ASSET ALLOCATION INSIGHTS

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (November 2017)

Samstag, 11/11/2017

Obwohl der wirtschaftliche Hintergrund, das Wachstum der Gewinne je Aktie und die Stimmung positiv bleiben, ist das aktuelle „Goldlöckchen“-Szenario in den Wertpapierkursen nun mehr oder weniger eingepreist.

Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management

Fabrizio Quirighetti
Hartwig Kos
Macroeconomic Strategist

- Immer noch ein eindeutig breit basiertes globales Wachstumsumfeld ohne Anzeichen einer nennenswerten Änderung in der nächsten Zeit.
- Einige Aktienmärkte wurden aufgrund ihrer weniger attraktiven Bewertungen von (++) auf (+) herabgestuft.
- In unseren Multi-Asset-Portfolios haben wir die allgemeine Risikobereitschaft auf leicht negativ (-) gesenkt, während das Durationsrisiko niedrig (--) gehalten wird.

Drosselung im „Goldlöckchen“-Umfeld

Kommen wir gleich zur Sache: Wir nehmen bei unserer globalen Risikobeurteilung eine vorsichtigere Haltung ein und haben diese in unseren Portfolios auf leicht negativ herabgestuft. Obwohl der wirtschaftliche Hintergrund, das Wachstum der Gewinne je Aktie und die Stimmung positiv bleiben, ist das aktuelle „Goldlöckchen“-Szenario in den Wertpapierkursen nun mehr oder weniger eingepreist. Deshalb fragen wir uns: Wie viel Aufwärtspotenzial ist an den Aktien- und Kreditmärkten noch vorhanden? Nicht viel. Kann das Wirtschaftswachstum gegenüber den Konsenserwartungen weiterhin positiv überraschen? Wohl kaum. Wird die Inflation in den nächsten Monaten weiter sinken? Das scheint sehr unwahrscheinlich. Wird die extrem expansive Geldpolitik der Zentralbanken dem rationalen Überschwang an den Finanzmärkten weiter standhalten? Das bezweifeln wir.

Mit anderen Worten: Es steht zu erwarten, dass die Sicherheitsmarge in der nächsten Zeit schrumpft, da sich das „Goldlöckchen“-Szenario irgendwann verschlechtern dürfte. Dann könnte die Volatilität zunehmen, weil der massive „Zentralbank-Put“ abnimmt, während die Wahrscheinlichkeit einer (gesunden) Korrektur oder wenigstens einer Konsolidierung zunimmt. Verstehen Sie unsere Einschätzung aber nicht falsch: Wir prognostizieren keine Baisse, sondern versuchen nur, einen Teil unserer Chips selektiv zurückzuhalten, da die erwarteten risikobereinigten Erträge einiger Anlagen wie Unternehmensobligationen und US-Aktien (insbesondere Technologieaktien) nicht attraktiv sind. Da eine Fortsetzung des rationalen Überschwangs an den Märkten nicht völlig ausgeschlossen werden kann, ist es sinnvoll, den Fokus unseres Risikobudgets auf die Nachzügler der aktuellen Hausse zu richten, insbesondere auf europäische und japanische Aktien, die dank besseren Bewertungen, einer grösseren „Zyklizität“ und einer höheren Prognosesicherheit in Bezug auf ihre wirtschaftliche und politische Situation Vorteile bieten. Das ist die beste Möglichkeit, uns gegen eine starke menschliche Emotion abzusichern, gegen die Angst, etwas zu verpassen ... denn wie gewöhnlich, ist es nicht vorbei, bis es vorbei ist!

Unser Urteil in Bezug auf die Duration ist jedoch weiter negativ, da der Weg des geringsten Widerstands für die Zinsen derzeit nach oben geht. Die Inflation hat die Talsohle durchschritten, in der nächsten Zeit ist mit einer gewissen Normalisierung der Geldpolitik der Zentralbanken zu rechnen, wobei die US-Notenbank den Vorreiter spielt, und Trumps Steuerpläne stehen wieder zur Diskussion. Ein heftiger Anstieg der Zinssätze aufgrund von übertriebenen Inflationsängsten oder einer ungeschickten Normalisierung von Zentralbanken bleiben unsere grössten Sorgen. Wenn dies eintritt, wird es sicherlich einen interessanteren Einstiegspunkt bieten, um wieder einige Aktienrisiken in unser Portfolio aufzunehmen und Staatsobligationen zuversichtlicher zu beurteilen.

