

Wichtige Aspekte, die Anleger 2018 beachten sollten

Dienstag, 01/09/2018

Mit Blick auf das vor uns liegende Jahr 2018 betrachten wir die Auswirkungen der Inflation und der Geopolitik auf Kapitalanlagen, untersuchen das Bewertungsniveau von Anlagen und beurteilen das Marktrisiko, um die wichtigsten Faktoren festzustellen, die sich in diesem Jahr auf die Erträge auswirken könnten.



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic
Strategist



Hartwig Kos



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager



Guido Bolliger
Quantitative Portfolio Manager

2017 war einerseits ein ereignisloses Jahr, in dem die Aktien- und Anleihemärkte ihren Aufwärtstrend fortsetzten. Andererseits gab es mehrere makroökonomische Entwicklungen und Marktereignisse, die die nahezu jahrzehntelange Hausse aushebeln hätten können. Dazu zählten die weiterhin schwierigen Brexit-Verhandlungen, die Präsidentschaftswahlen in Frankreich, die politische Unsicherheit in Deutschland, die Unruhen in der spanischen Region Katalonien, die Zinserhöhungen in den USA und natürlich Nordkorea.

Wie werden sich die Märkte 2018 entwickeln und was hält die Weltwirtschaft für die Anleger bereit? Das positive Wachstum, die akkommodierenden Finanzierungsbedingungen und die freundliche Stimmung deuten darauf hin, dass 2018 ein zweites Jahr mit einem synchronisierten globalen Wachstum über dem Trend werden könnte. Die Inflation wird jedoch ein zentraler Punkt sein, da sie das Tempo und den Umfang der künftigen geldpolitischen Normalisierung bestimmt. Die Mitglieder der Anlagestrategie-Gruppe von SYZ Asset Management untersuchen wichtige Schlüsselfaktoren, die die Erträge der Anleger im neuen Jahr beeinflussen könnten. Dabei konzentrieren sie sich auf das makroökonomische Umfeld sowie die Bewertungen und Risiken von Anlagen.

Makroökonomische Analyse

Aus makroökonomischer Sicht gibt es viele Faktoren, die die Weltwirtschaft beeinflussen könnten. Doch unserer Meinung nach sind die Inflation und die Geopolitik die grössten Bedrohungen für Risikoanlagen im Jahr 2018.

1. Die Inflation ist im letzten Jahrzehnt trotz der ausserordentlich expansiven Geldpolitik hartnäckig niedrig geblieben. Zum grossen Teil ist dies auf strukturelle Faktoren zurückzuführen, wie den demografischen Wandel, die Globalisierung oder technologische Innovationen. Darüber hinaus waren die Auswirkungen der Finanzkrise auf das Wachstum lange Zeit weiterhin zu spüren und lassen in Europa erst seit Kurzem allmählich nach.

Im derzeitigen, vorteilhafteren wirtschaftlichen Umfeld deuten die Zentralbanken jetzt eine Normalisierung ihrer Geldpolitik an, wobei die US-Notenbank die Führung übernommen hat. Angesichts der Unterstützung, die in den letzten Jahren von dieser expansiven Geldpolitik für Risikoanlagen ausging, werden die Märkte höchst empfindlich auf Nachrichten reagieren, die die Zentralbanken dazu veranlassen könnten, schneller vorzugehen als erwartet. Deshalb könnte selbst eine nur etwas höhere Inflation eine plötzliche Neubewertung an den Aktien- und Kreditmärkten auslösen. Anleger sollten sich dieses Risikos bewusst sein und ihre Portfolios entsprechend absichern.

