

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (März 2018)

Mittwoch, 03/28/2018

Die Rückkehr der Volatilität Anfang Februar war auf die Abkehr von der allgemeinen Konsenserwartung eines «Goldlöckchen»-Umfelds zurückzuführen: Die Inflation steuert jetzt allmählich auf die Ziele der Zentralbanken in den grossen Industrieländern zu.



Fabrizio Quirighetti

Macroeconomic
Strategist



Hartwig Kos



Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio
Manager



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management

- Die Konjunkturindikatoren deuten nach wie vor auf ein kräftiges Wachstum der Weltwirtschaft hin.
- Die Rückkehr der Volatilität schafft Unsicherheit an den Märkten, aber zugleich auch Chancen.
- Unsere globale Risikobereitschaft bleibt leicht positiv, mit einer Präferenz für Aktien.



Der Postmann klingelt immer zweimal

Die Rückkehr der Volatilität Anfang Februar war auf die Abkehr von der allgemeinen Konsenserwartung eines «Goldlöckchen»-Umfelds zurückzuführen: Die Inflation steuert jetzt allmählich auf die Ziele der Zentralbanken in den grossen Industrieländern zu. Wir glauben zwar nicht, dass sie ausser Kontrolle geraten wird. Doch die Zentralbanken werden ihre Geldpolitik allmählich im Einklang mit dem nominalen Wachstumstrend normalisieren. Deshalb werden sich die Bewertungen etwas nach unten anpassen müssen. Andererseits glauben wir auch nicht, dass wir uns am Beginn einer grösseren und dauerhaften Baisse befinden, da das Gewinnwachstum auf absehbare Zeit nicht einbrechen dürfte.

Im Grunde genommen geht es darum, ein neues Gleichgewicht zu finden, indem man auf die höheren erwarteten Gewinne einen niedrigeren aktuellen Bewertungsfaktor ansetzt. Diese Phase der Anpassung sollte theoretisch sehr allmählich verlaufen. In der Praxis steht jetzt jedoch zu erwarten, dass sie mit heftigen Ausschlägen einhergeht, die manchmal durch übertriebene oder unbegründete Befürchtungen ausgelöst werden. Diese grössere Unsicherheit könnte, anders als der überlaufene «Goldlöckchen»-Konsens des letzten Jahres, bedeutende Chancen für diejenigen Anleger bieten, die einen kühlen Kopf bewahren und sich in diesen hochvolatilen Märkten taktisch klug verhalten. Da der Postmann immer zweimal klingelt, ist mit Sicherheit anzunehmen, dass der Dämon der Inflation und das Gespenst einer damit einhergehenden Anleihenbaisse zurückkehren und die Anleger auch in den nächsten Monaten erschrecken werden.

Im Rahmen dieses Prozesses haben sich die Bewertungen der Nominalanleihen bereits erheblich verbessert, da sie sich an die restriktiveren Aussagen der Zentralbanken und den Aufwärtstrend der Inflation angepasst haben. Deshalb sollten wir Duration im Vergleich zur Situation vor einigen Monaten jetzt gelassener sehen, vor allem da sich die Dynamik des Wirtschaftswachstums und die Überraschungsindizes nicht mehr beschleunigen (die Dynamik flaut ab und die Economic Surprise Indizes sind rückläufig). Deshalb wurde unsere Beurteilung der Duration taktisch auf eine «leichte Abneigung» angehoben. Einfach ausgedrückt heisst das, dass sich die langfristigen Zinsen in den nächsten Wochen voraussichtlich stabilisieren oder seitwärts tendieren werden. Dies könnte zu einer Stabilisierung und möglicherweise sogar zu einer Erholung der Kurse von Risikoanlagen führen. Da es weniger Anzeichen der Überhitzung gibt, dürften die Zinssätze und die Inflation nicht weiter anziehen, und die Bewertungen dürften nicht weiter abrutschen, jedenfalls nicht auf kurze Sicht. Deshalb beliessen wir die allgemeine Risikobereitschaft des Portfolios auf einer «leichten Präferenz».

