

Unsere monatlichen Aussichten für die Asset Allocation (Februar 2017)

Freitag, 02/03/2017

Weil das Motto derzeit Selbstzufriedenheit lautet, machen uns überzogene Bewertungen an Aktien- ebenso wie an Anleihenmärkten Sorgen.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist



Hartwig Kos



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- Anfang 2017 herrscht im überwiegenden Teil der Weltwirtschaft eine positive und sich verbessernde Wachstumsdynamik.
- Überzogene Bewertungen an Aktien- ebenso wie an Anleihenmärkten machen uns Sorgen. Dies gilt insbesondere für Hochzinsanleihen, bei denen es in den vergangenen Monaten nicht zu Korrekturen gekommen ist.
- Weil das Motto derzeit Selbstzufriedenheit lautet, reduzieren wir unser Gesamtrisiko und nehmen einige Gewinne mit.

Was könnte schief laufen ?

Im Vergleich zu der Zeit vor einem Jahr, als wir von übermäßigem Pessimismus auf eine Art von irrationaler Hoffnung umgeschwungen sind, gibt es derzeit eine Fülle von Veränderungen an den Finanzmärkten. Die Stimmung wird eindeutig durch günstigere wirtschaftliche Rahmenbedingungen unterstützt : Weltweit nehmen Konjunkturindikatoren Fahrt auf, die Inflation legt zu und die großen Zentralbanken ziehen endlich eine Zinsanhebung in Erwägung oder geben zumindest keine Anzeichen für weitere Zinssenkungen in den negativen Bereich von sich. Erwähnenswert ist allerdings, dass sich die Zinsen erstens im Verhältnis zu Wirtschaftswachstum, Inflation und Leitzinszielen bereits auf sehr niedrigem Niveau befinden. Zweitens erwarten wir für die Zukunft kein bedeutendes oder nachhaltiges Überschießen dieser drei wesentlichen Variablen, da die üble Dreieinigkeit aus schwachen Produktivitätszuwächsen, verhaltenem Arbeitskräftewachstum und hoher Verschuldung nach wie besteht. Mit anderen Worten: Unser mittel- bis langfristiges Szenario hat sich nicht verändert, das Wachstum wird sich weiter durchsetzen, die Kerninflation wird sich tendenziell unter den Zielen der Zentralbanken bewegen, und die Geldpolitik wird von daher auf der akkommodierenden Seite bleiben.

Im letzten Jahr gab es zahllose Gründe für Anleger, sich Sorgen zu machen und Angst genug zu bekommen, um Aktien auf ihren Tiefständen zu verkaufen – was wir vermieden haben. Dagegen haben wir augenblicklich Mühe, stimmige Gründe für eine übermäßige Vorsicht und drastische Reduzierung unserer Risikoposition zu finden. Wir sind skeptisch optimistisch. Es lässt sich ziemlich schwer vorhersagen, was in den nächsten Wochen schief laufen könnte, um die aktuellen positiven Faktoren zu Fall zu bringen : In Europa ist die politische Risikoprämie gesunken, die Probleme in China wurden am Rande beseitigt, die Zinsen sind nicht hoch genug, um die Aktienmärkte insgesamt zu belasten, die Zentralbanken werden nicht mit einer bösen Überraschung aufwarten und die wirtschaftliche Dynamik dürfte robust bleiben. Weil das Motto derzeit Selbstzufriedenheit lautet, machen uns überzogene Bewertungen an Aktien- ebenso wie an Anleihenmärkten Sorgen. Die Margen, mit denen negative unbekannte Überraschungen aufgefangen werden können, sind dünn, weil die oben beschriebenen Idealzustände bereits eingepreist werden.

Infolgedessen reduzieren wir unsere Risikoposition insgesamt von leicht positiv auf leicht negativ und nehmen einige Gewinne mit. Bei Aktien behalten wir einige Reflation-Trades. Dort besteht immer noch ein gewisses Aufwärtspotenzial aus Gründen, die mit der Bewertung und den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zusammenhängen. Allerdings wird die Outperformance in nächster Zeit möglicherweise nicht mehr so klar sein wie in den letzten Monaten. Durch ein Engagement in ausgewählten Schwellenländeranleihen – Mexiko und Türkei sind hierbei unsere Spitzenwerte – und ein gewisses Engagement in der Duration über US-Treasuries ergeben sich bei Bewertung und Portfolioaufbau erste Wertsteigerungspotenziale. Nachdem wir beim Kanonendonner angekauft haben, wollen wir nun bei den Trompetentönen lieber zurückfahren.