2. Die Geopolitik ist der andere Problembereich. Bis Mitte 2018 werden die Bedingungen der Brexit-Vereinbarung (oder das Scheitern der Verhandlungen) feststehen. Sollte es letztlich zu einer unregelmässigen Trennung kommen, würde dies sicherlich die Risikoaversion gegenüber Grossbritannien schüren und könnte weitreichendere Auswirkungen auf die Region haben. Die Wahlen in Italien sind ein weiterer wichtiger Punkt auf dem Kalender der Risikoereignisse im Jahr 2018. Zum jetzigen Zeitpunkt könnten die Wahlen tatsächlich in alle möglichen Richtungen führen. Dieser Grad der Unsicherheit – in der dritthöchstverschuldeten Volkswirtschaften der Welt – ist möglicherweise kein gutes Omen für Risikoanlagen. Nicht zuletzt wäre ein Konflikt auf der koreanischen Halbinsel oder im Nahen Osten nahezu mit Sicherheit ein negatives Ereignis. In unserem Basisszenario sehen wir keine dieser Situationen als wahrscheinlich an. Doch die mangelnde Prognostizierbarkeit und die mehr als begrenzte Wahrscheinlichkeit einer Fehlberechnung sind Faktoren, die in Asset-Allocation-Entscheidungen von Anlegern einfließen sollten.

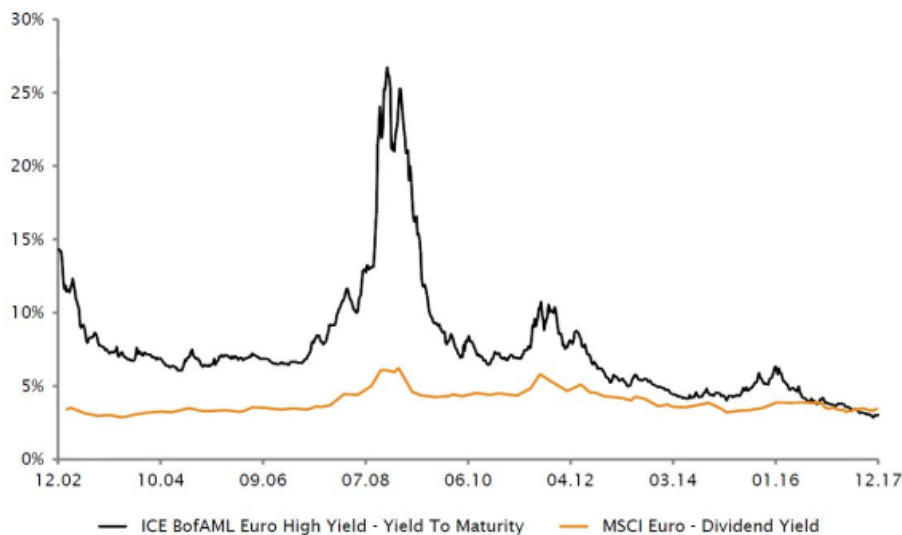
Anlagebewertungen

Die Bewertungen der Anlagen sind ein weiteres Risiko, das Anleger 2018 und darüber hinaus im Auge behalten sollten. Was die Bewertungen so gefährlich macht, ist die Tatsache, dass die Anleger nicht allzu sehr auf sie achten, solange das Konjunkturmilieu gut ist. Wenn sich der allgemeine Markthintergrund aber auch nur leicht verändert, könnten die Anleger auf einmal sehr genau auf die Bewertungen und die Tatsache achten, dass fast alles teuer ist.

Im Hinblick auf die Anleihemärkte weiss jeder, dass die Renditen westlicher Staatsanleihen niedrig sind. Aber die grösste Blasenbildung betrifft nicht etwa Staatsanleihen, sondern Unternehmensanleihen. Nach der jahrelangen expansiven Geldpolitik und der verzweifelten Jagd der Anleger nach Erträgen sind die Hochzinismärkte und insbesondere europäische Hochzinsanleihen zur teuersten Anlageklasse der Welt geworden.

In der Grafik sehen wir, dass die schwarz dargestellte Rendite europäischer Hochzinsanleihen unter der orangefarben eingezeichneten Dividendenrendite des MSCI Europe liegt. In einem Umfeld, in dem der Inflationsdruck steigt, und die geldpolitische Haltung der EZB zunehmend fraglicher wird, sind europäische Hochzinsanleihen auf diesen Bewertungsniveaus anfällig.