Die Hause ist zwar nicht vorbei, aber die Korrektur möglicherweise auch nicht. Tatsächlich könnten die Märkte zwischen April und Juni durch eine zweite Runde des Aufwärtsdrucks auf die Zinssätze aufgeschreckt werden, da der Basiseffekt bei der Inflation weniger vorteilhaft ist (das heisst, die Jahresinflationsrate könnte vorübergehend in die Höhe schnellen). Auf der Basis unserer Konjunkturzyklusanalyse, unserer Überprüfung der Bewertungen und unseres Risikomanagements sollten wir in der Lage sein, die Portfolios taktisch gegen den nächsten Volatilitätsschub abzusichern. Leider bleibt die Inflation manchmal deutlich hinter den Erwartungen zurück.

Fabrizio Quirighetti



Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick und Ausblick auf die Weltwirtschaft

Da das globale Wirtschaftswachstum stark bleibt und sogar an Dynamik gewinnt, tritt das Unvermeidliche endlich ein: Die Inflation zieht vom aussergewöhnlich niedrigen Niveau des Jahres 2017 an. Die Einschätzung der US-Notenbank, welche die Schwäche des Inflationsdrucks als vorübergehenden Faktor ansah, der irgendwann verschwinden würde, hat sich somit als richtig erwiesen. Diese Entwicklung könnte die Volatilität an den Finanzmärkten zwar durchaus weiter anheizen, muss jedoch als Bestätigung der anhaltenden globalen Wachstumsdynamik gesehen werden.

Eine Belebung des Lohnwachstums und der Preisinflation in den USA dürfte dem neuen Fed-Präsidenten in den kommenden Wochen die Arbeit erleichtern. Während Janet Yellen über weite Strecken des Jahres 2017 rechtfertigen musste, warum die Fed die Leitzinsen trotz der nachlassenden Inflation anhob, liefert die Kombination aus soliden Wachstumsindikatoren und verbesserten Inflationsindizes Powell stichhaltige Argumente für weitere Zinserhöhungen.

Die Arbeit der EZB könnte dagegen schwieriger bleiben: Die Vorreiterrolle der Fed und die starke Dynamik des Konjunkturzyklus sprechen zwar für eine Beschleunigung der geldpolitischen Normalisierung. Draghi muss jedoch beachten, dass der Wachstumszyklus in der Eurozone wesentlich weniger weit fortgeschritten ist als in den USA, denn die Arbeitslosenquoten sind immer noch hoch und die Inflation deutet noch nicht auf eine ähnliche «Aufholdynamik» hin wie in den USA. Wenn sie der Fed folgt, läuft sie Gefahr, zu früh zu handeln und das lange erwartete aktuelle Wirtschaftswachstum zu schwächen. Tut sie dies aber nicht, könnte sie eine seltene Chance verpassen ...

Wachstum

Alle Konjunkturindikatoren deuten weiter auf eine robuste und starke Expansion der Weltwirtschaft hin, wobei die Industrieländer nach wie vor die beste Dynamik zeigen. Die Schwellenländer scheinen jedoch ebenfalls an der globalen «Wachstumsparty» teilzunehmen, nachdem ihre Dynamik im Grossteil des Jahres 2017 etwas hinterher hinkte.

Inflation

Während die Inflation in einigen Industrieländern anzieht, scheint sie sich in den Schwellenländern zur gleichen Zeit interesseranterweise eher abzuschwächen. Eine Währungsstabilisierung, häufig um den Preis einer restriktiven Geldpolitik, trägt dazu bei, die Inflationsraten zu dämpfen.

