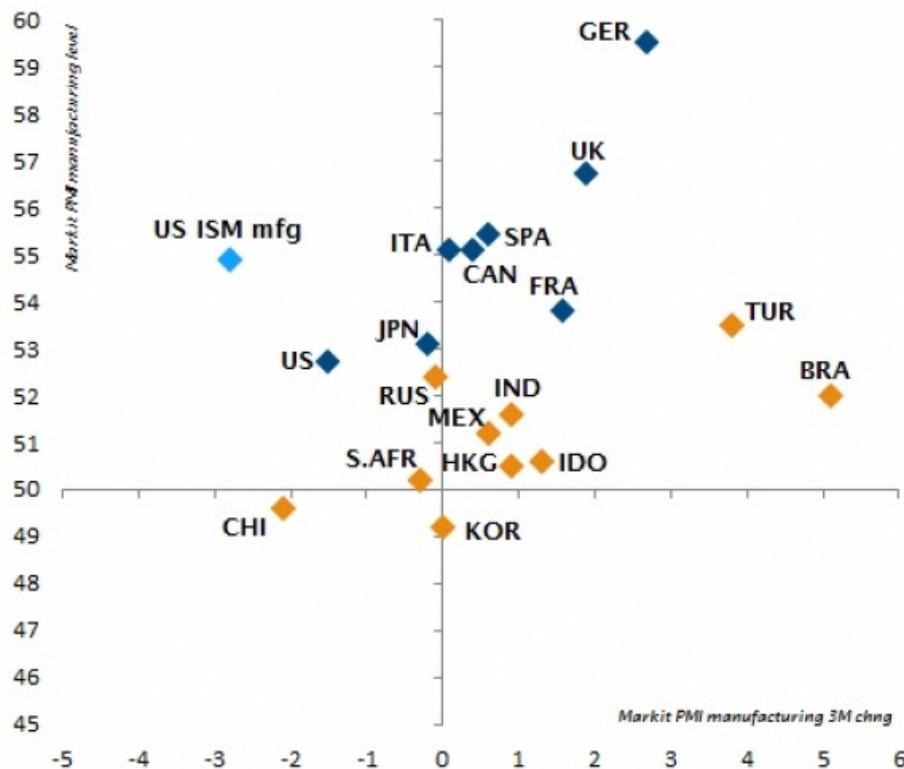
Die anhaltende wirtschaftliche Expansion, sinkende Arbeitslosenquoten und die Zerstreuung des politischen Risikos in Europa sind Anzeichen dafür, dass die Geldpolitik in Zukunft allmählich wieder weniger entgegenkommend werden dürfte. Doch die Zentralbanken der Industriestaaten haben es mit nachlassenden Inflationsraten zu tun, die unter die Zielwerte fallen. Ausnahme hierbei ist Großbritannien, wo die für eine Normalisierung der Geldpolitik sprechenden Argumente möglicherweise besser ersichtlich sind.

Die Art und Weise der Überbrückung der Kluft zwischen Wachstum und Inflation wird bedeutende Auswirkungen auf die Währungen, die Zinssätze und die Aktienmärkte haben.

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



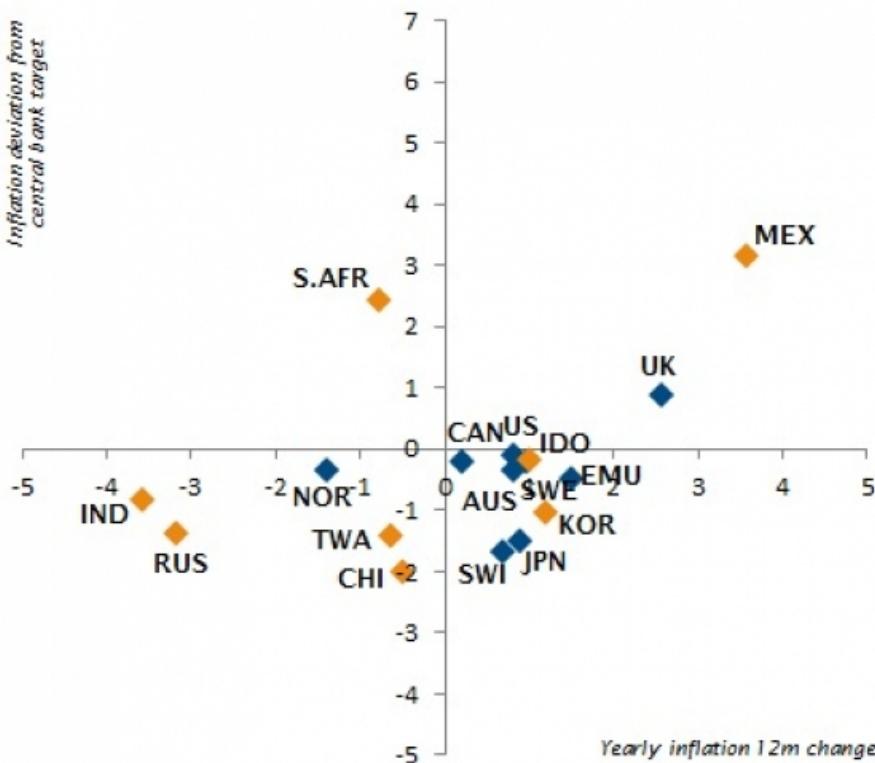
Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe



Quelle

FactSet, SYZ Asset Management. Daten per 30 Juni 2017

Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank



Quelle

FactSet, SYZ Asset Management. Daten per 30 Juni 2017

Industriestaaten

Die US-Wirtschaft befindet sich nach wie vor in einer Phase steten, aber enttäuschenden Wirtschaftswachstums. Die Verlangsamung bei den Kreditaggregaten lastete auf dem Verbrauch, der ansonsten durch die anhaltende Schaffung von Arbeitsplätzen unterstützt wurde. Die Investitionen sind noch immer in der Erholung begriffen, dies jedoch nicht stark genug, um das BIP-Wachstum zu erhöhen. Und einige weiche Daten, beispielsweise das Verbrauchertrauen, sind gegenüber den von ihnen nach der US-Wahl erreichten Höchstständen rückläufig, ein deutlicher Ausdruck von fehlender Dynamik. Parallel dazu verlangsamt sich unerwartet die Inflation, eine Entwicklung, welche die US-Notenbank im Juni bewusst ignorierte, als sie die Fed Funds Rate anhob und ihren Plan für den allmählichen Abbau ihrer Bilanz bekannt gab. Angesichts der aktuellen Trends ist eine deutliche Aufheiterung in der zweiten Jahreshälfte 2017 nur schwer vorstellbar, wobei Donald Trump und die Fähigkeit des US-Kongresses zur Einführung der lange ersehnten Steuersenkungen die große Unbekannte ist.

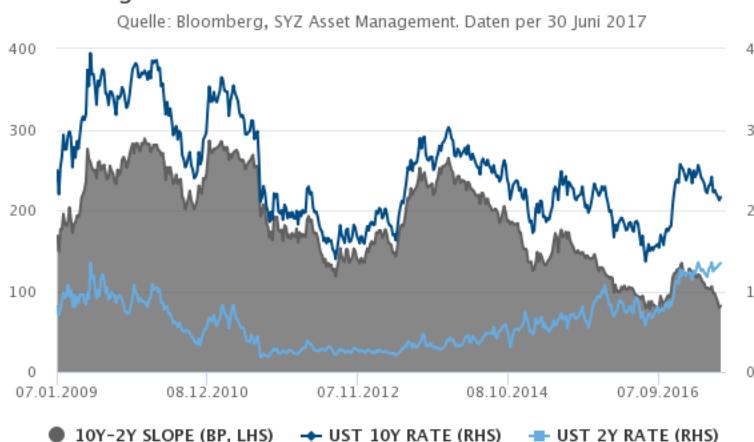
Der wirtschaftliche Hintergrund der Eurozone ist nach wie vor recht positiv, bei starker Expansion in Deutschland und Spanien und solidem Wachstum in den meisten Ländern der Währungsunion. Dass die Inflation niedrig bleibt, ist aufgrund des früheren Stadiums im Konjunkturzyklus, der höheren Arbeitslosenquote und der verkrusteten Strukturen weniger erstaunlich als in den USA. Nichtsdestotrotz sieht sich die EZB dadurch zu erhöhter Vorsicht veranlasst. In Großbritannien ist die Bank of England mit dem gegenteiligen Szenario konfrontiert: Dort steigt die Inflation (über das Inflationsziel), während das Wachstum etwas an Fahrt verliert, da die Binnennachfrage unter der real geringeren Kaufkraft leidet. Ein zunehmender Anteil der Mitglieder im Geldpolitischen Ausschuss ist nun anscheinend bereit, die Zinsen eher früher als später anzuheben, nachdem sie im Anschluss an das Referendum einen Tiefstand erreicht hatten.