_Fabrizio Quirighetti

Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick und Ausblick auf die Weltwirtschaft

Zunächst ein Geständnis: Ihrem ergebenen Ökonomen, der durch ein Jahrzehnt der Krisen, des unterdurchschnittlichen Wachstums und der immer expansiveren Geldpolitik abgehärtet wurde, kommt das aktuelle wirtschaftliche Umfeld recht eigenartig vor. Die diesjährige Kombination aus einem weltweit synchronisierten Wachstum und einer geldpolitischen Normalisierung scheint zu gut, um wahr zu sein. Die Erfahrungen der letzten Jahre lassen darauf schliessen, dass am Ende ein böses Erwachen folgt.

Doch trotz der politischen Turbulenzen in Spanien, der bevorstehenden Wahlen in Italien und der festgefahrenen Brexit-Verhandlungen ist das Risiko einer negativen Überraschung aus Europa dank des kräftigen Wirtschaftswachstums recht gering. In den USA nähern sich die Republikaner endlich der Verabschiedung des längst fälligen Steuersenkungspakets, das fiskalische Impulse für die US-Wirtschaft geben dürfte. In Japan sollte die politische Kontinuität für eine Fortsetzung der derzeitigen starken Wachstumsdynamik sorgen. Die ölproduzierenden Länder erzielen die höchsten Rohölpreise seit zwei Jahren. Das chinesische Wachstum hat sich stabilisiert und die Regierung wird alles tun, um Probleme während des Parteitags der Kommunistischen Partei zu vermeiden. Die US-Notenbank (Fed), die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of England (BoE) deuten eine geldpolitische Normalisierung an. Diese Absichten werden jedoch durch ein vorsichtiges und sehr allmähliches Vorgehen gezügelt, sodass die Finanzierungsbedingungen noch eine ganze Weile expansiv bleiben werden.

All dies reicht aus, um uns zu überzeugen, dass dieser positive gesamtwirtschaftliche Hintergrund wahrscheinlich einige Zeit andauern dürfte, solange kein exogener Schock eintritt, etwa durch die Geopolitik oder das Wetter. Es reicht aber sicherlich nicht aus, um die zugrunde liegenden Grabenbrüche der Weltwirtschaft zu vergessen: die strukturelle Wachstumsverlangsamung, die hohen und steigenden Schuldenlasten, die Hypersensitivität gegenüber der Geldpolitik oder die durch die zunehmenden Ungleichheiten geschürten politischen Unsicherheiten. Diese Themen werden zwangsläufig wieder in den Vordergrund rücken, selbst wenn dies vermutlich eher später als früher geschieht. Unterdessen wollen wir die Fortsetzung dieses vorteilhaften gesamtwirtschaftlichen Hintergrunds geniessen, aber nicht vergessen, dass das Aufwärtspotenzial von hier aus begrenzt ist …

Wachstum

Immer noch ein eindeutig breit basiertes globales Wachstumsumfeld ohne Anzeichen einer nennenswerten Änderung in der nächsten Zeit.

Inflation

Die Inflation bleibt in den Industriestaaten leicht positiv, ohne jedoch zu beschleunigen, während sie in einigen grossen Schwellenländern zurückgeht.

Geldpolitik

Grosse Zentralbanken in den Industrieländern streben nach einer Normalisierung ihrer expansiven Geldpolitik, aber nur sehr behutsam. Einige

Zentralbanken in Schwellenländern können ihre restriktive Geldpolitik dank der niedrigeren Inflation lockern, aber ebenfalls nur allmählich.