Rendite europäischer Hochzinsanleihen ggü. Dividendenrendite europäischer Aktien



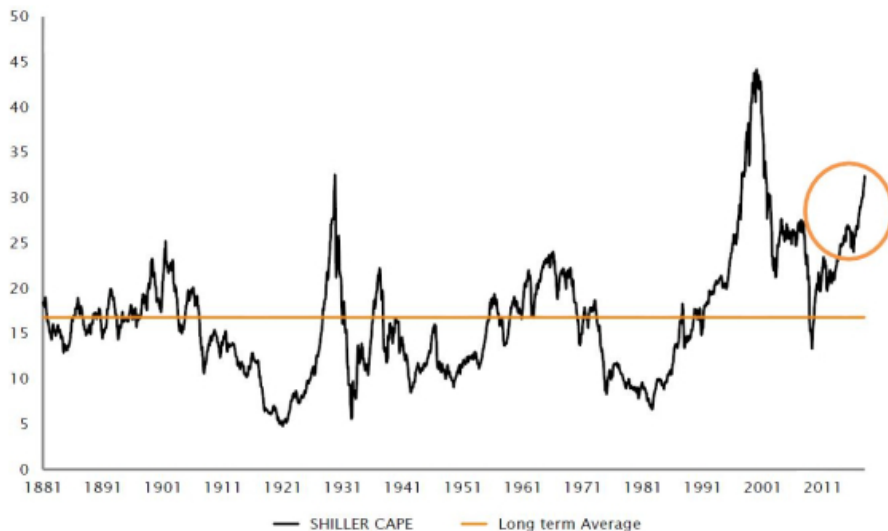
Quelle

Factset. Stand der Daten: Dezember 2017

In den Augen der Anleger sind Aktien derzeit die Anlageklasse der Wahl. Im Vergleich zu den teuren Anleihen liegen Aktien tatsächlich näher an ihrem fairen Wert. Das ist natürlich ein relatives Argument, aber wenn wir die Aktienbewertungen in absoluter Hinsicht betrachten, ergibt sich ein ganz anderes Bild.

Nehmen wir zum Beispiel den S&P 500: Robert J Shiller, ein Yale-Professor und Nobelpreisträger hat eine Zeitreihe geschaffen, die er als zyklisch bereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis (Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio, kurz CAPE) bezeichnet. Diese Kennzahl soll einen objektiven Rahmen für den langfristigen Vergleich von Aktienbewertungen bieten. Im Augenblick liegt das CAPE über 32, im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt von knapp unter 17. So hoch war die Kennzahl bisher nur zwei Mal: kurz vor dem Aktienmarktcrash 1929 und während der Dot-Com-Blase 1999.

Zyklisch bereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis nach Shiller



Quelle

Robert J. Shiller, «Irrational Exuberance» Princeton University Press 2000, 2005, 2015, aktualisiert (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>). Stand der Daten: November 2017

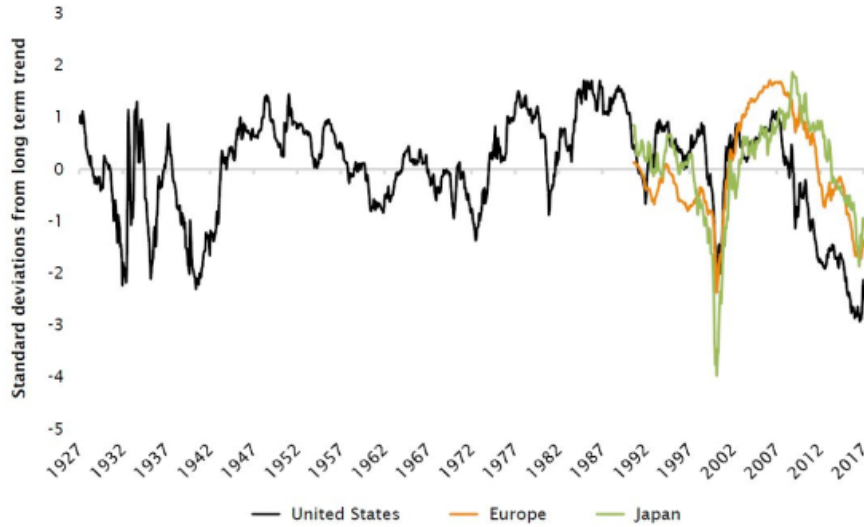
Es stimmt zwar, dass die Bewertungen lange Zeit hoch und sogar überteuert bleiben können. Der springende Punkt ist jedoch, dass die Bewertungen eindeutig keinen Puffer bieten, um die Folgen eines Stimmungsumschlags gegen Aktien abzufangen. Davon abgesehen weisen die Aktienmärkte signifikante Differenzen zwischen Stil- und Sektorpräferenzen auf. Während einige Bereiche gefragt sind, werden andere von den Anlegern völlig vernachlässigt.