Globale Risikobereitschaft



Bevorzugte Anlageklassen



Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick

Die Weltwirtschaft hat 2017 mit einer deutlich stärkeren Basis begonnen als vor einem Jahr : keine Sorgen über China, keine Angst vor Deflation, keine sinkenden Ölpreise, Hoffnung auf eine deutliche Verbesserung der Wachstumsaussichten in den USA... Das neue Jahr beginnt in den meisten großen Volkswirtschaften durchweg mit einer positiven zyklischen Dynamik, positiven globalen Inflationstrends, stabilisiertem Wachstum in China und Aussichten auf eine fiskalpolitische Unterstützung, vor allem in den USA. Die große Frage lautet, ob ein solches „reflationäres“ Umfeld für das gesamte vor uns liegende Jahr maßgeblich sein kann oder ob nicht eine gewisse Ernüchterung zum Greifen nahe ist. Dadurch könnte sich infolge einer Art von Spiegeleffekt Ende 2017 ähnlich präsentieren wie Anfang 2016... Unsere Einschätzung geht zwar leider in Richtung letzterer Option, doch erst einmal werden die positiven gesamtwirtschaftlichen Trends die ersten Monate von 2017 beeinflussen und der kurzfristige Anlagerahmen wird durch eine (nahezu) im Gleichschritt verlaufende positive globale Wachstums- und Inflationsdynamik bestimmt.

Wachstum

Anfang 2017 herrscht im überwiegenden Teil der Weltwirtschaft eine positive und sich verbessernde Wachstumsdynamik. Ein robuster Konsum in Industriestaaten, der durch die steigende Beschäftigung unterstützt wird, facht die Endnachfrage an und hilft der Industrietätigkeit, sich nach der Delle 2015 wieder zu erholen. Die einzigen Volkswirtschaften, die hinter dieser Dynamik hinterherhinken, werden durch hausgemachte Probleme beeinträchtigt.

