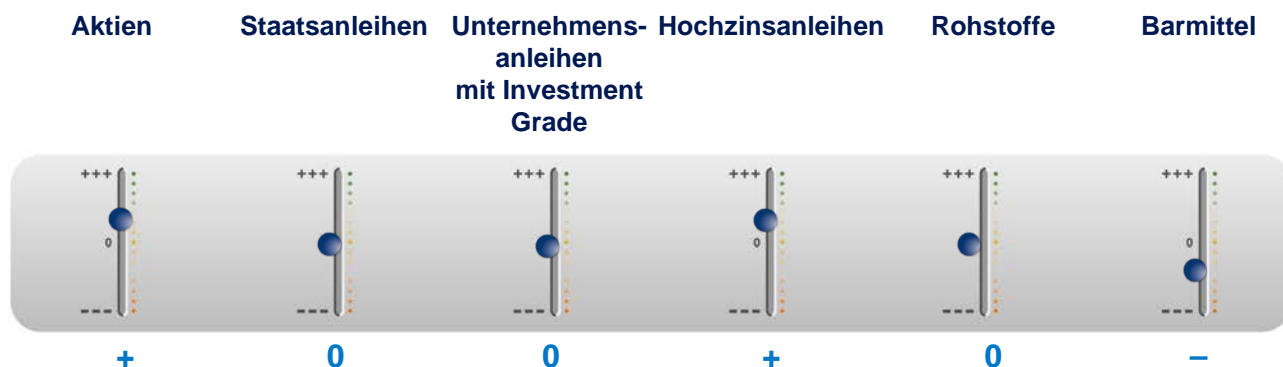


Schroders Multi-Asset Investments

Sichtweisen und Einschätzungen

Teil 1: Monatskommentar – September 2015

Zusammenfassung



Kategorie	Beurteilung	Kommentar
Aktien	+	Wir beurteilen Aktien immer noch positiv, da wir unserer Ansicht nach gerade mitten in einer Korrektur stecken, sich der Markt aber immer noch in der Haussephase befindet. Unsere favorisierten Märkte sind die USA und Europa, während wir Japan heruntergestuft haben. Gegenüber den Schwellenländern bleiben wir insgesamt weiterhin negativ eingestellt.
USA	+	Wir halten an unserer positiven Sicht gegenüber US-amerikanischen Aktien fest. Trotz hoher Bewertungen dürften die starken zyklischen Trends mittelfristig für Gewinnverbesserungen sorgen.
Großbritannien	0	Britische Aktien bleiben weiter neutral. Wir haben bereits früher auf die hohe Konzentration des FTSE 100 Index bei rohstoffbezogenen Unternehmen verwiesen. Diese werden nach unserer Meinung weiter unter Gewinndruck leiden. Diese Schwäche dürfte die Stärke des Binnenmarkts aufwiegen.
Europa	+	Wir bleiben bei europäischen Aktien positiv gestimmt. Denn es gibt erste Belege für eine Verbesserung der Kreditbedingungen. Die Frühindikatoren haben leicht angezogen und die Gewinndynamik ist unverändert gut.
Japan	0↓	Diesen Monat haben wir japanische Aktien auf neutral herabgestuft, da der Markt nicht gegen die anhaltende Konjunkturschwäche in China immun ist. Japan hat ein relativ hohes Exportaufkommen mit China und der Rückenwind durch den schwachen JPY wird vermutlich nicht ausreichen, um das Abbremsen der Nachfrage auf kurze Sicht auszugleichen.
Pazifikraum ohne Japan	0	Für den Pazifikraum ohne Japan bleiben wir weiterhin neutral eingestellt. Auch wenn die Bewertungen stetig attraktiver werden: Die Abhängigkeit der Region von China ist für uns hier ein Grund zur weiteren Vorsicht.
Schwellenländer	-	Unsere Negativeinstufung gegenüber den Schwellenländern hat sich erneut zu unseren Gunsten ausgewirkt. Denn die Aktien der Region werden nach wie vor durch die anhaltende Schwäche in diesen Volkswirtschaften und den Verfall der Rohstoffpreise belastet. Obwohl die Stimmung derzeit extrem negativ ist, halten wir es für verfrüht, uns für einen Aufschwung zu positionieren.



