

Schroders Multi-Asset Investments Monatskommentar

Februar 2018

Marktvolatilität

Die Ursache der jüngsten Korrektur sehen wir in der Kehrtwende des US-Dollar im vergangenen Jahr, die zur Lockerung der US-Geldpolitik führte. In Verbindung mit einem Anstieg des Lohnwachstums kam es dadurch zu einer Verkaufswelle bei Anleihen, da die Marktteilnehmer eine proaktiver Marschroute der US-Notenbank Fed einpreisten; in der Tat spiegelte die Korrektur bei Anleihen bislang eher die Neubewertung der US-Zins-erhöhungen als eine veränderte Laufzeitprämie wider. Da sich die US-Staatsanleiherenditen der Marke von 3 % näherten, kamen Befürchtungen wegen der fortgeschrittenen Aktienbewertungen auf.

Verschärft wurde die Marktschwäche Anfang Februar durch den Anstieg des VIX Index, der die Volatitätsstrategien zur Auflösung ihrer gehebelten Short-Positionen zwang.

Zum jetzigen Zeitpunkt halten wir es nicht für sinnvoll, die Auswirkungen des systematischen Risikoabbaus vorherzusagen, da unterschiedliche Strategien wie CTAs und Volatitätsabsicherung auch unterschiedliche Auslöser haben. Stattdessen konzentrieren wir uns auf die Fundamentaldaten. Bis dato haben Anleihen parallel zu den Aktienmärkten nachgegeben, bieten aber unserer Analyse zufolge nun allmählich Wertpotenzial. Wir glauben, dass sich die Anleger bei weiteren deutlichen Aktienkursverlusten in den sicheren Hafen der Anleihemärkte zurückziehen würden, da sie aufgrund der Marktvolatilität eine Beeinträchtigung der Renditeaussichten befürchten.

Wie schätzen wir diese Situation ein?

Nachdem unsere Durationssensitivität in den vergangenen Wochen und Monaten reduziert wurde, da wir um die Diversifikationsvorteile von Anleihen besorgt waren, haben wir uns wieder etwas weiter vorgewagt und 10-jährige US-Anleihen gekauft. Ferner halten wir an unseren risikomindernden Positionen im japanischen Yen gegenüber dem Euro, einer Short-Position in italienischen Anleihen und unseren TIPS-Allokationen fest. Wir sind der Ansicht, dass eine Diversifikation trotz eventuell hoher Korrelationen durchaus Vorteile haben wird.

Im Aktiendepot bleibt unser Engagement unverändert. Wir sind für ein Umfeld mit besseren Wachstumsraten und einer leicht steigenden Inflation positioniert. Unsere Konjunkturindikatoren deuten auf eine Fortsetzung dieser Rahmenbedingungen hin. Zudem favorisieren wir weiterhin die Währungen der Schwellenländer gegenüber dem US-Dollar, da wir die Bewertungen für konstruktiv halten. Interessanterweise profitieren mehrere Schwellenländer derzeit von anhaltenden Handelsüberschüssen – ein Beleg dafür, dass die Erholung ihrer Währungen bislang nicht überzogen war.

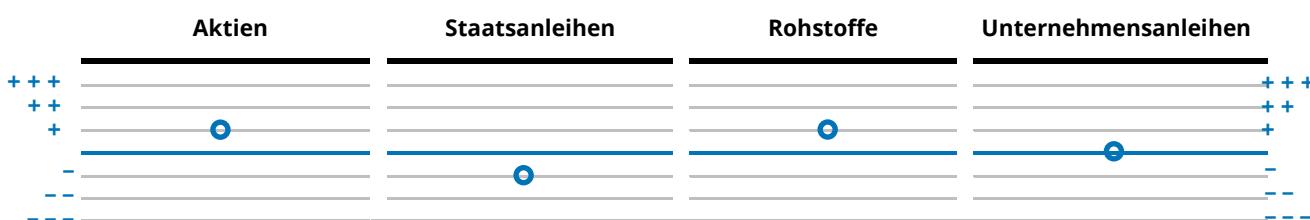
Zusammenfassung

Wir haben unsere defensiven Positionen aufgestockt, indem wir wieder einen geringen Anteil an Duration hinzukaufen. An unseren Reflationspositionen in Aktien und Währungen halten wir fest. Hier eine Zusammenfassung der wichtigsten Indikatoren, die wir beobachten:

