

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (August 2017)

Montag, 08/28/2017

Die positive globale Wachstumsdynamik insbesondere außerhalb der USA, und der ausbleibende Inflationsdruck, der den Zentralbanken ein Festhalten an ihrer expansiven Linie erlaubt, sorgen für eine weiterhin günstige wirtschaftliche Konstellation.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Hartwig Kos



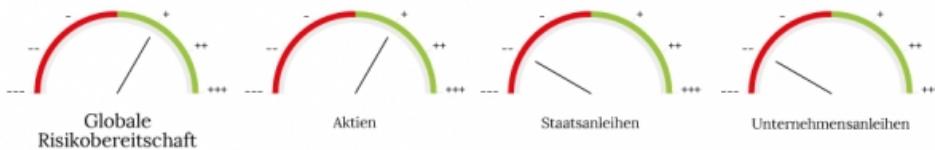
Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic
Strategist



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager

- Angesichts des positiven weltweiten Wachstums ohne Inflationsdruck stehen die wirtschaftlichen Vorzeichen weiterhin günstig.
- Die größte Sorge: Es fällt eindeutig schwer, auf kurze Sicht negative Auslöser für die Märkte auszumachen.
- In unseren Multi-Asset-Portfolios haben wir die allgemeine Risikobereitschaft leicht positiv (+) und das Durationsrisiko niedrig (--) belassen.

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



Genießen Sie die Sommerpause

Die positive globale Wachstumsdynamik insbesondere außerhalb der USA, und der ausbleibende Inflationsdruck, der den Zentralbanken ein Festhalten an ihrer expansiven Linie erlaubt, sorgen für eine weiterhin günstige wirtschaftliche Konstellation. Anders formuliert: Das Bilderbuchumfeld bleibt uns vorerst erhalten. An den Märkten halten die Höhenflüge und Aufwärtstrends (mit offensichtlicher Ausnahme des Dollarwerts) an. Sämtliche Klassen des Anlagespektrums bleiben relativ teuer und weisen eine historisch niedrige Volatilität auf. Unterstützend hinzu kommt die außergewöhnlich akkommadierende Geldpolitik. Nach einem sprunghaften Anstieg Ende Juni/Anfang Juli hat der Aufwärtsdruck auf die Zinsen wieder rapide abgenommen, sodass weder die Fed noch die EZB besondere Eile beim Anziehen der Zinszügel an den Tag legen. All dies ließ Schwellenländeranlagen erneut kräftig zulegen, da sie – sogar mehr noch als die Industrieländer – vom schwachen Dollar, den niedrigen Zinsen und der positiven Wachstumsdynamik profitierten: dem Dreigestirn für ein perfektes Umfeld. Darüber hinaus bieten sie relativ attraktive Bewertungen im Vergleich zu Industrieländeranlagen. Es geht also weiter wie gehabt. Die Frage lautet, ob es sich für Vermögensverwalter lohnt, im jetzigen Klima tätig zu werden.

Eins stimmt jedoch bedenklich: Je länger die gute Stimmung am Markt anhält, umso anfälliger werden die Märkte. Wenn gleich unser nächster Schritt höchstwahrscheinlich in einer Verringerung des Risikos bestehen wird, fällt es uns eindeutig schwer, auf kurze Sicht negative Auslöser ausfindig zu machen. Ein solcher könnte mit dem Ende August stattfindenden Economic Policy Symposium in Jackson Hole bevorstehen, da von den Bestrebungen der Zentralbanken zur Normalisierung ihrer Geldpolitik die größte unmittelbare Bedrohung ausgeht. In der Tat sind die allgemein hohen Anlagebewertungen, insbesondere im festverzinslichen Bereich, auf die insgesamt derzeit außerordentlich lockere Geldpolitik zurückzuführen. Während es bezüglich Aktien bei unseren geografischen Präferenzen keine Veränderungen gegeben hat, sind bei einigen unserer Vorlieben im Anleiheuniversum leichte Verschiebungen festzuhalten. So wurden Schwellenländeranleihen in Hartwährung aus Bewertungsgründen von einer leichten Präferenz auf eine leichte Abneigung herabgestuft. Unsere Einschätzung inflationsgebundener Anleihen haben wir aufgrund der leichten Verbesserung der realen Renditen auf eine leichte Abneigung angehoben. Überdies dürften sich diese Papiere in einem Umfeld steigender Zinsen als robuster erweisen, insbesondere in dem Fall, dass die unbekümmerte Haltung angesichts der niedrigen Inflation unter Druck gerät. „Man kann vieles beobachten, indem man einfach nur zusieht“ (Yogi Berra), und so könnte die allzu expansive Politik der Zentralbanken der Industrieländer auch in Frage gestellt werden, falls die Inflation überraschend anzieht, und sei es nur zeitweise.