Schroders

Kategorie	Beurteilung	Kommentar
Staatsanleihen	0	Unsere Einschätzung der Staatsanleihemärkte in den Industrieländern hat sich nicht geändert. Insgesamt bewerten wir die Duration neutral, wobei es in Bezug auf Dynamik und Qualität nach oben geht. Der Wert bleibt nach dem Anstieg bei der Laufzeitprämie im früheren Verlauf dieses Jahres neutral.
USA	0	Die Inflationserwartungen in den USA sind nach der Währungsabwertung in China weiter zurückgegangen. Das stützt unsere neutrale Einstufung von US-Staatsanleihen, obwohl die Wirtschaft im Großen und Ganzen stärker geworden ist. Allerdings haben wir unsere Sicht bezüglich der Kurve korrigiert. Hier halten wir den Bereich der 5-jährigen Papiere für teuer, während es am Short-Ende eine Korrektur nach oben gab.
Großbritannien	+	Wir sehen Großbritannien weiter positiv. Britische Staatsanleihen dürften nämlich in hohem Maße von den niedrigen Zinsen und der lockeren Geldpolitik in der Eurozone profitieren. Der Spread gegenüber Bundesanleihen erscheint angesichts der attraktiven Carry-and-Roll-Geschäfte nach wie vor attraktiv. Wir präferieren hier weiter Curve Flatteners, wobei uns das lange Ende der Kurve lieber ist. Uneingeschränkt positiv bleibt unsere Haltung gegenüber 10-jährigen britischen Staatsanleihen.
Deutschland	+	Die Möglichkeit weiterer Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) zum Niedrighalten der Realzinsen und ein etwas stärkerer Euro dürften 10-jährige Bundesanleihen weiter begünstigen.
Japan	0	Wir schätzen die japanische Duration weiterhin neutral ein. Trotz der unattraktiv niedrigen Zinssätze ist immer noch mit weiterer Unterstützung seitens der japanischen Zentralbank zu rechnen.
Inflationsgebundene US-Anleihen	- -	Inflationsgebundene US-Anleihen stehen unverändert auf doppelt Minus. Der stärkere US-Dollar und die gesunkenen Rohstoffpreise dürften sich negativ auf die längerfristigen Inflationserwartungen auswirken.
Schwellenländer	- -↓	Wir haben auf US-Dollar lautende Staatsanleihen der Schwellenländer auf doppelt Minus herabgestuft. Unsere Dynamikindikatoren haben wichtige markttechnische Stufen durchbrochen und die Aussichten für die Fundamentaldaten trüben sich weiter ein. Insbesondere meiden wir momentan die größten Emittenten wie die Türkei, Russland und Brasilien.

Kategorie	Beurteilung	Kommentar
Investment-Grade-Unternehmensanleihen	0↑	
USA	0↑	Nach vielen Monaten negativer Beurteilung haben wir bonitätsstarke US-Unternehmensanleihen jetzt auf neutral hochgestuft. Die Spreads haben sich in die Richtung der oberen Dezile im langfristigen Bereich bewegt. Das dürfte auch für Unterstützung seitens der institutionellen Anleger sorgen.
Europa	0	Europäische Investment-Grade-Unternehmensanleihen haben sich den Sommer über als widerstandsfähig erwiesen. Zwar drückt die akkommodative Geldpolitik in der Eurozone auf die Renditen. Doch stellen wir fest, dass die Ausfallentschädigung weiter auf einem historischen Tiefstand ist. Wir bleiben hier daher neutral eingestellt.

