

Anlagekommentar

Oktober 2017

- Asset Allokation: Ausgewogene Positionierung
- Makroökonomisches Umfeld: Positive Wachstumsindikatoren
- Anleihen: Zinsanstieg erwartet
- Aktien: Zyklische Märkte bevorzugt
- Alternative Anlagen: Gold sorgt für Stabilität
- Währungen: Zinsdifferenz spricht für den US Dollar

Asset Allokation

Ausgewogene Positionierung

Die Renditen, welche in den ersten neun Monaten dieses Jahres an den Finanzmärkten erzielt werden konnten, haben uns und wahrscheinlich die meisten Investoren positiv überrascht. Zur überdurchschnittlichen Performance eines gemischten Portfolios haben erstaunlicherweise auch Anleihen – mit der Ausnahme von Staatsanleihen bester Qualität – einen bedeutenden Beitrag geleistet. Die stärksten Zuwächse aber verzeichneten einmal mehr die Aktienmärkte. Wir halten an einer ausgewogenen, leicht zyklischen Positionierung fest.

Bei europäischen Parlaments- und Präsidentschaftswahlen machten etablierte Parteien das Rennen, während Populisten unter den Erwartungen abschnitten. Einzig in Deutschland schnitt die rechtspopulistische AfD besser als allgemein erwartet ab. Die wahrscheinliche Koalition dreier etablierter Parteien und die erneute Kanzlerschaft Merkels sollte aber für eine gewisse Stabilität und Berechenbarkeit der Deutschen Politik sorgen. In den nächsten Monaten stehen weitere Wahlen an, und die politische Agenda bedarf ungebrochener Aufmerksamkeit.

Wir bleiben angesichts der positiven Konjunkturindikatoren bei Anleihen untergewichtet und fokussieren uns auf Unternehmensanleihen mit kurzen bis mittleren Laufzeiten. Als Beimischung halten wir risikoreichere Papiere im High Yield und Schwellenländersegment für opportun.

Die Aktienquote, welche wir Ende Mai reduziert haben, bleibt nahe unserer strategischen Quote. Weitere Kursgewinne sind angesichts der Wirtschaftsdynamik und der erzielten Gewinnwachstumsraten möglich, doch ist mit der Rallye auch die Fallhöhe bei einer möglichen Korrektur gestiegen. Ein regionaler Mix aus Industrie- und Schwellenländern sorgt für die notwendige Diversifikation.

Bei Rohstoffen bleiben wir an der Seitenlinie, mit der Ausnahme von Gold, welches uns als Absicherung für unerwartete Schocks dient. Im Hedge Fund Bereich halten wir unser Exposure gegenüber diversifizierten Multistrategieprodukten konstant.

Unsere Präferenz gilt trotz zwischenzeitlicher Schwäche weiterhin dem US Dollar. Die bestehende und sich wahrscheinlich noch weiter ausweitende Zinsdifferenz spricht mittelfristig für den Greenback und vor allem gegen den japanischen Yen und den Euro.

Asset Allokation	-	N	+
Liquidität			
Anleihen			
Aktien			
Alternative			

Anleihen

Duration			
Staatsanleihen			
Unternehmensanleihen			
High Yield			
Schwellenländer			
Inflationsgeschützte Anleihen			

Aktien

Entwickelte Märkte			
Schwellenländer			

Alternative

Fund of Hedge-Funds			
Edelmetalle			
übrige Rohstoffe			

Währungen

CHF			
EUR			
GBP			
USD			
JPY			
Schwellenländer			

Makroökonomisches Umfeld

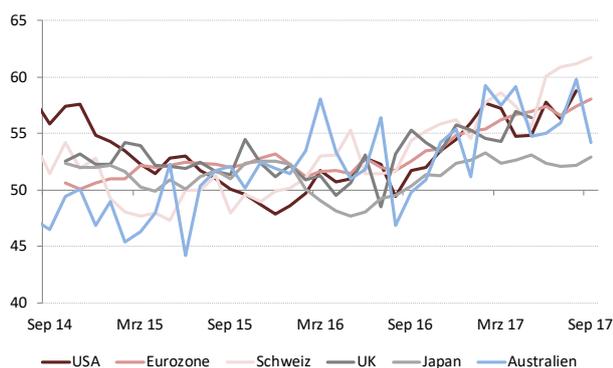
Positive Wachstumsindikatoren

Die globalen Wachstumsaussichten haben sich im 3. Quartal noch einmal verbessert. Dank anhaltend tiefer Teuerung werden die Notenbanken nicht zu drastischen Bremsmanövern gezwungen. Auch wenn die amerikanische Fed im laufenden Quartal damit beginnen wird, ihre Bilanz leicht zu reduzieren, wird dank der weiterhin expansiven Politik der europäischen und japanischen Währungshüter der geldpolitische Stimulus fortgesetzt.