Geldpolitik

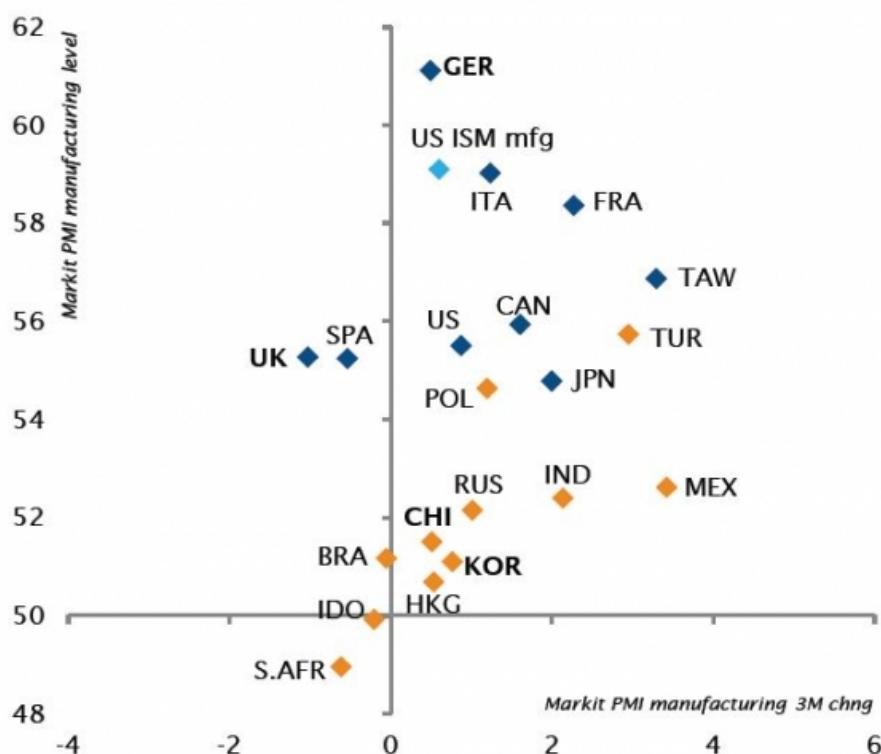
Die jüngsten Inflationsdaten deuten auf eine weitere Rücknahme der geldpolitischen Akkomodierung der Fed in den nächsten Monaten hin, möglicherweise gefolgt von mehr oder weniger eiligen Schritten der Zentralbanken anderer grosser Industrieländer. Die Zentralbanken der Schwellenländer dürften dagegen unter dem Strich etwas weniger restriktiv werden.

«In den USA sind endlich erste Anzeichen der Inflation zu erkennen.»

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



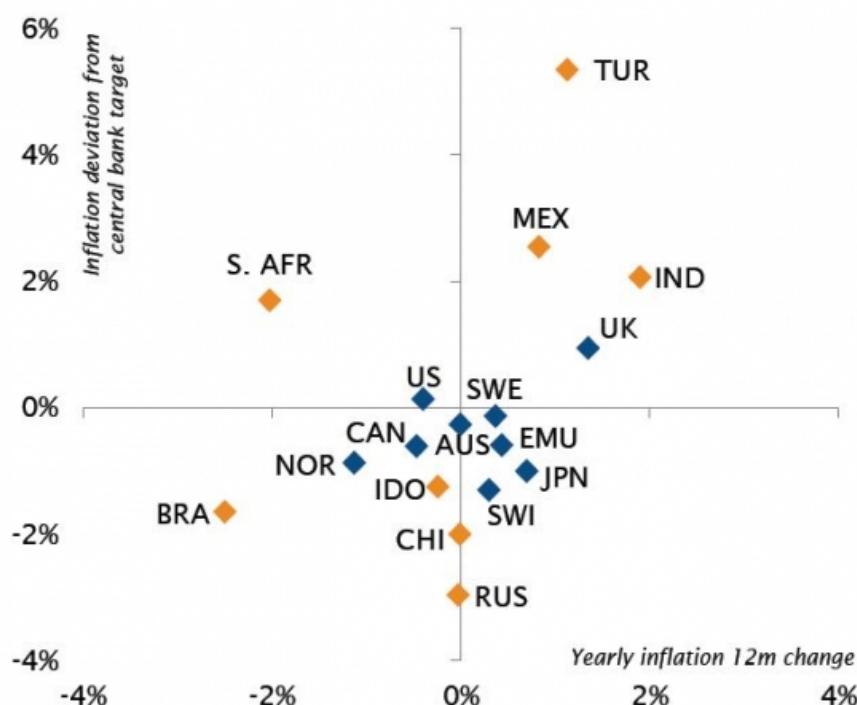
Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe



Quelle

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Stand der Daten: Freitag, 23. Februar 2018

Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank



Quelle

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Stand der Daten: Freitag, 23. Februar 2018