„Ein derart positiver gesamtwirtschaftlicher Hintergrund dürfte einige Zeit andauern, solange kein exogener Schock eintritt, etwa durch die Geopolitik oder das Wetter.“

Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

Industriestaaten

Die US-Konjunkturdaten wurden durch die beiden Hurrikans im August bisher nur leicht beeinträchtigt. Die deutlichsten Auswirkungen betrafen die Arbeitsplatzschaffung und die Löhne. Unter dem Strich haben diese Katastrophen aufgrund des Ersatz- und Wiederaufbaubedarfs möglicherweise einen leicht „positiven“ Einfluss auf die Aktivitäts- und Inflationsdaten in den kommenden Monaten. Zusammen mit dem längst überfälligen Steuersenkungspaket, das allem Anschein nach gegen Ende des Jahres verabschiedet werden dürfte, schafft dies ein Umfeld, in dem die Fed die Wachstums- und Inflationsaussichten möglicherweise zuversichtlich genug beurteilt, um den Leitzins im Dezember um weitere 25 Basispunkte anzuheben. Dies könnte der letzte Zinsschritt unter dem Vorsitz von Janet Yellen sein. Die Bank of Canada nimmt unterdessen nach ihren unerwarteten Zinserhöhungen eine abwartende Haltung ein, da der starke Konjunkturzyklus allmählich etwas abbremst.

Die Eurozone setzt ihre Aufholbewegung fort, denn der Nachfragestau bei Verbrauchern und Unternehmen treibt eine kräftige Expansion (nach europäischen Standards) an, der sogar den Nachzüglern wie Frankreich oder Italien Auftrieb verschafft. Nur in Spanien wird aufgrund der Auswirkungen der politischen Unsicherheit in der zweitreichsten spanischen Region eine gewisse Verlangsamung erwartet. Das Muster des soliden und sich verbessernden Wachstums passt auch mehr oder weniger auf Volkswirtschaften in Skandinavien sowie die Schweiz. Selbst in Grossbritannien, das unter enormen Unsicherheiten über die Aussichten nach dem Brexit leidet, zeigt sich die Wirtschaft robust und wächst weiter, wenn auch mit einem langsameren Tempo als vor dem Brexit-Votum.

Die japanische Wirtschaft befindet sich weiter im Aufschwung, wie am jüngsten vierteljährlichen Tankan-Bericht abzulesen war. Da die BoJ entschlossen ist, trotz der Verbesserung des Wachstums und der Inflation an der unterstützenden Geldpolitik festzuhalten, und die Erneuerung des Mandats von Abe für politische Kontinuität sorgt, stehen die Ampeln für Japan auf grün. Lediglich der Einfluss Nordkoreas trübt das Bild.

Schwellenländer

Auch in den Schwellenländern ist das Wirtschaftswachstum positiv. In China stieg das BIP im 3. Quartal im Vergleich zum Vorjahr um 6,8% und deckte sich damit genau mit der Zielwachstumsrate der Regierung, während der Kongress der Kommunistischen Partei Chinas beginnt. Asiatische Schwellenländer werden allgemein durch die Stabilisierung in China und den guten Zyklus im Technologiesektor unterstützt, der das Exportwachstum antreibt. Die kurzfristigen Aussichten werden nur durch das Damoklesschwert der geopolitischen Besorgnis überschattet. Brasilien erholt sich langsam, und da sich die Inflation auf einem 20-Jahrestief befindet, hat die Zentralbank (BCB) Spielraum für eine weitere Senkung des Leitzinses (SELIC), eine ähnliche Situation wie in Russland. In Mexiko könnte die Inflation den Höhepunkt erreicht haben, doch die erneute Unsicherheit über die NAFTA-Verhandlungen und der damit zusammenhängende Abwärtsdruck auf den Peso halten die Zentralbank auf Trab. Im Gegensatz dazu, bleibt die Inflation in der Türkei ziemlich hoch. Damit befindet sich die Zentralbank in einer schwierigen Situation zwischen der über dem Zielwert liegenden Inflation und einer potenziellen Wachstumsverlangsamung, da die fiskalischen Stimulationsmassnahmen bereits an Wirkung verlieren.