Wachstum in allen Regionen und Sektoren

Neben dem Gleichlauf von Industrie und Dienstleistungsgewerbe scheinen sich auch die regionalen Konjunkturzyklen weiter anzugleichen. War Europa nach Bewältigung der Finanz- und Wirtschaftskrise lange das Problemkind, tragen die Bemühungen von Politik und Notenbank jetzt deutlich Früchte. Die Wachstumsindikatoren stehen auf oder nahe an Rekordständen, und die in einzelnen Ländern noch immer sehr hohe Arbeitslosenquote sinkt deutlich. Auch ein gestiegener Euro-Wechselkurs konnte die Dynamik bisher nicht nachhaltig schädigen.

Einkaufsmanagerindizes verarbeitendes Gewerbe



Quelle: Bloomberg

Während sich die Wachstumsraten in den Vereinigten Staaten seit geraumer Zeit bei rund 2% bewegen, sind diese für die Eurozone auf ähnliche Werte gestiegen. Positiv überraschen konnte auch Japan mit einem annualisierten Quartalswachstum von 2.5%.

Uneinheitliche Schwellenländer

Die Wirtschaftszyklen der wichtigsten Schwellenländer unterscheiden sich deutlicher. Brasilien konnte im zweiten Quartal erstmals seit 3 Jahren wieder positive Wachstumsraten gegenüber dem Vorjahr vermelden. Das einstige Vorzeigeland – mit Vorkrisen-Wachstumsraten von über 6%, leidet aber weiterhin unter der korrupten Politikergarde, welche ohne Unterstützung der Bevölkerung kaum tiefgreifende Reformen durchsetzen kann. Chinas Behörden bereiten sich derzeit auf den anstehenden Parteikongress vor und versuchen, mit einer bedachten Mischung aus restriktiver Geldpolitik und expansiver Fiskalpolitik die Wirtschaft, die Märkte und somit auch die Bevölkerung bei Laune zu halten. Nach der letztjährigen Demonetarisierung hat Indien mit der grössten Steuerreform seit seiner Unabhängigkeit einen weiteres Grossprojekt umgesetzt. Obwohl die Umstellung auf landesweit einheitliche Umsatzsteuersätze das Wachstum kurzfristig hemmt, dürfte die gewonnene Effizienz dem Land mittelfristig zu höherem Wachstum verhelfen.

US-Inflation wird ansteigen

Trotz Vollbeschäftigung liegt die Teuerung in den USA weiterhin unter den angestrebten 2%. Wir erwarten aufgrund der angespannten Lage am Arbeitsmarkt einen steigenden Druck auf die Löhne, so dass die US Notenbank die Zinsen mehr als vom Markt antizipiert anheben wird müssen. Allerdings wird der Anstieg mit Bedacht erfolgen. Sollten sich die Wachstumsaussichten eintrüben, wird die Fed reagieren. Noch keinen nennenswerten Teuerungsdruck hingegen erwarten wir in der Eurozone, auch weil der Euro über die letzten Monate stark aufgewertet hat. In Japan wird die Notenbank in absehbarer Zukunft die geldpolitischen Zügel nicht anziehen. Denn nichts würde das bisher erreichte mehr belasten als ein zu frühes resp. zu starkes Drehen an der Zinsschraube. Der globale zyklische Aufschwung wird demnach weitergehen.