Industriestaaten

In den USA sind endlich erste Anzeichen der Inflation zu erkennen. Aber keine Sorge: Dies ist kein Vergleich mit dem Inflationsschock Ende der 1960er und in den 1970er Jahren. Die jüngste Belebung der Löhne und Preise zeigt lediglich, dass die Inflationslage gegenüber dem verbesserten Wachstumsumfeld aufholt, das 2017 zu beobachten war. Vor allem aber wurde diese Dynamik von der Fed seit einem Jahr erwartet und ist deshalb in ihren Konjunkturprognosen bereits berücksichtigt. Für den neuen Fed-Vorsitzenden und seine Kollegen hat die Rückkehr der Inflation jedoch möglicherweise etwas Beruhigendes. Denn sie unterstützt ihren Plan schrittweiser Zinserhöhungen – vor allem, da die Konjunkturindikatoren auf ein solides Wirtschaftswachstum hindeuten und fiskalische Impulse die Aktivität in den kommenden Monaten zusätzlich ankurbeln werden.

In Europa lässt die Eurozone nach wie vor ein starkes und breit abgestütztes Wirtschaftswachstum erkennen. Die Expansion in der Mitte des Konjunkturzyklus ist voll im Gange, wobei die rückläufige Arbeitslosigkeit und die lockeren Finanzierungsbedingungen den Konsum und Investitionen unterstützen. Die Situation ist so günstig, dass es schwer fällt, sich eine weitere Verbesserung vorzustellen. Vielmehr besteht die Wahrscheinlichkeit, dass sich die enorme Wachstumsdynamik der letzten Quartale in den kommenden Monaten abkühlen wird. Die Inflation ist nach wie vor sehr niedrig und die 15%ige Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im letzten Jahr begrenzt den importierten Inflationsdruck. Insbesondere lindert der stärkere Euro den Effekt der steigenden Ölpreise. In den Nachbarländern der Eurozone, wie etwa in Schweden oder der Schweiz, könnte die Konjunkturdynamik ebenfalls den Höhepunkt erreicht haben. In Großbritannien wird der Wachstumstrend durch die Unsicherheit über den Brexit und die höhere Inflation etwas belastet. Doch die Robustheit der Konjunktur und die über dem Zielwert liegende Inflation veranlassen die Bank of England zur Straffung der Geldpolitik.