Schwellenländer

Die chinesische Wirtschaft verlangsamt sich leicht, denn restriktivere Kreditbedingungen wirken als Gegenwind auf die Immobilienpreise und die Anlagetätigkeit. Der Verbrauch ist aber nach wie vor stabil und hält die BIP-Wachstumsrate im Bereich des von ihr seit 18 Monaten mit 6,5% verzeichneten Trends. Im Umfeld einer restriktiveren Geldpolitik ist das Wachstumsmomentum in den Schwellenländern im Großen und Ganzen weniger stark als in den Industriestaaten. Das Wiederaufflammen von politischen Unruhen in Brasilien bedroht die laufende Erholung des Landes und könnte das Ende der Rezession hinauszögern, was in Südafrika der Fall ist.

Adrien Pichoud

Zinsanhebungen der US-Notenbank bei gleichzeitig verlangsamter Inflation führen zum Abflachen der Kurve



Anlagestrategie-Gruppe: Wichtige Erkenntnisse

Risiko und Duration

Unsere Risikoeinschätzung hat sich nicht geändert. Die Risikoeinschätzung zeigt eine leichte Präferenz für Risiko und ist dabei der Aufnahme von zusätzlicher Duration noch immer abgeneigt. Die Märkte sind zwar seit den Präsidentschaftswahlen in Frankreich weitgehend konstant geblieben und haben einige der zuvor im Jahr gemachten Gewinne konsolidiert. Etliche potenzielle künftige Risikofaktoren haben sich aber zerstreut. Die Furcht vor vorgezogenen Wahlen in Italien, die dem Markt Ende Mai arg zugesetzt hatte, war anscheinend unbegründet. Zudem weist die Tatsache, dass Emmanuel Macron und seine Bewegung „En Marche“ bei den Parlamentswahlen in Frankreich eine klare Mehrheit erreichten, darauf hin, dass es in Frankreich nun wahrscheinlich zur Einführung von lange ersehnten Reformen kommt. Angela Merkel hat Donald Trump beim NATO-Treffen in Südtalien in die Schranken gewiesen und ihre Macht im Inland dadurch gefestigt. Der Ausgang der Wahl zum Deutschen Bundestag wird so zunehmend vorhersehbar. Und wegen des enttäuschenden Abschneidens von Theresa May bei der britischen Unterhauswahl Anfang Juni werden die Forderungen nach einem weicheren Brexit lauter. Doch noch immer türmen sich potenzielle Risiken bedrohlich auf. Sorgen bereiten nach wie vor die ambitionierten Bewertungen in wichtigen Anlageklassen, die deutliche Verlangsamung der Konjunktur in China und die enorm unberechenbare Politik von Donald Trump. Bislang sind diese Sorgen noch nicht groß genug, um Grund für eine Änderung der Risikoeinschätzung zu sein.

« Was die Bewertungen angeht, ist Japan klar einer der attraktivsten Märkte im Universum von Aktien der westlichen Welt. »

— Hartwig Kos



Aktienmärkte

Was die Bewertungen angeht, hat sich an den Aktienmärkten wenig verändert. Die USA sehen nach wie vor etwas teurer bewertet aus als ihre Pendants in der westlichen Welt, wobei laut unserem Rahmen für Risikozuschläge auf Aktien Großbritannien unter den Kernmärkten am attraktivsten ist. Die deutliche Attraktivität des britischen Marktes, zusammen mit dem Potenzial einer weiteren Schwäche des britischen Pfunds im Zuge der Aufnahme der Brexit-Verhandlungen, hat dazu geführt, dass der Markt von einer leichten Abneigung auf leichte Präferenz hochgestuft wurde. Japanische Aktien machten in den letzten Monaten einen zunehmend attraktiven Eindruck. Bei Untersuchungen in Sachen Risikozuschläge auf Aktien schneiden sie gut ab, die Wirtschaftsaktivität hellt sich seit Jahresbeginn auf und die Geldpolitik ist nach wie vor sehr vorteilhaft. Gleichzeitig verzeichnen die Unternehmensgewinne ein starkes Wachstum. Historisch haben Anleger Einschätzungen der Attraktivität des japanischen Aktienmarktes anhand von Bewertungskennzahlen wie dem Kurs-Buchwert-Verhältnis vorgenommen. Der Grund hierfür bestand darin, dass die Kennzahlen des Kurs-Gewinn-Verhältnisses japanischer Aktien wegen des Umfelds der Deflation in Japan stark überzogen erschienen. Obwohl sich das Inflationsumfeld insgesamt nicht sehr geändert hat, sind sowohl das Kurs-Buchwert-Verhältnis als auch das Kurs-Gewinn-Verhältnis Anzeichen dafür, dass der Markt in Japan attraktiv ist. Was das anhand von Zukunftswerten gemessene Kurs-Buchwert-Verhältnis angeht, notiert der Topix bei 1,26, weniger als halb so hoch wie der S&P 500, welcher bei 2,96 notiert, während der Stoxx 600 bei 1,84 notiert. Das anhand von Zukunftswerten gemessene Kurs-Gewinn-Verhältnis des Topix beträgt 14,2. Demgegenüber beträgt es 18,6 beim S&P 500 und 15,8 beim Stoxx 600. Im Vergleich zu den USA sind die japanischen Bewertungen deutlich attraktiver. Die Anleger konzentrieren sich bisher jedoch auf die Schwellenländer, ausgehend von Erwartungen einer Schwäche des Dollars, sowie einem erstarkenden Europa. Für japanische Aktien galt die Auffassung, dass sie durch die Stärke des Yens ausgeöhlt wurden. Da aber die US-Notenbank nun stärker als Zinsfalle auftritt und Mario Draghi endlich über eine Beendigung der entgegenkommenden Geldpolitik der Europäischen Zentralbank spricht, ist das Risiko einer weiteren Aufwertung des Yens weniger ausgeprägt als zuvor. Anleger sehen sich dadurch möglicherweise veranlasst, japanische Aktien wieder auf den Schirm zu nehmen.