Ein sehr gutes Beispiel dafür ist der relative Unterschied zwischen Substanz- und Wachstumsaktien. Um die langfristige Entwicklung von Wert- gegenüber Wachstumsfaktoren zu veranschaulichen, verwenden wir den berühmten Fama-French-HML-Faktor, der die relative Performance von Aktien mit hohem Buch-Marktwert-Verhältnis gegenüber Titeln mit niedrigem Buch-Marktwert-Verhältnis erfasst – das heisst, Substanzwerte (Value) im Vergleich zu Wachstumsaktien (Growth). Die Grafik zeigt die Abweichung von Substanz- gegenüber Wachstumsaktien im Vergleich zu ihrem historischen Trend.

Die Daten für den US-Markt (schwarz) reichen bis zu den 1920er Jahren zurück. Wir sehen, dass die Differenz zwischen Substanz- und Wachstumsaktien derzeit 3 Standardabweichungen beträgt. Zum Vergleich: Dies ist ein Ereignis, das einmal in 370 Jahren eintritt, und wir befinden uns mitten darin. Die Differenz zwischen Substanz- und Wachstumswerten für Europa (orange) und Japan (grün) ist weniger extrem, aber dennoch vorhanden.

Dabei ist zu beachten, dass die massive Outperformance von Wachstumsaktien gegenüber Substanzwerten mit einer Zeit der extrem expansiven Geldpolitik zusammenfiel, in welcher der Zugang zu Krediten zur weiteren Unterstützung des Wachstums sehr billig war.

Fama French: Differenz zwischen Substanz- und Wachstumsaktien



Quelle

http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html, SYZ Asset Management.

Stand der Daten: Oktober 2017

Mit Blick auf die weitere Entwicklung dürfte die Geldpolitik eindeutig einen anderen Kurs einschlagen. Dies könnte eine Veränderung der Anlagepräferenzen auslösen. Angesichts der extremen Niveaus, mit denen wir konfrontiert sind, ist das Risiko einer plötzlichen Stil- oder Sektorrotation in andere Marktsegmente – nicht nur Growth und Value – sehr hoch.

Risikobeurteilung

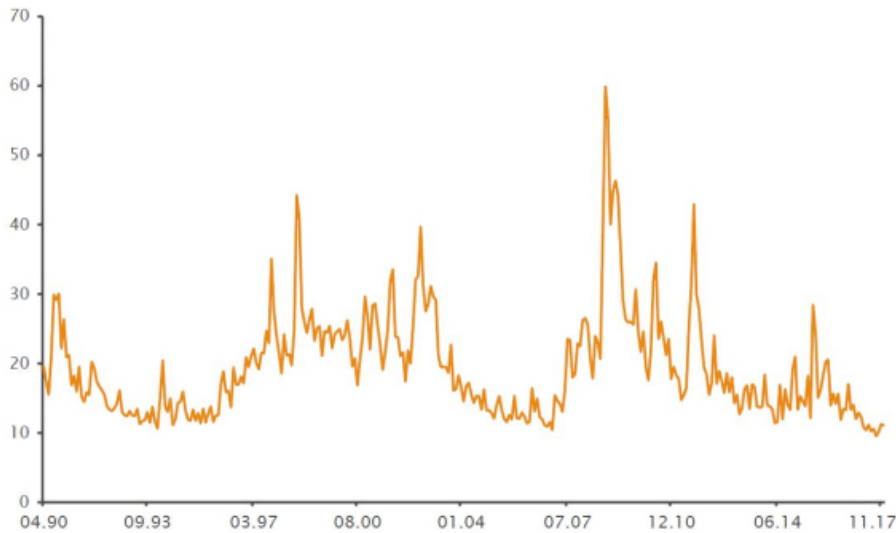
Aus rein quantitativer Perspektive und im Hinblick auf das Risiko erscheinen die Märkte zu ruhig, obwohl die Bewertungen in vielen Fällen sehr strapaziert sind. Dies deutet darauf hin, dass es kaum Puffer oder sichere Verstecke gibt, in die man sich im Fall von Marktverwerfungen zurückziehen könnte.