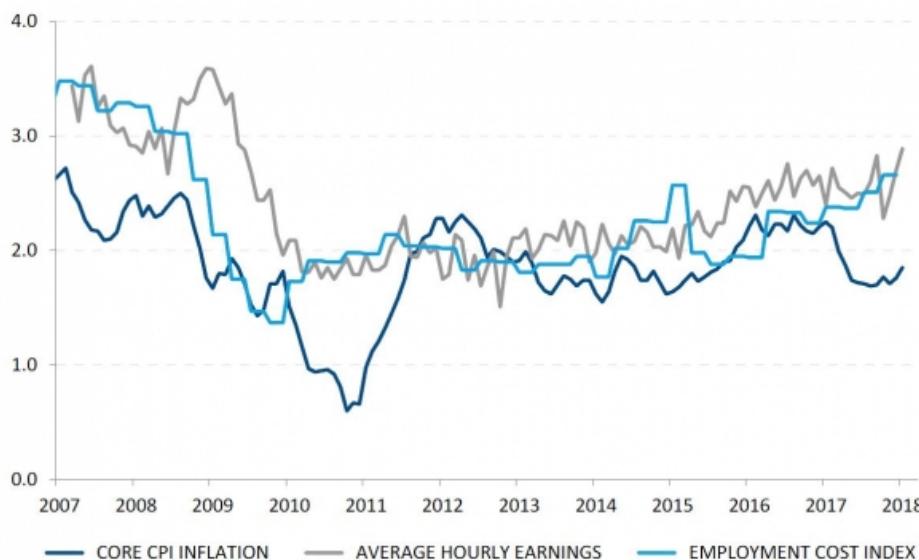
Schwellenländer

Die Schwellenländer ließen in den ersten Wochen des Jahres 2018 eine zunehmende Wachstumsdynamik erkennen. Nachdem sie im Jahr 2017 hinter den Verbesserungen in den Industriestaaten zurückgeblieben waren, schienen sie nun endlich auch an der globalen Wachstumsparty teilzunehmen. Dazu könnte eine Kombination aus mehreren positiven Faktoren beigetragen haben. Die meisten davon beziehen sich auf das Ende der Aufwertung des US-Dollars. Erstens können die exportierenden Länder dadurch ohne dämpfenden Währungseffekt von der starken Endnachfrage in den USA und Europa profitieren. Die relative Stabilisierung der Devisenmärkte reduziert auch den Inflationsdruck und unterstützt damit die Binnennachfrage in den Schwellenländern. Nicht zuletzt verschafft sie den Zentralbanken der Schwellenländer Spielraum für eine gewisse Lockerung ihrer restriktiven Geldpolitik.

Die Auswirkungen der politischen Entwicklungen sind sehr unterschiedlich. So löste der Rücktritt Zumas in Südafrika eindeutig Erleichterung aus. Doch in Brasilien und Mexiko sind die wirtschaftlichen Aussichten angesichts der bevorstehenden Wahlen weiter ungewiss. Die höheren Ölpreise wirken sich ebenfalls uneinheitlich aus. Sie sorgen in den Förderländern für Rückenwind, gefährden aber importierende Volkswirtschaften – vor allem solche, die aufgrund ihrer Leistungsbilanzen anfällig sind. Während die Währungseffekte für alle grossen Schwellenländer positiv sind, könnten politische und ölpriestbedingte Entwicklungen 2018 die wichtigsten differenzierenden Faktoren darstellen.

Adrien Pichoud

Die Lohn- und Preisinflation in den USA zieht endlich an



Quelle

Factset, SYZ Asset Management. Stand der Daten: Freitag, 23. Februar 2018

Erkenntnisse der Anlagestrategie-Gruppe und Anlagebewertung

Risiko und Duration

Der Februar brachte einen signifikanten Anstieg der Anleihenrenditen, heftige Kurseinbrüche an den Aktienmärkten und die lang erwartete Zunahme der Volatilität an den Aktienmärkten. Aber trotz der recht dramatischen Marktschwankungen während des Monats hat sich überraschend wenig verändert. Die Aktienbewertungen bleiben hoch und an den Anleihenmärkten hat die Verbesserung der Bewertungsniveaus gerade erst begonnen. Deshalb ist es eindeutig zu früh, unsere Risikobereitschaft anzuheben. Das allgemein positive gesamtwirtschaftliche Umfeld hindert uns aber auch an einer allzu negativen Beurteilung von Portfoliorisiken. Folglich gibt es keine Veränderung. An den Anleihenmärkten finden sich die Anleger jedoch allmählich mit der neuen Realität einer restriktiveren Haltung der wichtigsten westlichen Zentralbanken ab. Dies erfordert eine Neubeurteilung der bisher recht negativen Einschätzung von Anleihenrisiken. Infolgedessen haben wir unsere Beurteilung der Duration von «negativ» auf «leicht negativ» heraufgestuft.

«Uns ist bewusst, dass sich das lange anhaltende «Goldlöckchen»-Szenario in Japan der Endphase nähert und vom globalen Konjunkturzyklus abhängt. Die negative Korrelation zwischen den Aktienkursen und den Devisenmärkten ist unterdessen noch nicht ganz abgerissen. Deshalb befürchten wir ein etwas schwächeres Wachstumsumfeld in der nächsten Zeit und einen weiter steigenden Yen.»

— Hartwig Kos

Equity Markets

Japan ist mittlerweile seit einigen Monaten der Markt mit der grössten Anlageüberzeugung. Dies beruht auf zwei Faktoren: Der erste ist der starke Bezug zum schwungvollen globalen Konjunkturzyklus. Die Vorstellung, dass Japan der zyklische Markt der Welt ist, trifft immer noch zu. Dafür sorgt der bedeutende operative Leverage und der starke Einfluss der globalen Einkaufsmanagerindizes. Ausserdem profitiert der Markt von der abnehmenden negativen Korrelation zwischen dem Yen und japanischen Aktien.