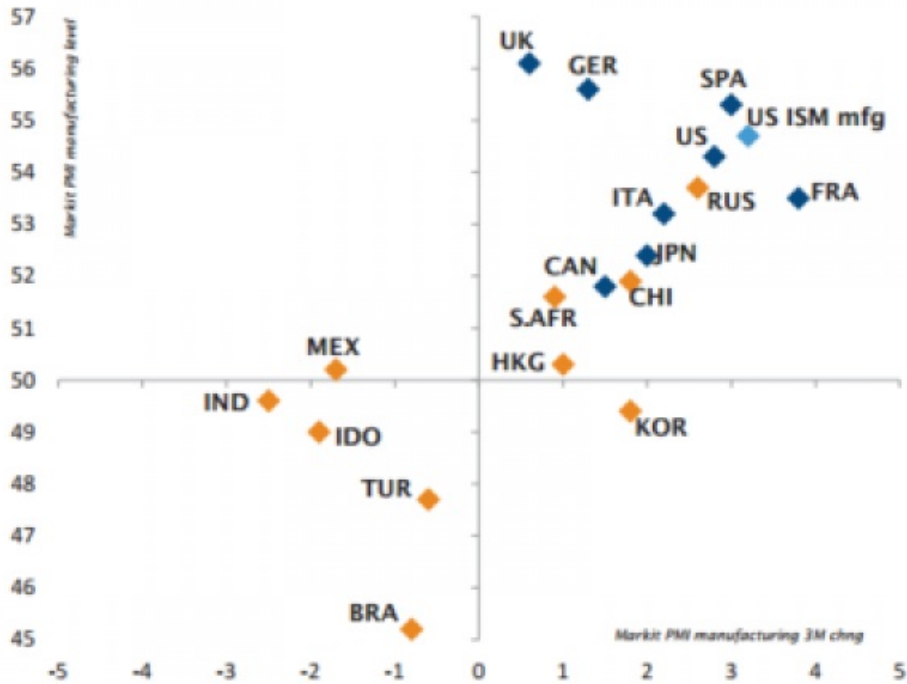
Inflation

In den letzten Monaten von 2016 legten realisierte Inflation und Inflationserwartungen zu. Einer Kombination aus höheren Energiepreisen, positiven Basiseffekten auf jährliche Inflationsraten, leichtem Aufwärtsdruck auf die Löhne in den USA und Optimismus rund um die Konjunkturprogramme ist es gelungen, Deflationssorgen zu zerstreuen. Doch bei absoluter Betrachtung sind realisierte Inflation und Inflationserwartungen weiter niedrig, und der jüngste zyklische Auftrieb wird schon bald auf strukturellen Gegenwind treffen.

Geldpolitik

Die positive Wachstums- und Inflationsdynamik hat den Druck auf die Zentralbanken in den Industriestaaten gelockert. Die US-Notenbank ist inzwischen zuversichtlicher, dass sie ihre Geldpolitik „normalisieren“ kann. Die EZB hat ihr quantitatives Lockerungsprogramm bis Ende 2017 verlängert. Doch das scheint eine „Ausgangstür“ für ihre derzeitige ultra-akkommodierende Politik zu sein. Die hohe Sensibilität des Wachstums gegenüber den Kreditbedingungen und der verhaltene Druck durch die Basisinflation sprechen auch in Zukunft für eine sehr lockere Geldpolitik.

Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe



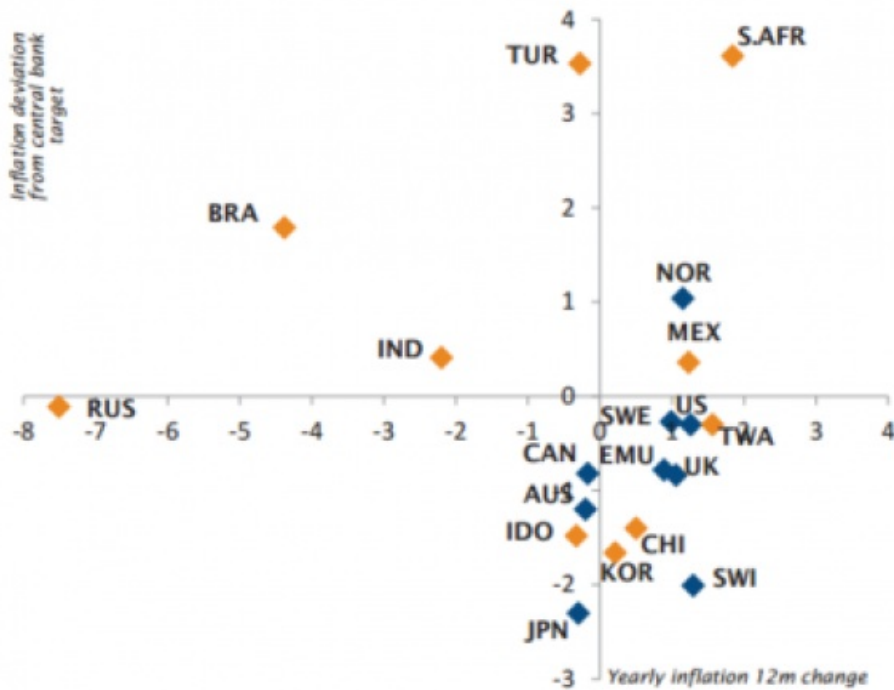
Quelle
SYZ Asset Management

« Die aktuellen positiven gesamtwirtschaftlichen Trends dürften in den ersten Monaten von 2017 anhalten. »

— *Adrien Pichoud*
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager



Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank



Quelle
SYZ Asset Management

Industriestaaten

In den USA warten die Wirtschaftsindikatoren weiter mit positiven Überraschungen auf. Zusätzlich zu der seit dem Sommer herrschenden konjunkturellen Verbesserung hat die Wahl von Donald Trump bisher einen positiven Schock der Zuversicht in der Binnenwirtschaft ausgelöst. Infolgedessen ist das Vertrauen der Verbraucher auf ein 15-Jahres-Hoch und der KMU auf ein 12-Jahres-Hoch gestiegen. Diesen hohen Erwartungen steht aber schon bald der Realitätscheck bevor, und zwar mit effektiver Ruderübernahme im Land durch die Trump-Regierung. Der Optimismus der US-Notenbank im Hinblick auf ihre Fähigkeit zu Zinserhöhungen 2017 wird ebenfalls in hohem Maße von den konkreten politischen Maßnahmen der Trump-Regierung abhängen.