Kategorie	Beurteilung	Kommentar
Hochzinsanleihen	+↑	
USA	+↑	Auch US-amerikanische Hochzinsanleihen haben wir auf Plus hochgestuft. In den Kreditspreads sind extreme Risiken wie eine Ausfallrate von insgesamt 40 % im Energiesektor bereits eingepreist und die Abflüsse von Privatanlegerseite scheinen nachzulassen. Auch sehen US-Hochzinstitel im Verhältnis zu den EU-Pendants attraktiv aus.
Europa	0	In europäischen Hochzinstiteln bleiben wir neutral positioniert. Die Ausfallrate ist immer noch niedrig und dürfte in einer Umgebung, in der eine lockere Geldpolitik Unternehmen günstige Finanzierungsmöglichkeiten bietet, nicht wesentlich steigen. Trotzdem halten wir ein wachsames Auge auf die verminderte Liquidität in der Anlageklasse. Das hält uns von einer positiveren Einschätzung ab.

Kategorie	Beurteilung	Kommentar
Rohstoffe	0	Zyklische Rohstoffe wie Industriemetalle und Energie hat der Abschwung in China besonders hart getroffen. Jedoch dürfte das Angebot in Zukunft sinken, sodass wir hier insgesamt bei unserer neutralen Einstufung bleiben.
Energie	0	Die Energiepreise haben ein Niveau erreicht, das die Ölkonzerne zu Kapitaldisziplin zwingt. Entsprechend dürften die Preise in Zukunft steigen. Doch das negative Carry bei Energie-Futures schließt eine Hochstufung auf ein Plus aus.
Gold	–	Wir halten hier an unserer negativen Einstellung fest, da die stärkeren US-Daten die Realzinsen nach oben treiben dürften.
Industriemetalle	0	Die Produktionskosten bei Basismetallen sinken weiter. Das schafft einen Ausgleich zu dem Zinssenkungszyklus, in den China gerade eintritt.
Landwirtschaft	0	Wir bleiben bei Landwirtschaft neutral eingestellt. Zu beachten ist allerdings, dass sich die Vorhersagen des stärksten El Niño aller Zeiten störend auf die Märkte auswirken können.

Kategorie	Beurteilung	Kommentar
Devisen		
US-Dollar	0	Wir beurteilen den US-Dollar unverändert neutral.
Britisches Pfund	0	Wir bleiben bei unserer neutralen Einschätzung des britischen Pfunds. Nach Aussagen der Bank of England scheint eine Zinsanhebung in der ersten Jahreshälfte 2016 wahrscheinlich. Das scheint von den Märkten aber kurzfristig bereits gut eingepreist worden zu sein.
Euro	+	Wir haben unsere Einschätzung des Euro auf positiv hochgestuft. Der Grund: Wir erwarten, dass die EZB ihre lockere Geldpolitik im kommenden Jahr fortsetzen wird. Der Euro steht niedrig und die Eurozone meldet weiterhin Wachstumsverbesserung und einen Leistungsbilanzüberschuss.
Japanischer Yen	–	Der japanische Yen bleibt die Währung, die wir am wenigsten präferieren: Gründe sind die schwache Inflation und die relativ verhaltenen Wachstumszahlen gegenüber dem US-Dollar. In Japan sehen wir die Notwendigkeit einer noch stärker gelockerten Geldpolitik im kommenden Jahr, was in der Folge den Yen belasten wird.
Schweizer Franken	0	Wir stufen den Schweizer Franken weiter neutral ein. Es gibt keinen offensichtlichen Katalysator für eine Neubewertung.

Kategorie	Beurteilung	Kommentar
Barmittel	–	Angesichts der weiterhin negativen Realzinsen beurteilen wir Barmittel nach wie vor negativ.

Quelle: Schroders, September 2015. Die Einschätzungen zu Unternehmens- und Hochzinsanleihen basieren auf den Kreditspreads (mit Durationsabsicherung). Die Einschätzungen zu Währungen stehen im Bezug zum US-Dollar, sofern der US-Dollar nicht an einem handelsgewichteten Währungskorb gemessen wird.