Tatsächlich zeigt der Blick auf die jüngere Marktentwicklung, dass die auf Preisen und Löhnen beruhenden Wirtschaftsdaten mittlerweile einen deutlich umfassenderen und stärkeren Einfluss auf die Märkte zu haben scheinen als jene Zahlen, die sich ausschließlich auf das (reale) Wachstum beziehen. In anderen Worten: Da nun ein breiter Konsens bezüglich unserer Einschätzung eines steten, wenngleich unspektakulären Wachstums herrscht, sind die Inflationsfrage und deren geldpolitische Folgen zum ausschlaggebenden Element für die Märkte geworden. Vorerst ziehen wir es jedoch vor, investiert zu bleiben und die niedrige Volatilität zum Kauf günstiger Absicherungen sowohl für Aktien als auch für Zinsen zu nutzen.

Fabrizio Quirighetti

Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick

Die anhaltende und globale Wachstumsdynamik sorgt in diesem Sommer für einen Vertrauensschub bei den Zentralbanken. Eine wachsende Anzahl der Währungshüter in den Industrieländern fasst mittlerweile eine Anhebung der Zinsen ins Auge, was vor einem Jahr kaum denkbar gewesen wäre. In Anbetracht der ersten Zinsschritte der US-Notenbank Fed ist auch der ausbleibende Inflationsdruck nicht mehr ausreichend, um die Währungshüter der anderen Industrieländer im Zaum zu halten. Denn Mario Draghi deutete auf ein mögliches Zurückfahren der Anleihekäufe durch die Europäische Zentralbank hin, Mark Carney stellte offen eine Zinsanhebung durch die Bank of England noch vor Jahresende in Aussicht und die Bank of Canada hob ihre kurzfristigen Zinsen um 25 Bp. an. Der scheinbare Wegfall der Deflationsrisiken rechtfertigt diese Bereitschaft, eine Normalisierung der Geldpolitik zu erwägen. Keinesfalls möchten die Zentralbanken die günstige Gelegenheit verpassen, die sich mit dem freundlichen makroökonomischen Umfeld bietet. Allerdings werden sie behutsam vorgehen müssen, da sich ihre Volkswirtschaften ganz wie die Finanzmärkte an die extrem niedrigen Zinsen und die Kapitalflut gewöhnt haben. Die Sensitivität des Wachstums gegenüber den Finanzierungsbedingungen ist höher denn je, seit die Verschuldungsniveaus sowohl der öffentlichen Haushalte als auch des Privatsektors in den vergangenen Jahren gestiegen sind. In jedem Fall stehen aufgrund des positiven, relativ ausgewogenen und stabilisierten Wachstumsumfelds die Zentralbanken einmal mehr im Mittelpunkt des Finanzgeschehens.

Wachstum

Es herrscht weiterhin ein synchrones weltweites Wirtschaftswachstum. Europa macht noch immer Boden gut und erlebt einen neu entdeckten Optimismus. Nach einer eher gedämpften Phase hat sogar in Nordamerika der Konjunkturzyklus wieder eine positive Dynamik entwickelt. Das globale BIP-Wachstum dürfte 2017 nach einer zwei Jahre langen (leichten) Abkühlung wieder auf rund 3,5% anziehen.

Inflation

Die Inflation (beziehungsweise ihr Ausbleiben) stellt derzeit ein großes Rätsel dar: Trotz des anhaltenden BIP-Wachstums und der sinkenden Arbeitslosenzahlen nimmt sie einfach nicht zu. Eine Deflation wird indes nicht mehr befürchtet, und in aller Welt ziehen die Preise allgemein an, wenngleich in einem relativ verhaltenen Tempo, was die meisten Industrieländer betrifft.