_Adrien Pichoud

Erkenntnisse der Anlagestrategie-Gruppe und Anlagebewertung

Risiko und Duration

Nachdem wir während des grösseren Teils von sechs Monaten eine leichte Präferenz für Aktienrisiken gehegt hatten, ist es jetzt an der Zeit, diese Haltung leicht zu korrigieren. Die allgemeine Präferenz für Risiken wurde auf eine leichte Abneigung herabgestuft. Diese Reduzierung der Aktienpräferenz geht jedoch nicht mit einer Hochstufung der Präferenz für Duration einher. Unsere Abneigung gegen Durationsrisiken besteht weiter. Welche Gründe hat diese Änderung? Tatsächlich ist der wirtschaftliche Hintergrund nach wie vor günstig und die Aktienbewertungen geben zwar nicht mehr viel her, sind aber noch lange nicht überzogen. Darüber hinaus dürfte diese „Goldlöckchen-Traumwelt“ mit solidem Wachstum, niedriger Inflation und expansiver Geldpolitik noch etwas länger bestehen. Doch der Gradient dürfte sich ändern. Das Wachstum könnte unter dem Strich schwächer ausfallen, die Inflation könnte tendenziell stärker anziehen und die Zentralbanken werden sicherlich insgesamt weniger akkommodierend sein. Das heisst, dass diese leichte Änderung der Beurteilung von der „Marge“ bestimmt wird. In den letzten 18 Monaten verlieh der vorteilhafte konjunkturelle Hintergrund den Aktienmärkten enormen Auftrieb. Diese Strömungen verändern sich jedoch allmählich, und das könnte durchaus bedeuten, dass der faire Clearingpreis für die Aktienmärkte etwas unter dem aktuellen Niveau liegt. Die Obligationenmärkte erscheinen allmählich etwas attraktiver als zuvor, doch die aktuellen Niveaus sind nicht attraktiv genug, um eine Änderung der Beurteilung zu rechtfertigen.

„In den letzten 18 Monaten verlieh der vorteilhafte konjunkturelle Hintergrund den Aktienmärkten enormen Auftrieb. Diese Strömungen verändern sich jedoch allmählich, und das könnte durchaus bedeuten, dass der faire Clearingpreis für die Aktienmärkte etwas unter dem aktuellen Niveau liegt.“

Hartwig Kos

Aktienmärkte

Die relativen Präferenzen haben sich nicht verändert. Wir setzen nach wie vor voll auf Europa und Japan. Doch das insgesamte Niveau für Europa, Japan und die USA wurde etwas gesenkt.

Obligationenmärkte

Es steht fest, dass die Obligationenmärkte nicht billig sind und die Zentralbanken eine weniger akkommodierende Geldpolitik verfolgen als in der Vergangenheit. Diese beiden Argumente waren mehr oder weniger die Säulen unserer negativen Haltung gegenüber der Duration, die wir im Sommer 2016 umsetzten. Und tatsächlich sind die Renditen an den westlichen Obligationenmärkten in dieser Zeit signifikant gestiegen. Die Renditen von US-Treasuries kletterten von 1,4% auf 2,3%, die Renditen deutscher Bundesanleihen von -0,2% auf 0,4% und die Renditen britischer Staatspapiere schnellten von 0,7% auf 1,3% in die Höhe. Diese tektonische Aufwärtsbewegung der westlichen Staatsobligationenrenditen und die unsynchronisierte Geldpolitik der grossen Zentralbanken schufen auch interessante Mikro-Chancen innerhalb dieser Obligationenmärkte. Deutsche Bundesanleihen waren einst der teuerste Obligationenmarkt der Welt und erscheinen jetzt attraktiver als US-Treasuries. Wenn wir die Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa berücksichtigen, das heisst, die Absicherungskosten zwischen USD- und EUR-Anlagen, verschwindet ein Grossteil des Renditevorteils von Treasuries gegenüber deutschen Bundesanleihen. Derzeit liegt die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen bei 0,36% und die der 10-jährigen Treasuries bei 2,35%. Die aktuellen Absicherungskosten für sechs Monate bewegen sich auf das Jahr umgerechnet bei 2,2%. Das heisst, dass Treasuries in Euro eine Rendite von 0,15% abwerfen und deutsche Bundesanleihen in US-Dollar 2,56%. Australische Staatsobligationen erscheinen ebenfalls attraktiv. Dies ist aber ebenso eine Wette auf die Währung wie auf die Renditen.