Teil 2: Multi-Asset-Einschätzungen

Schuldenabbau und seine Folgen für die weltweite Wirtschaft und den Devisenmarkt

Als Vorbereitung für das Multi-Asset-Meeting der Strategic Investment Group in diesem Monat haben wir uns mit der Frage beschäftigt, warum die Weltwirtschaft gerade an Konjunkturschwäche leidet. In dieser Ausgabe von Multi-Asset Insights untersuchen wir die entsprechenden Nachweise dafür und beschäftigen uns mit den Auswirkungen auf Wirtschaftswachstum, Geldpolitik und Währungen.

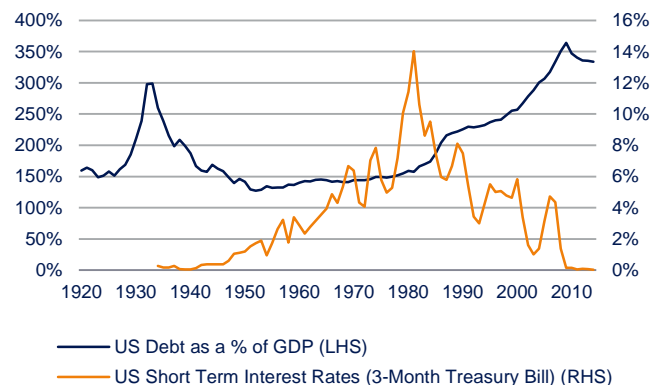
Warum ist das weltweite Wachstum so schwach?

Die großen Volkswirtschaften rund um den Globus scheinen derzeit einen strukturellen Schuldenabbau-Zyklus zu durchlaufen. Für uns stellt sich das so dar: Das Kreditwachstum bleibt aufgrund von Verschiebungen der demografischen Entwicklungen, verschärften Finanzvorschriften und des Fehlens von Geldschöpfungsmultiplikatoren hinter dem nominalen BIP-Wachstum.

In den 40 Jahren vor der weltweiten Finanzkrise haben sich viele Industrieländer hoch verschuldet. In der US-Wirtschaft beispielsweise stieg die Gesamtverschuldung in Beziehung zum BIP von 150 % im Jahr 1980 auf 360 % im Jahr 2008 (Abbildung 1). Dabei erhöhten sich die Haushaltsschulden im gleichen Zeitraum von 47 % auf 98 % und die Verschuldung des Finanzsektors im Verhältnis zum BIP von 20 % auf 123 %, während die Staatsverschuldung von 43 % auf 70 % anwuchs.

Verstärkt wurde die Haushaltsverschuldung durch einen demografischen Trend, nämlich das Voranschreiten des Lebenszyklus der geburtenstarken Babyboomer-Generation. Deregulierung der Finanzmärkte und Innovation ließen die Bankbilanzen kräftig steigen und Sozialleistungen brachten eine höhere Staatsverschuldung mit sich.

Abbildung 1: Gesamtverschuldung in Beziehung zum BIP und kurzfristige Zinssätze



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, 31. Dezember 2014

Der Ausbruch der Finanzkrise fiel zeitlich damit zusammen, dass die geburtenstarken Jahrgänge, die zuvor die Erhöhung der Haushaltsschulden getragen hatten, sich langsam dem Rentenalter und damit dem Schuldenabbau näherten. Gleichzeitig setzten verschärfte Finanzvorschriften dem rasanten Anstieg des Schuldenbergs im Finanzsektor ein Ende. Der Entschuldung in diesen Sektoren wirkte jedoch zu einem großen Teil der Anstieg der Staatsbilanz entgegen. Diese erhöhte sich in den USA beispielsweise von 70 % auf 110 % des BIP.