Renditen von US-Staatsanleihen	US-Renditekurve	US-Dollar	!
Ein Anstieg über 3,25 % bei 10-jährigen US-Staatsanleihen bei gleichzeitig fallenden Aktienkursen wäre bezüglich der Korrelationen problematisch	Eine flacher werdende Renditekurve wäre ein Indiz dafür, dass die langfristigen Wachstumsannahmen infrage gestellt werden	In unserem zentralen Szenario setzt der US-Dollar seinen Abwärtstrend fort. Wir bevorzugen die Risikoabsicherung durch Long-Positionen im japanischen Yen. Ein deutlich stärkerer US-Dollar würde weltweit zu einer knapperen Liquidität führen und unsere Engagements in den Schwellenländern gefährden.	Sollten unsere Konjunkturindikatoren in die Phase der „Abkühlung“ übergehen, käme es zu einer signifikanten defensiven Umschichtung. (Zurzeit befinden wir uns noch in der Phase der „Erholung“ bzw. „Expansion“).

Im Hinblick auf die Volatitätsmärkte erwarten wir im Vergleich zum Vorjahr eine weiterhin relativ hohe implizite Volatilität, da sich die Short-Strategien aus dem Markt zurückziehen. Wir betrachten dies jedoch als Übergang zu einer eher normalen und nachhaltigen impliziten Volatilität, vor allem angesichts der quantitativen Straffung.

Aktueller Ausblick



Kategorie	Beurteilung	Kommentare
Aktien	+	Es bleibt bei unserer positiven Einschätzung von Aktien, da die Aufwärtskorrekturen der Gewinnprognosen deutlich zugenommen haben; die Inflationstrends sind kurzfristig, aber nach wie vor ein Risiko.
Staatsanleihen	-	Die Bewertungen haben sich verbessert, wenn auch nicht genug, um die Verbesserung der Konjunkturdaten noch zu übertreffen oder den steigenden Inflationsdruck zu kompensieren.
Rohstoffe	+	Das zyklische Umfeld bleibt positiv, und angesichts einer stabilen Angebotsdisziplin dürften die Rohstoffmärkte über zwölf Monate positive Renditen erzielen.
Unternehmensanleihen	0	Bezahlbare Kapitalkosten und das Umsatzwachstum dürften die Spreads vorerst eindämmen, obwohl der jüngste Kapitalabzug aus der Anlageklasse die Preise beeinträchtigt hat.

Kategorie	Beurteilung	Kommentare
USA	+	Trotz hoher Bewertungen dürften das Gewinnwachstum und die Steuerreform für höhere Gewinne sorgen als erwartet.
GB	0	Wir schätzen britische Aktien weiterhin neutral ein, da die Gefahr einer Aufwertung des britischen Pfunds, eines schleppenden Gewinnwachstums und einer ungünstigen Relation zwischen Wachstum und Inflation besteht.
Europa	+	Obwohl wir in Europa mit einem weiterhin robusten Wachstum rechnen, werden die Gewinnmargen der Unternehmen aller Voraussicht nach unter dem anhaltend starken Euro leiden.
Japan	++	Das Gewinnwachstum dürfte weiter für Erträge sorgen, auch dank des robusten Konjunkturmfelds.