Die wichtigere Frage ist jedoch: Wann ist es Zeit, die Staatsobligationen der Industrieländer allgemein positiver einzuschätzen? Jetzt noch nicht, aber bald, möglicherweise früher als man erwarten würde. Wenn wir US-Staatsobligationen als Beispiel nehmen, so stimmt es, dass die Obligationenanleger den von der US-Notenbank eingeschlagenen geldpolitischen Kurs während des Grossteils des Jahres unterschätzt haben. Im Jahr 2017 glaubte der Markt bei jeder Zinserhöhung der Fed ursprünglich nicht an eine Anhebung und Janet Yellen oder einer der Zentralbankgouverneure musste die Erwartungen verbal nach oben treiben, obwohl die Finanzierungsbedingungen so locker sind wie in den letzten Jahren. Dies deutet darauf hin, dass die Fed trotz des verhaltenen Inflationsdrucks definitiv reichlich Spielraum für eine Straffung hatte. Seit September hat sich der Markt jedoch hinsichtlich der Erwartungen etwas bewegt. Die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung der Fed im Dezember wird jetzt bereits mit knapp 90% angesetzt und lag seit September über 50%. Darüber hinaus hat die Fed im Oktober mit ihrer quantitativen Straffung begonnen, deren Folgeerscheinungen bisher unbekannt sind. Ausserdem scheint die US-Steuerreform im Vergleich zu den sehr geringen Markterwartungen ebenfalls recht schnell Gestalt anzunehmen. All dies könnte die US-Renditen unserer Meinung nach kurzfristig weiter nach oben treiben – möglicherweise auf knapp 3%. Bei diesen Niveaus würden wir sicherlich Treasuries kaufen, aber auch schon davor.

Es stimmt, dass die Bilanzreduzierung der Fed das Anlageumfeld am US-Obligationenmarkt verändert, da der grösste Käufer am Markt nicht mehr mitmischt. Das am häufigsten vorgebrachte Argument lautet, dass man nach dem Gesetz von Angebot und Nachfrage mit Aufwärtsdruck auf die Renditen rechnen kann (selbst wenn die quantitative Straffung sehr allmählich verläuft). Wenn es aber um Treasuries geht, wird das Angebot ebenfalls gesteuert. Das US-Schatzamt könnte durchaus beschliessen, weniger Obligationen und mehr Titel mit kürzeren Laufzeiten auszugeben. Dies könnte leichten Abwärtsdruck auf das lange Ende der US-Renditekurve ausüben. Bei hypothekenbesicherten Wertpapieren besteht erheblich weniger Spielraum für eine Steuerung des Angebots. In einem Umfeld mit steigenden Renditen sind Hypothekenschuldner viel weniger geneigt, ihre Hypotheken frühzeitig zurückzuzahlen. Das bedeutet, dass die Duration dieser hypothekenbesicherten Wertpapiere durchaus steigen könnte und weniger von ihnen kurzfristig fällig werden als erwartet. An diesem Punkt reduziert die Fed lediglich ihre Wiederanlagen. Es wäre aber nicht undenkbar, dass es gar nicht so viele Wiederanlagen gibt, weil diese Wertpapiere einfach nicht so schnell fällig werden.

Die Steuerreform sorgt zwar kurzfristig sicherlich für eine gewisse Erregung. Es ist jedoch noch lange hin, bis dieses Gesetz verabschiedet wird, und in welchem Grad dies zu einem Anstieg der Renditen führt, bleibt abzuwarten. Wichtiger als dies sind jedoch die langfristigen Erwartungen, die die Fed in ihren Dot Plots festhält. Die längerfristigen Prognosen des Offenmarktausschusses für die Fed Funds Rate sind seit 2012 konstant gesunken, von zunächst 4,25% auf derzeit 2,75%. Die aktuelle Markterwartung an die fünfjährigen Geldmarktzinsen liegt bei knapp 2% und ist

damit nicht weit davon entfernt. Angesichts der zunehmend abflachenden Renditekurve würde ein Niveau von 2,6% bis 2,7% gar nicht so schlecht aussehen.

> *„Im Oktober hat die Fed imit ihrer quantitativen Straffung begonnen, deren Folgeerscheinungen bisher unbekannt sind. Ausserdem scheint die US-Steuerreform im Vergleich zu den sehr geringen Markterwartungen ebenfalls recht schnell Gestalt anzunehmen. All dies könnte die US-Renditen unserer Meinung nach kurzfristig weiter nach oben treiben – möglicherweise auf knapp 3%.“*
>
> ***Hartwig Kos***

Währungen, alternative Anlagen & liquide Mittel

Der australische Dollar wurde um eine Stufe von einer Abneigung auf eine leichte Abneigung hochgestuft. Die Bewertungen haben sich etwas verbessert und die gute Wirtschaftsaktivität könnte die RBA zu einem restriktiveren Zinsausblick zwingen.

_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.