In der Euro-Zone stellt das politische Risiko nach wie vor das drängendste Problem dar, weil 2017 in den meisten großen Volkswirtschaften gewählt wird. Neben diesem Damokles-Schwert ist der rein wirtschaftliche Hintergrund weiterhin ermutigend mit einer breit aufgestellten positiven Wirtschaftsdynamik, nachlassendem Deflationsdruck und einer Geldpolitik, die zumindest bis zum Jahresende sehr akkommodierend bleibend dürfte. Auch die Verhandlungen über den Brexit fallen in die Kategorie „politisches Risiko“. Sie werden wahrscheinlich aber zumeist die Wachstums- und Inflationsdynamik in Großbritannien beeinflussen.

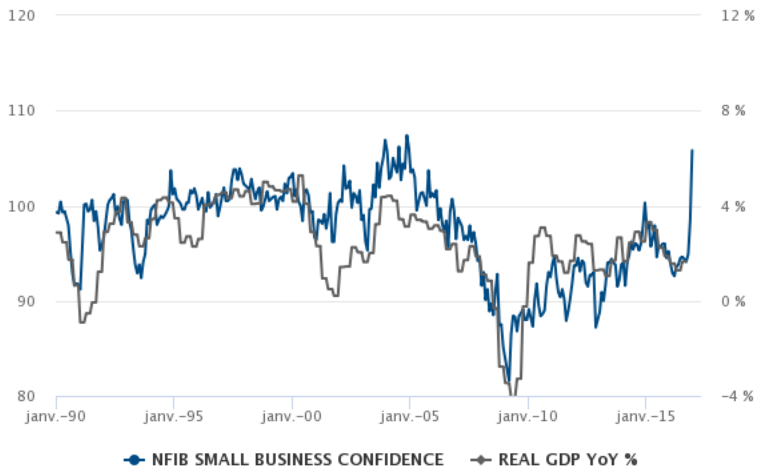
Die australische Wirtschaft erlebt zurzeit einen starken Wachstumsschub, der durch die Erholung der Rohstoffpreise und die feste Binnennachfrage beflügelt wird. Japan profitiert nach wie vor von der zyklischen Unterstützung eines schwachen Yen, auch wenn die währungsbedingten Effekte 2017 nachlassen dürften.

Schwellenländer

Die Wirtschaftsleistung stellt sich unter den großen Schwellenländern uneinheitlicher dar. Einigen Ländern kommen hierbei positive Faktoren wie starke Exportnachfrage, steigende Öl- und Rohstoffpreise und Währungsabwertung zugute. Von daher sind in China, Russland, Polen, Südafrika oder Taiwan sich bessernde Wachstumstrends zu beobachten.

Auf der anderen Seite kämpft eine Handvoll großer Schwellenländer mit hausgemachten Problemen und bleibt hinter der positiven globalen Konjunkturdynamik zurück: Indien und seine Demonetarisierungsreform, Mexiko und seine auf Donald Trump zurückzuführenden Unsicherheiten, die Türkei und das politische, geopolitische und monetäre Umfeld und Brasilien, das noch in einer frühen Phase der Erholung steckt.