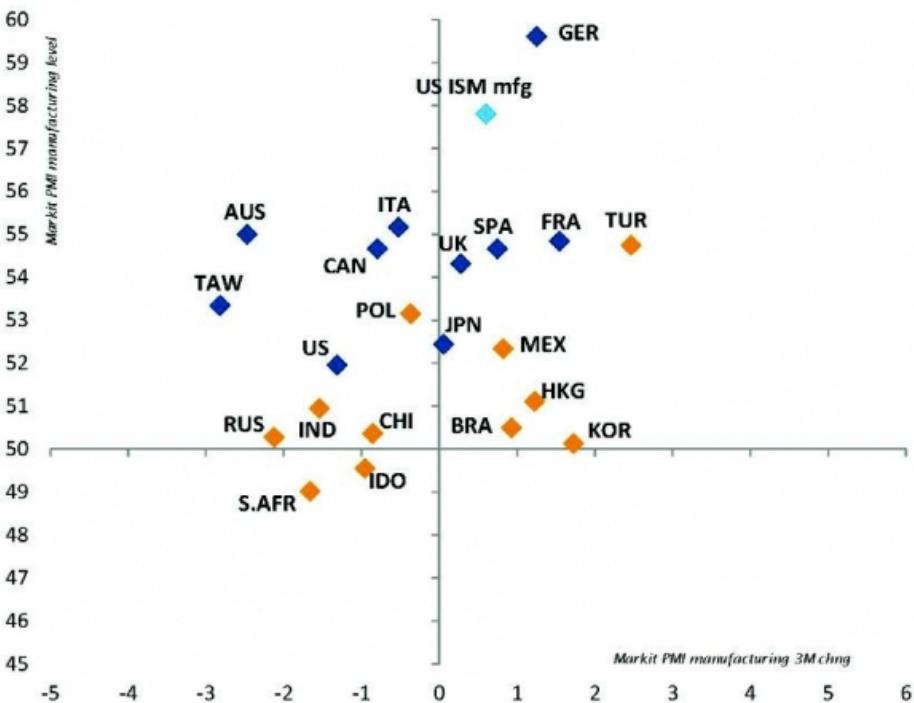
Geldpolitik

Sämtliche Zentralbanken der großen Industrieländer signalisieren inzwischen Bereitschaft dazu, ihre Geldpolitik zu normalisieren und über die hinter den Erwartungen zurückbleibenden Inflationszahlen hinwegzusehen, die sie mit vorübergehenden Faktoren erklären. In mehreren Schwellenländern sind die Zentralbanken aufgrund der noch immer hohen Inflationsraten hingegen gezwungen, eine restriktivere Politik beizubehalten.

Die Sensitivität des Wachstums gegenüber den Finanzierungsbedingungen ist höher denn je, seit die Verschuldungsniveaus in den vergangenen Jahren gestiegen sind.

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

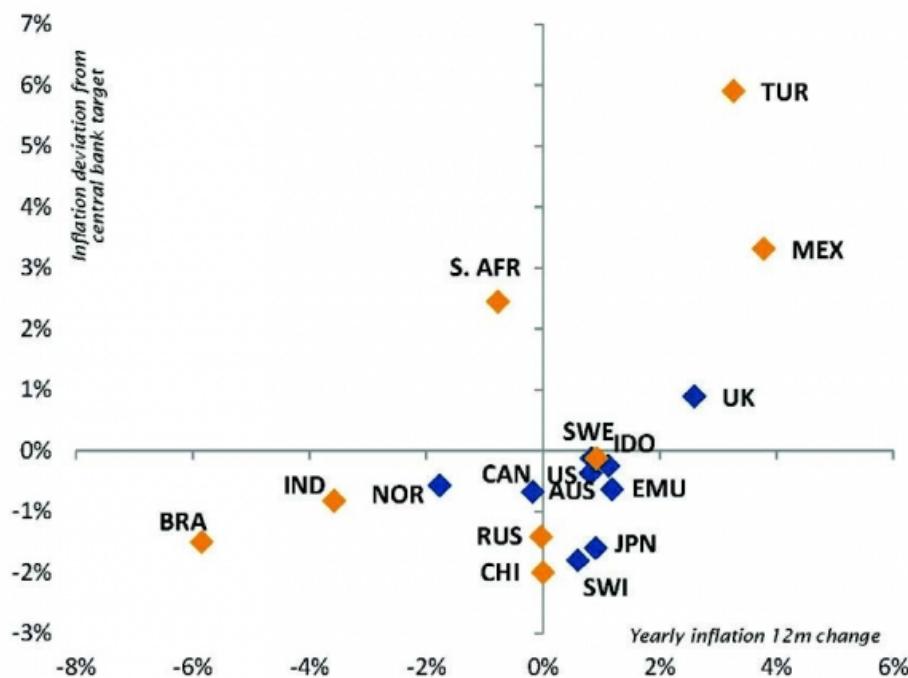
Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe



Quelle

Quelle: Bloomberg, SYZ Asset Management. Daten per Juni 2017

Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank



Quelle

Quelle: Bloomberg, SYZ Asset Management. Daten per Juni 2017

Industriestaaten

Die Entkopplung der Konjunktur von der Inflation fällt besonders in den USA auf, wo die Wirtschaftsdaten weiterhin einen – wenn auch gemächlichen – Aufschwung belegen, ohne jedoch einen Aufwärtsdruck auf die Preisindizes auszulösen. Tatsächlich haben sich die „weichen“ Daten wie die Vertrauensumfragewerte jüngst erholt und senden beruhigende Signale zur Dynamik des Konjunkturzyklus aus. Die Verbraucherpreis- und die Lohninflation hingegen schwächen sich weiterhin ab und lassen sogar Zweifel an der Überzeugung der Fed aufkommen, dass es sich um eine nur vorübergehende Schwäche handelt (siehe Janet Yellens Ausführungen vor dem US-Kongress). Bislang zeigt sich die Fed bereit, an der vorgesehenen allmäßlichen Normalisierung ihrer Geldpolitik mit einer Mischung aus Anhebungen der kurzfristigen Zinsen und Reduzierung ihrer Bilanzsumme festzuhalten. Das Inflationsrätsel lässt jedoch Zweifel an diesem Szenario aufkeimen, zumal angesichts fehlender fiskalischer Impulse.

Diese Situation trifft auf die meisten Industrieländer zu, deren Wirtschaftswachstum eindeutig in die richtige Richtung weist und die Zentralbanken veranlassen, einen Teil ihrer extremen geldpolitischen Unterstützungsmaßnahmen der letzten Jahre wieder aufzuheben, obwohl sich die Inflation noch immer deutlich unter der gesetzten Zielmarke bewegt. Die (sicherlich nicht abgesprochenen) Aussagen der Bank of Canada sowie von Mario Draghi und Mark Carney passen in dieses Schema. Das beschleunigte Wachstum in Kanada und der Eurozone sowie die bislang robuste Konjunktur im Vereinigten Königreich trotz steigender Inflation rücken eine Normalisierung der Geldpolitik in den Bereich des Möglichen.

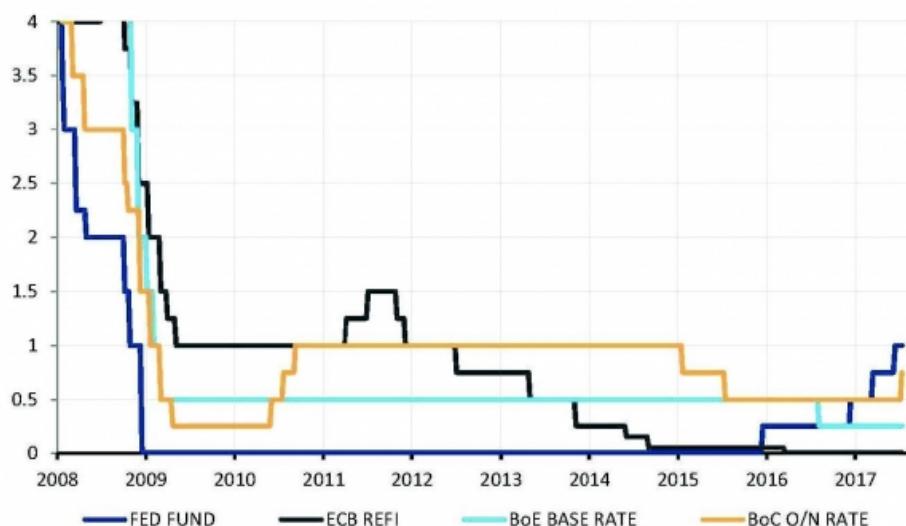
Japan und Australien heben sich von ihren westlichen Pendants insofern ab, als ihre Zentralbanken bislang weiterhin Vorsicht walten und trotz des positiven Wirtschaftswachstums keine Bereitschaft erkennen lassen, von ihrem jetzigen Kurs abzukehren.