Zusammen mit einem schwächeren US-Dollar sind die geldpolitischen Bedingungen in den USA trotz der in den letzten Monaten vorgenommenen drei Zinsanhebungen entgegenkommender geworden. Die Anleger sind inzwischen einmal mehr sehr zufrieden mit dem Weg, den die US-Notenbank hinsichtlich der Zinsen potenziell einschlägt.

— Hartwig Kos



Obligationenmärkte

Auch auf die Gefahr hin, ein und dasselbe mehrfach zu wiederholen: Die Anleihemärkte sind nach wie vor hoch bewertet und sind auch weiterhin ein erheblicher Risikofaktor für die Aktienbewertungen. Im Universum der Anleihen sind auf harte und lokale Währungen lautende Anleihen der Schwellenländer nach wie vor das am wenigsten schlechte Segment. Doch auch dieser Marktbereich ist inzwischen zunehmend teuer bewertet, was zu kontinuierlichen Herabstufungen unterschiedlicher Länderpräferenzen innerhalb beider Segmente in den letzten Monaten geführt hat. Die jüngste Herabstufung betrifft Polen. Das Land lag bei unseren Präferenzen seitens der auf harte Währungen lautenden Anleihen in der Mitte und gehört bei den auf lokale Währungen lautenden Anleihen von Schwellenländern zu den von uns bevorzugten Märkten. Die Bewertungen von Duration hoher Qualität sind nach wie vor sehr hoch. So beläuft sich beispielsweise bei US-Treasuries die aktuelle 5Y5Y Forward Rate, mit der die 5-Jahres-Renditen in 5 Jahren gemessen werden (ein Maß für die erwarteten zukünftigen Zinsen), auf 2,8%. Das sind 40 Basispunkte weniger als im Dezember 2016, als das letzte Hoch bei den Renditen erreicht wurde. Im gleichen Zeitraum änderte sich die 5Y5Y-Forward-Kennzahl des Treasury Term Premium, eines Risikozuschlags, der Anleger für unerwartete Änderungen der kurzfristigen Zinsen kompensiert, von nahezu 0,43% auf -0,32%. Das ist eine Anpassung um 75 Basispunkte und entspricht den drei Zinsanhebungen im selben Zeitraum. Das heißt, zusammen mit einem schwächeren US-Dollar sind die geldpolitischen Bedingungen in den USA trotz der drei Zinsanhebungen entgegenkommender geworden und die Anleger sind inzwischen einmal mehr sehr zufrieden mit dem Weg, den die US-Notenbank hinsichtlich der Zinsen potenziell einschlägt. Deshalb wurden US-Treasuries, die der von uns bevorzugte Teil des Segments der Industriestaaten-Anleihen waren, von einer leichten Präferenz zu einer leichten Abneigung heruntergestuft. Gleichzeitig erscheinen deutsche indexgebundene Anleihen etwas attraktiver am Rand, sie sind aber nach wie vor als Abneigung eingestuft, nach einer zuvor starken Abneigung.

Währungen, alternative Anlagen & liquide Mittel

Keine Änderung der Einschätzung.

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.