Quelle: Bloomberg, SYZ AM



Risiko und Duration

Nachdem wir in den letzten Monaten eine ausgeprägte Rally an den Aktienmärkten erlebt haben, ist festzustellen, dass 2016 ein Jahr der Extreme war. Begonnen hat es mit nahezu apokalyptischen Ängsten wegen der chinesischen Behörden, die die Kontrolle über ihre Wirtschaft verloren hatten, und dem Einbruch des Ölpreises, der zu einer deflationären Eiszeit für die Weltwirtschaft führte. Geendet hat es mit der „Trump-phorie“ und dem Antritt der „großen Reflation“. Dazwischen erlebten Anleger die Verwirklichung jedes weltweit bedeutenden politischen Extremrisikos. Doch trotz alledem preschten die Finanzmärkte weiter vorwärts. Dies war nicht nur der Fall bei den westlichen Märkten, die, gemessen am MSCI World, in USD eine Gesamterrendite von 7,5% erzielten. Dies galt auch für teure und allgemein verhasste Anleihen aus Industrieländern, die, gemessen am Bloomberg EFFAS G7 Index, in USD eine respektable Gesamterrendite von 1,3% erreichten.

Ob Anleger auf die sich 2017 abzeichnenden Extremrisiken in gleicher Weise reagieren werden, z. B. die bevorstehenden Wahlen in Europa und die Umsetzung der politischen Maßnahmen von Donald Trump, bleibt abzuwarten. Eines ist jedoch klar : Die Welt wird auch im vor uns liegenden Jahr ein unsicherer Ort bleiben, und der derzeit weltweit laufende politische Regimewechsel wird diese Unsicherheit noch verschärfen. Für die nächste Zeit muss man sich der Tatsache bewusst sein, dass einige Aktienmärkte schon eine sehr positive Einschätzung der Welt in 2017 widerspiegeln. Das ist eindeutig beunruhigend. Infolgedessen wurde die Risikopositionierung von leicht positiv auf leicht negativ heruntergestuft. Die Bewertung der Duration ist jedoch unverändert leicht negativ.

Aktienmärkte

In Anbetracht der steigenden Anleihenrenditen und der stockenden Erholung von Unternehmensgewinnen haben sich Aktienrisikoprämien in den letzten Monaten anhaltend verschlechtert. Vor allem der US-Markt bewegt sich inzwischen im teuren Bereich. In Europa und Japan ging die Entwicklung in die gleiche Richtung, wenn sie auch nicht genauso stark ausgeprägt verlief. Nachdem wir die USA im letzten Monat herabgestuft und in Sachen Risiko insgesamt eine vorsichtigeren Position eingenommen haben, halten wir es nun für angebracht, die Märkte in Kerneuropa ebenfalls von positiv auf leicht positiv herunterzustufen. Die jüngsten Entwicklungen in Europa wie z. B. mögliche vorgezogene Neuwahlen in Italien und die laufenden Ermittlungen gegen François Fillon wegen Veruntreuung von Staatsgeldern (Favorit der Konservativen bei den Präsidentschaftswahlen in Frankreich und bevorzugter Kandidat der Marktteilnehmer) versprechen für die nächste Zeit eindeutig weitere Volatilität an den Märkten. Doch trotzdem bleiben wir bei europäischen Aktien vorsichtig optimistisch aufgrund der nach wie vor hohen politischen Risikoprämie, die Anleger dem Markt weiterhin zuschreiben.

In unserer Makroanalyse haben sich Sektoren und Stilpräferenzen in jüngster Zeit zu einem Gesprächsthema entwickelt, das immer mehr an Bedeutung gewinnt. Im ersten Halbjahr 2016 propagierten wir ein ziemlich ausgewogenes Portfolio mit vergleichsweise wenigen Sektor- und Stilpräferenzen. In der gesamten zweiten Jahreshälfte 2016 gingen unsere Vorlieben mehr in Richtung value-orientierter und zyklischer Sektoren. Diese Präferenz hat nach wie vor Bestand. Allerdings hat sich unser Grad an Vertrauen in diese Präferenzen geändert. Zu US-Aktien ist zu sagen, dass nach unserer Auffassung für die Generierung positiver Renditen aus relativen Sektor- und Stilpositionen eine höhere Wahrscheinlichkeit als aus einem Engagement im Gesamtmarkt an sich besteht. Die Beweggründe für diese Auffassung sind weniger durch unsere Zuversicht, dass Donald Trump rasch reflationäre Konjunkturpakete durchführt, als vielmehr durch die relative Positionierung der Anlegergemeinschaft motiviert. Hier besteht nach wie vor ein starkes Engagement in den teuren anleihenähnlichen Aktiensektoren, die in den letzten Monaten eine beträchtliche Underperformance aufwiesen. Von daher eröffnet sich die Gelegenheit zu einer länger andauernden und schrittweise verlaufenden Rotation hin zu zyklischen Sektoren, da Anleger gezwungen sind, ihre Untergewichtungen zu schließen.