Schwellenländer

Wenngleich Brasilien und Südafrika noch immer in der Rezession stecken und von einer Mischung wirtschaftlicher und politischer Probleme belastet werden, schreibt die große Mehrheit der Schwellenländer ebenfalls positive Wachstumszahlen. Die russische Wirtschaft hat sich von ihrer ölbedingten Rezession erholt und zum Wachstumspfad zurückgefunden, wobei sich die Inflation festigt und heute wieder im Einklang zum Zentralbankziel steht. Ein stetes und dem Regierungsziel entsprechendes Wachstum verzeichnet die chinesische Wirtschaft. Hier verlagert sich der Fokus seit Neuem auf die Finanzstabilität, was darauf hindeutet, dass ein Teil der Unterstützung, insbesondere für den Immobiliensektor, bald aufgehoben werden könnte. Die Türkei profitiert von den vor dem Referendum eingeführten fiskalischen Stützungsmaßnahmen, und die Inflation dürfte ihren Zenit überschritten haben. Insgesamt weisen die meisten Schwellenländer ein positives Wachstum aus, im Gegensatz zu den Industrieländern, jedoch auch einen anhaltenden Inflationsdruck, der die Zentralbanken zur Beibehaltung einer relativ restriktiven Politik zwingt.

Adrien Pichoud

Normalisierungspionier Fed lässt andere Zentralbanken nachziehen



Quelle

Quelle: Bloomberg, SYZ Asset Management. Daten per Juni 2017

Anlagestrategie-Gruppe: Wichtige Erkenntnisse

Risiko und Duration

Keine Änderung der Einschätzung. Wir belassen unsere Risikoeinschätzung bei einer leichten Präferenz und die Durationspositionierung bei einer Abneigung. Obwohl mit der allgemeinen Nervosität bezüglich der Geldpolitik eindeutig Wolken am Horizont aufziehen, ist es für ein Umschwenken in puncto Risikopräferenz noch zu früh. Verfrüht wäre angesichts der erheblichen Renditeverschiebungen in den vergangenen Monaten auch eine weitere Abwärtskorrektur unserer Durationspositionierung. Bis auf Weiteres genießen wir also die Sommerpause. Wir behalten jedoch die wirtschaftlichen Kennzahlen, die Inflation sowie die geldpolitischen Entwicklungen im Blick, die die Marktteilnehmer verunsichern könnten.



Es besteht eindeutig ein Zusammenhang zwischen der Eurostärke und dem enttäuschenden Verlauf dieser Berichtssaison in Europa.

— Hartwig Kos



Aktienmärkte

Bei den Bewertungen ist die Lage unverändert. Was die Gewinne betrifft, so hellt sich das Bild jedoch bei allen Aktienmärkten der Industrieländer eindeutig auf. Bis Redaktionsschluss hatte rund die Hälfte der amerikanischen und europäischen Unternehmen Geschäftszahlen für das zweite Quartal vorgelegt. Diese nehmen sich erfreulich aus; insbesondere am US-Aktienmarkt hat es deutliche Verbesserungen bei Umsätzen und Gewinnen gegeben. Dies ist eine sehr positive Entwicklung, da sie zu einer Lösung der Bewertungen von US-Aktien von ihrer starken Abhängigkeit von Anleihebewertungen beiträgt. Wir argumentieren schon lange, dass Aktien nur aufgrund der teuren Anleihen so günstig sind, und tatsächlich hat sich der jüngste Anstieg der Anleiherenditen in den USA negativ auf die Bewertungen von US-Aktien in unseren Berechnungen der Aktienrisikoaufschläge ausgewirkt. Sieht man sich die Quartalsberichte in den USA über alle Sektoren hinweg genauer an, so fallen die allgemein erfreulichen Zahlen auf. Interessant ist, dass nach den durchwachsenen Gewinn- und Umsatzkorrekturen im ersten Jahresquartal die Umsatzkorrekturen im zweiten Quartal so hoch wie in den vergangenen zehn Jahren ausgefallen sind, wobei sich die Gewinne im entsprechenden Zeitraum ebenfalls im oberen Perzentil bewegten. Europa musste sich mit sehr viel schwächeren Ergebnissen begnügen. Nach einer hervorragenden Berichtssaison im ersten Quartal fielen die Gewinnkorrekturen deutlich verhaltener aus und steuern auf das schwächste Niveau seit 2015 zu. Die Umsatzzahlen sind indes trotz der starken Euro-Aufwertung in den zurückliegenden Monaten weiterhin solide. Für diese Diskrepanz zwischen Umsatz- und Gewinnkorrekturen gibt es eine ganze Reihe möglicher Erklärungen. Was die Umsätze betrifft, so lässt sich die Stärke der Binnengesellschaften ins Feld führen, und bei den Gewinnen könnten Währungsabsicherungsverluste oder Anlagen eine Rolle gespielt haben, die vor dem Hintergrund einer besseren Konjunktur getätigten wurden. Dennoch besteht eindeutig ein Zusammenhang zwischen der Eurostärke und dem enttäuschenden Verlauf dieser Berichtssaison in Europa. Diesen Zusammenhang werden wir genau im Blick behalten müssen, bevor wir weitere Einschätzungen für unseren Ausblick bezüglich europäischer Aktien vornehmen. An unseren Länderpräferenzen haben wir derzeit keine Änderungen vorgenommen.