STAATSANLEIHEN	Pazifikraum ohne Japan	+	Diese Region ist attraktiv bewertet und sollte von dem sich fortlaufend bessernden Welthandel profitieren.
	Schwellenländer	++	Wir erwarten, dass die Schwellenländer ein höheres Gewinnwachstum verzeichnen werden als andere Regionen. Dies verdankt sich der besseren globalen Nachfrage und dem zunehmenden Handel zwischen den Schwellenländern.
IG-ANLEIHEN	USA	-	Staatsanleihen sind nach wie vor hoch bewertet. Grund ist die Kombination aus teurer Laufzeitprämie, einem deutlich höheren Angebot, geringen Inflationserwartungen, fiskalischen Anreizen und der restriktiveren Geldpolitik der US-Notenbank Fed.
	GB	0	Die Bank of England schlägt harsche Töne an, die sie aber nicht zwangsläufig in die Tat umsetzen wird. Angesichts uneinheitlicher Daten und der Ungewissheit in Bezug auf den Brexit bleiben wir neutral.
	Deutschland	-	Die Wirtschaftsdaten sind weiterhin stark, was die Europäische Zentralbank unter Druck setzt, ihre geldpolitischen Anreize zu verringern. Die quantitative Lockerung dürfte im September zu einem Ende kommen.
	Japan	0	Weiterhin neutral, da die Bank of Japan ihre expansive Geldpolitik konsequent fortsetzt und die Renditen kontrolliert.
	Inflations-gebundene US-Anleihen	+	Die Bewertungen sehen nach wie vor attraktiv aus, außerdem sollte die Inflation (langsam) anziehen. Dies bestärkt uns in unserer Entscheidung, an unserer positiven Einstellung festzuhalten.
	Schwellenländer-anleihen in Lokalwährung	+	Während sich der zyklische Rückenwind durch eine fallende Inflation und die Zinssenkungen der Zentralbanken seinem Ende nähert, bleibt die Laufzeitprämie innerhalb der Renditekurven weiterhin attraktiv.
	USA	-	Wir bleiben angesichts der hohen Bewertungen und einer höheren Verschuldung vorsichtig; dies ist eine gefährliche Kombination, da wir in den kommenden Monaten mit einem Inflationsanstieg rechnen.
HOCHZINS-ANLEIHEN	Europa	-	Unser Ausblick bleibt unverändert. Das Risiko-Ertrags-Profil ist angesichts weiterhin enger Spreads unvermindert negativ.
	Schwellenländer USD	0	Wir halten an einer neutralen Einschätzung fest, da sich die Fundamentaldaten verbessern und ein günstiges makroökonomisches Umfeld herrscht.
	USA	+	Trotz der hohen Verschuldung dürfte sich das makroökonomische Umfeld mit niedrigen Ausfallquoten weiterhin positiv auf das Gewinnwachstum auswirken. US-Hochzinsanleihen sind auch unser bevorzugter Carry Trade.
ROHSTOFFE	Europa	0	Obwohl sich die wirtschaftliche Dynamik in der Region beschleunigt hat und sich die Bewertungen zuletzt verbessert haben, sind sie weiterhin unspektakulär. Daher bleiben wir neutral.
	Energie	+	Wir gehen davon aus, dass sich dies angesichts einer fortgesetzten Normalisierung der Lagerbestände verbessern wird. Das größte Risiko besteht darin, dass die OPEC ihren Ausstieg aus der Produktionsdrosselung nicht effektiv vollzieht.
	Gold	-	Unserer Meinung nach dürften sich die Realzinsen in einer engen Spanne bewegen. Allerdings erachten wir die Goldpreise in Relation zu den Realzinsen und der Positionierung im Sektor als ausgereizt.
	Industriemetalle	0	Basismetalle waren in den zurückliegenden zwölf Monaten die Glanzlichter in Sachen Wertentwicklung. Die Auswirkungen der Angebotsreformen und ein robuster Zyklus im verarbeitenden Gewerbe haben die Preise gestützt.
	Landwirtschaft	0	Angesichts weiterhin niedriger Preise können wir derzeit kaum Auslöser für eine Erholung erkennen.

WÄHRUNGEN

USD	--	Wir stehen dem US-Dollar weiterhin negativ gegenüber, da die positiven Faktoren für den Dollar eingepreist sein dürften und sich das Wachstum in anderen Regionen beschleunigt.
GBP	0	Unsere Einschätzung bleibt trotz schlechterer Fundamentaldaten neutral, da wir glauben, dass die Währung in erster Linie von Brexit-bezogenen Nachrichten beeinflusst wird.
EUR	+	Es bleibt bei unserer positiven Einschätzung, da wir davon ausgehen, dass die Eurozone in puncto Aufschwung und Geldpolitik weiter gegenüber den USA aufholen wird.
JPY	0	Aufgrund der günstigen Bewertung und extremen Short-Positionierung in Verbindung mit sich allmählich abzeichnenden geldpolitischen Änderungen bei der Bank of Japan bleiben wir neutral eingestellt.
CHF	0	Angesichts der anhaltenden Konjunkturverbesserung und einer Reduzierung des politischen Risikos in Europa gehen wir weiterhin von selteneren Maßnahmen seitens der Schweizerischen Nationalbank aus.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Maßstab für zukünftige Ergebnisse und lässt sich möglicherweise nicht wiederholen. Der Wert der Anlagen und der damit erzielten Erträge kann sowohl steigen als auch fallen. Anleger erhalten den ursprünglich investierten Betrag unter Umständen nicht zurück.

Quelle: Schroders, Februar 2018. Die Einschätzungen zu Aktien, Staatsanleihen und Rohstoffen basieren auf Renditen relativ zu Barmitteln in Lokalwährung. Die Einschätzungen zu Unternehmens- und Hochzinsanleihen basieren auf den Spreads (mit Durationsabsicherung). Die Einschätzungen zu Währungen stehen im Bezug zum US-Dollar. Der US-Dollar selbst wird an einem handelsgewichteten Währungskorb gemessen.

 schroders.com

 [@schroders](https://twitter.com/schroders)

Wichtige Hinweise: Nur für professionelle Anleger und Finanzberater. 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. 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.