Was sind die Auswirkungen auf das Wachstum und wie könnte die politische Reaktion darauf aussehen?

Wenn das Wachstumspotenzial durch die anhaltende Verschuldung in den Jahrzehnten vor der Krise überzogen wurde, würde ein Schuldenabbautrend bedeuten, dass das aktuelle Wachstumspotenzial unter dem von 2008 liegt. Ein Schuldenabbau-Zyklus bringt außerdem auch ein durch Deflationsdruck geprägtes Umfeld mit sich.

Unserer Einschätzung nach müssen die Zentralbanken ihre lockere Geldpolitik fortsetzen, um das Wachstum zu stützen und ein gemäßigtes Tempo bei der Entschuldung zu ermöglichen. Auch könnten die Zentralbanken gezwungen sein, weiterhin Geld zu drucken, um dem Deflationsdruck entgegenzuwirken und das nominale Wachstum anzukurbeln, so wie es in vielen Regionen seit 2008 der Fall ist.

Wie werden die verschiedenen Volkswirtschaften reagieren?

Unserer Meinung nach bleibt das weltweite Wachstum durch fehlende Wertschöpfungsmultiplikatoren in der aktuellen Entschuldungsphase hinter seinem eigentlichen Potenzial zurück. Die Zentralbanken könnten versuchen, durch quantitative Lockerung die Konjunktur wieder in die Wachstumsgleise vor der Krise zu bringen und den Deflationsdruck zu bekämpfen. Das würde sehr wahrscheinlich unterschiedliche Konjunkturzyklen zur Folge haben. In Ländern, in denen die Zentralbanken die Währung gezielt schwächen, wird sich das Wachstum verbessern, wenn ihr Anteil am weltweiten Wachstum steigt. In Ländern, in denen die Währungen gestiegen sind, lässt die Konjunktur hingegen nach, da sie die Schwäche anderer Regionen auffangen.

Das war vor Kurzem zwischen der Eurozone und China der Fall. Der Einbruch des Euro führte zu einem deutlichen Anstieg der deutschen Exporte, während das Volumen in China zurückging. Das Gleiche passiert in den USA, wo der stärkere US-Dollar langsam die Handelsbilanz und die Renaissance der Industrieproduktion des Landes belastet. Verbraucher greifen statt zu den inländisch produzierten lieber zu den billigeren importierten Waren.

Wie wirkt sich das auf die Devisenmärkte aus?

Ein Versuch der Zentralbanken, dem Druck durch den Schuldenabbau mit quantitativer Lockerung entgegenzuwirken, könnte unserer Ansicht nach Zyklen von Währungsschwäche hervorrufen, denen Zyklen von Währungsstärke folgen. Dabei wird es im Laufe der Zeit Variationen geben. Eine solche Maßnahme hat tiefgreifende Folgen für Währungspaare. Das hängt davon ab, in welcher Phase des Lockerungszyklus sich die jeweiligen Zentralbanken gerade befinden. Doch da einige Regionen strukturell besser in Form sind als andere, dürften diese Zyklen um die längerfristigen Trends herum schwanken.

Wichtiger Hinweis: Nur für professionelle Anleger und Berater. Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet. Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von der Schroders' Multi-Asset Group und stellen nicht notwendigerweise die in anderen Mitteilungen, Strategien oder Fonds von Schroders ausgedrückten oder aufgeführten Ansichten dar.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen. Die in der Vergangenheit erzielte Performance gilt nicht als zuverlässiger Hinweis auf künftige Ergebnisse. Anteilspreise und das daraus resultierende Einkommen können sowohl steigen als auch fallen; Anleger erhalten eventuell den investierten Betrag nicht zurück. Herausgegeben von Schroder Investment Management GmbH, Taunustor 1, 60310 Frankfurt am Main. Zu Ihrer Sicherheit können Gespräche aufgenommen oder überwacht werden. Für Ihre Sicherheit kann die Kommunikation aufgezeichnet oder überwacht werden.