Obligationenmärkte

Auch im Anleiheuniversum hat sich nicht viel geändert. Staatspapiere von Industrieländern bleiben teuer. Allerdings nehmen sich nach dem jüngsten Abverkauf an den Anleihenmärkten, der im Wesentlichen auf die Korrektur bei den realen Renditen zurückzuführen ist, indexgebundene Anleihen etwas attraktiver aus. Somit haben wir unsere Einschätzung für das gesamte Universum von einer Abneigung auf eine leichte Abneigung heraufgestuft. Insbesondere die USA und Italien haben einen erheblichen Anstieg ihrer realen Renditen erfahren und werden nunmehr mit einer leichten Präferenz bewertet. Auch Kanada präsentiert sich unter dem Renditegesichtspunkt etwas attraktiver. Wir haben lange den Standpunkt vertreten, dass Schwellenländeranleihen das attraktivste Segment der Anleihenmärkte darstellen, und innerhalb dieses Segments das Universum der Hartwährungsanleihen aufgrund seiner günstigeren Risikomerkale den Anleihen in lokaler Währung vorgezogen. Angesichts der starken Entwicklung des Universums der Hartwährungsanleihen in den letzten Monaten werden selbst einige unserer stark favorisierten (und bislang äußerst attraktiv bewerteten) Märkte wie die Türkei allmählich recht teuer. Folglich haben wir dieses Segment auf dieselbe Einschätzung wie Schwellenländeranleihen in Lokalwährungen herabgestuft. Aktuell beläuft sich der Spread des EMBI Global für Staatsanleihen jedoch auf 322 Basispunkte bei einer modifizierten Duration von 6,94 und einem durchschnittlichen Rating von BBB bis BB. Was US-Unternehmensanleihen betrifft, so weist das vom Merrill Lynch Index abgebildete BBB-Segment eine Duration von 7,2 Jahren bei einem Spread von 139 Basispunkten auf. Im BB-Segment betragen bei US-Unternehmensanleihen der Spread 219 Basispunkte und die Duration 4,5 Jahre. In Europa verharrt das BBB-Segment bei einem optionsbereinigten Spread von 113 Basispunkten und einer Duration von 5,3 Jahren, während das BB-Segment 209 Basispunkte und eine Duration von 3,89 Jahren aufweist. Somit liegt auf der Hand, dass Schwellenländeranleihen in harter Währung noch immer einen erheblichen Renditeaufschlag gegenüber anderen Kreditmärkten bieten. In einem Umfeld, in dem das Abgreifen von Spreads eine der größten Alphaquellen darstellt, schneidet das Schwellenländersegment innerhalb des breiteren Anleiheuniversums nach wie vor am passabelsten ab. Ansonsten wurde die Einschätzung von US-Hochzinsanleihen aufgrund der sehr hohen Bewertungen in diesem Segment um eine Stufe nach unten auf eine Abneigung revidiert.



« In einem Umfeld, in dem das Abgreifen von Spreads eine der größten Alphaquellen darstellt, schneidet das Schwellenländersegment innerhalb des breiteren Anleiheuniversums nach wie vor am passabelsten ab. »



Devisen, Besondere Chancen und Barmittel

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.