Uns ist bewusst, dass sich das lange anhaltende «Goldlöckchen»-Szenario in Japan der Endphase nähert und vom globalen Konjunkturzyklus abhängt. Die negative Korrelation zwischen den Aktienkursen und den Devisenmärkten ist unterdessen noch nicht ganz abgerissen. Deshalb befürchten wir ein etwas schwächeres Wachstumsumfeld in der nächsten Zeit und einen weiter steigenden Yen. Man darf nicht vergessen, dass Japan ein Land mit einem Leistungsbilanzüberschuss und einer immer noch sehr billigen Währung ist. Abgesehen davon sind die globalen Trends zu einem grösseren Protektionismus für exportorientierte Volkswirtschaften mit einer bedeutenden Fertigungsbasis wie Japan besonders schmerhaft.

Wir halten die Anlagebeurteilung für japanische Aktien zwar weiterhin für zutreffend, da der Markt an sich sehr günstig ist und Japan in der Regel von einem Umfeld steigender Renditen profitiert, haben aber beschlossen, Japan um eine Stufe von «Präferenz» auf «leichte Präferenz» herabzustufen – das gleiche Niveau wie die anderen Aktienmärkte von Industrieländern.

Anleihenmärkte

Nachdem wir die Argumente für westliche Staatsanleihen bereits Ende des letzten Jahres und erneut früher in diesem Jahr erläutert haben, sind die Renditen durch den Abverkauf vom Februar nun endlich auf Niveaus gefallen, die eine Änderung der Einschätzung rechtfertigen. Es stimmt, dass die Anleihenmärkte nicht billig sind und die Zentralbanken eine weniger akkommodierende Geldpolitik verfolgen als in der Vergangenheit.

«Der vom Markt implizierte Geldmarktsatz auf Sicht von fünf Jahren, ein Massstab für die längerfristigen Erwartungen an die Geldmarktzinsen, ist seit Ende 2017 um über 40 Basispunkte gestiegen.»

— Hartwig Kos

Doch die Anleger haben sich mittlerweile mit der Tatsache abgefunden, dass sich das Marktumfeld verändert hat. Nehmen wir zum Beispiel die USA: Dort unterschätzten die meisten Anleihenanleger den geldpolitischen Kurs, den die Fed im Grossteil des Jahres 2017 einschlug. Doch die Markterwartungen für Zinserhöhungen im Jahr 2018 sind unserer Meinung nach realistischer, allerdings immer noch am unteren Ende des Spektrums. Die Markterwartungen bezüglich der längerfristigen Geldmarktzinsen haben sich ebenfalls gründlich geändert. Der vom Markt implizierte Geldmarktsatz auf Sicht von fünf Jahren, ein Maßstab für die längerfristigen Erwartungen an die Geldmarktzinsen, ist seit Ende 2017 um über 40 Basispunkte gestiegen. Mit 3,14% liegt er derzeit deutlich über dem Mittelwert von 2,75% für die längerfristigen Prognosen des Offenmarktausschusses für die Fed Funds Rate vom Dezember. Nicht nur das, er ist auch höher als jede der einzelnen Prognosen der Fed-Gouverneure. Dies ist ein klares Anzeichen dafür, dass die Fed-Gouverneure ihre Prognosen bei der Sitzung im März ändern könnten, zeigt aber auch, wie weit sich die Markterwartungen bereits bewegt haben, und stimmt uns erheblich zuversichtlicher in Bezug auf Durationspositionen zum gegenwärtigen Zeitpunkt. Diese Einschätzung drücken wir über nominale Staatsanleihen und Schwellenländeranleihen (in Lokal- und Fremdwährungen) aus, die wir alle mit einer «leichten Präferenz» einstufen.

Währungen & liquide Mittel

Das GBP wurde um eine Stufe auf eine Abneigung herabgestuft. Dieser Schritt folgte auf die starke Aufwertung der Währung gegenüber dem US-Dollar, nach welcher der Wechselkurs im Vergleich nicht mehr so günstig war. Darin spiegelt sich aber auch die Tatsache, dass das Land in politischer Hinsicht vor einem Scherbenhaufen steht, und die Fortschritte der Brexit-Verhandlungen schwer abzuschätzen sind.

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.