« Zu US-Aktien ist zu sagen, dass nach unserer Auffassung für die Generierung positiver Renditen aus relativen Sektor- und Stilpositionen eine höhere Wahrscheinlichkeit als aus einem Engagement im Gesamtmarkt an sich besteht. »

— Hartwig Kos



Anleihenmärkte

Westliche Staatsanleihen sind im Vergleich zu ein paar Monaten zuvor zwar billiger geworden, doch teuer sind sie nach unserem Dafürhalten immer noch. Außerdem halten die Verwerfungen in der Art und Weise, wie die Risikomodelle mit verschiedenen Anleihensegmenten umgehen (siehe Beschreibung im letzten Monat), weiter an. Das veranlasst uns zu Besorgnis über die Anleihenmärkte insgesamt. Innerhalb der verschiedenen Anleihensegmente fallen Hochzinsanleihen als der einzige Markt auf, an dem es in den letzten Monaten nicht zu einer Korrektur gekommen ist. Hierbei werden die Risikomodelle immer selbstzufriedener mit dem tatsächlichen Risiko, das mit diesem Anleihensegment verbunden ist. Infolgedessen wurden Hochzinsanleihen auf negativ herabgestuft. Innerhalb der Anleihenmärkte in Industrieländern stellen sich die USA und Kanada inzwischen etwas attraktiver dar. Das Gleiche gilt für Frankreich und Italien. Bei Schwellenländern bleibt die relative Bevorzugung von Schwellenländeranleihen in harter Währung gegenüber Anleihen in lokaler Währung weiterhin intakt. Unsere Spitzenpositionen bei Anleihen in harter Währung sind die Türkei und Mexiko. Die türkische Dollar-Anleihe mit einer Laufzeit von 10 Jahren wird bei Renditen von 5,75% gehandelt. Das ist sehr nahe bei ihrem Spitzenwert nach dem Taper Tantrum von 2013 und sehr nahe der Werte von 2011, als die Türkei eine gravierende Finanzkrise erlitt. Ein ähnliches Bild stellt sich in Mexiko dar, wo die Rendite für die 10-jährige Dollar-Anleihe bei etwa 4,2% liegt. Im Universum der Schwellenländeranleihen in lokaler Währung haben Russland und Brasilien eindeutig viel von ihrer Attraktivität verloren. Die Währungen mögen durchaus noch auf sehr attraktivem Niveau liegen und die Anleihenrenditen bieten einen guten Carry. Aber diese beiden Märkte haben sich zu sehr überlaufenen Konsenspositionen entwickelt, während die in den Renditen verankerten Risikoprämien ein ziemlich positives makroökonomisches Szenario für beide Länder widerspiegeln.

Währungen, alternative Anlagen & liquide Mittel

Infolge unseres Umschwungs zu einer weniger positiven Haltung gegenüber Risiko und Duration wurde die Bewertung von liquiden Mitteln stillschweigend hochgestuft. Am Devisenmarkt präsentiert sich der Yen aufgrund seiner inneren Bewertung etwas attraktiver. Zurückzuführen ist dies nach unserer Auffassung aber auch darauf, dass die aktuelle Stärke des USD überzogen erscheint und sich die Wahrscheinlichkeit einer kurzfristigen USD-Schwäche deutlich erhöht hat. Gold wurde leicht von sehr negativ auf negativ hochgestuft. Hintergrund hierfür sind den USD betreffende Erwägungen, aber auch die Chance, dass die realen Renditen in den USA aufgrund steigender Inflationserwartungen im Zusammenspiel mit einer potenziell zögerlicheren US-Notenbank als von den Marktteilnehmern erwartet möglicherweise zurückgehen.

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.