Ein flüchtiger Blick auf den VIX-Index, der auf ein Allzeittief gesunken ist, könnte den Anlegern den falschen Eindruck vermitteln, dass es keine Gewitterwolken bzw. praktisch überhaupt keine Wolken am Horizont gibt. Als seien die Risiken aus den Finanzmärkten verdrängt worden.

Eine wichtige Aufgabe für die Anleger im Jahr 2018 besteht darin, die inhärenten zugrunde liegenden Risiken der Finanzmärkte mit der Tatsache in Einklang zu bringen, dass die Marktindikatoren anscheinend darauf hindeuten, dass sie verschwunden sind.

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass es 2018 mindestens zu einer gesunden Markt-«Korrektur» kommen wird. Es fragt sich nur, wie weit sich eine solche Marktkorrektur auswirken wird. Die Fremdfinanzierung am Markt wird klar zutage treten, ebenso wie der Grad der Zuversicht in die Hausse. In dieser Zyklusphase wäre ein risikoorientierter Ansatz durchaus gerechtfertigt. Die Märkte könnten tatsächlich weiter steigen, doch mit jedem neuen Markthoch wird die Asymmetrie zunehmend ungünstiger.

Volatilitätsindex



Quelle

Bloomberg. Stand der Daten: 29. Dezember 2017

2018 ... ein Monat nach dem anderen

Pläne sind gar nichts. Planung ist alles. Deshalb haben wir eine recht klare Vorstellung, was die Markttrenditen 2018 positiv oder negativ beeinflussen könnte. Ähnlich wie im letzten Jahr oder 2016 hängen unsere längerfristige Einschätzung und unsere taktische Positionierung von unserer eingehenden Beobachtung des konjunkturellen Umfelds, der Beurteilung der Bewertungen eines breiten Spektrums von Anlageklassen und der genauen Beobachtung der verschiedenen Formen von Risiken ab (spezifisch, anlagenübergreifend oder innerhalb eines ausgewogenen Portfolios). Da so viele wichtige Ereignisse und Entwicklungen derzeit immer noch unklar sind, ist es unmöglich, eine starke Überzeugung oder eine directionale Sichtweise zu vertreten, ohne Risiken einzugehen.

Infolgedessen werden wir weiter darauf abzielen, die beste risikobereinigte Positionierung zu finden, und nach Instrumenten oder kreativen Ideen Ausschau halten, die eine günstige Asymmetrie aufweisen – bei denen unser Aufwärtspotenzial wesentlich attraktiver ist als der potenzielle Verlust.

Im kommenden Jahr wird es höchstwahrscheinlich interessante Einstiegspunkte geben, wenn einige der derzeit überbewerteten Anlagen eine überfällige Korrektur verzeichnen. Damit könnte sich 2018 etwas von 2017 unterscheiden. Wie üblich werden wir bei der Kapitalanlage nicht dem Markt folgen, sondern versuchen, fehlbewertete Anlagen zu erkennen.

In dieser Hinsicht werden wir – ganz egal, ob die Inflation in die Höhe schießt, sich die Kreditspreads ausweiten, Technologieunternehmen eine Neubewertung durchmachen oder ein anderes unbekanntes makroökonomisches oder Marktrisiko eintritt – so positioniert sein, dass wir die Verwerfungen genau unter die Lupe nehmen und möglicherweise realisierbares Wertpotenzial finden können. Darum geht es bei der Kapitalanlage, und das ist es, was wir in den letzten 20 Jahren getan haben und auch 2018 und darüber hinaus tun werden.

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.