Anleihen

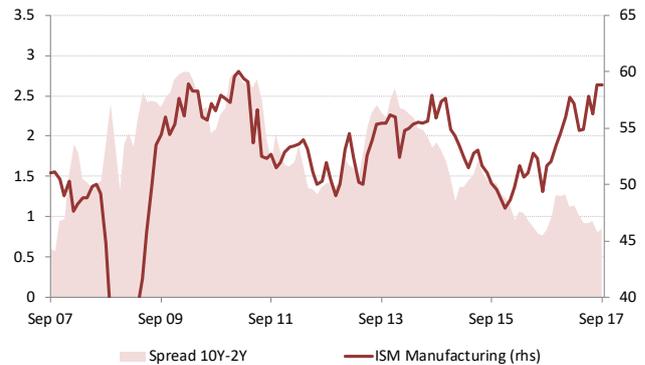
Zinsanstieg erwartet

Die Kommunikation der Fed lässt eine weitere Erhöhung der Leitzinsen im Dezember dieses Jahres erwarten. Die Märkte reagierten entsprechend, glauben aber nach wie vor nicht wirklich an eine Fortsetzung des Zinserhöhungszyklus über die kurze Frist hinaus. Dies dürfte mit dafür verantwortlich sein, dass die Zinsen für 10-jährige US Staatsanleihen tiefer notieren als zu Jahresbeginn. Wir gehen von tendenziell steigenden Zinsen über das gesamte Laufzeitenspektrum aus und raten zu einer entsprechenden Positionierung.

Zinskurve ist zu flach

Janet Yellen beurteilt den gegenwertigen Konjunkturzyklus als robust und selbsttragend, so dass die Wirtschaftsakteure mit steigenden Leitzinsen zu recht kommen werden. Wir teilen diese Ansicht, ist der zyklische Aufschwung doch regional breit abgesichert und wird sowohl von der Industrie als auch vom Dienstleistungssektor getragen. Der Wille zu einer fortgesetzten Normalisierung entspringt sicherlich auch dem Wunsch, die nächste Rezession mit Zinssenkungen bekämpfen zu können. Andererseits spricht auch die erneute Offensive der Trump Administration bezüglich einer möglichen Steuerreform für die Möglichkeit oder gar die Notwendigkeit, den Fuss vom geldpolitischen Gaspedal zu nehmen. Dass die US Notenbank – parallel zu den Zinserhöhungen – mit dem Abbau ihrer Bilanz beginnt, verstärkt den Trend zu höheren Zinsen, auch wenn die monatlichen Reduktionen zu klein sind, um selbst einen stärkeren Effekt am Zinsmarkt zu provozieren. Unserem Szenario einer Verschiebung der Zinskurve nach oben messen wir unverändert die höchste Wahrscheinlichkeit bei. Zudem scheint die Zinskurve im aktuellen Umfeld zu flach. Daher empfehlen wir weiterhin ein Anleihen-Untergewicht, meiden lange Laufzeiten und sehen von Investitionen in Anleihen in tiefverzinsten europäischen Währungen grösstenteils ab.

USA: Konjunkturindikator und Zinskurve



Quelle: Bloomberg

Kreditrisiken vor Durationsrisiken

Wir sehen keinen Grund, unsere Präferenz für Kreditrisiken gegenüber Zinsänderungsrisiken zu verändern. Das heisst, dass wir an unserer Übergewichtung von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen festhalten, trotz der mittlerweile stattlichen Bewertung resp. den rekordtiefen Kreditaufschlägen. Grund sind die sehr geringen Ausfallquoten, welche gemäss den laufend publizierten Konjunkturindikatoren auch in absehbarer Zukunft nicht stark ansteigen sollten. Daher halten wir auch an unseren Positionen im High Yield und Schwellenländerbereich fest und mischen diese weiterhin als zusätzliche Renditekomponente dem Portfolio bei.

Spreads von High Yield und Emerging Market Anleihen



Quelle: Bloomberg

Aktien

Zyklische Märkte bevorzugt

Über die letzten 12 Monate haben die Aktienmärkte der Eurozone und Japan überdurchschnittliche Erträge abgeworfen. Angesichts des zyklischen Aufschwunges, welchen wir seit einigen Quartalen erleben, keine Überraschung. Einerseits spricht die Sektorallokation für eine entsprechende Überrendite, andererseits sind diese Länder für ihre tendenziell hohen Fixkosten bekannt. Durch den operativen Hebel können die Unternehmen ihre Gewinne dank steigender Umsätze überdurchschnittlich erhöhen. Wir erwarten eine Fortsetzung dieses Trends und bleiben entsprechend positioniert.

Zyklischer mit Potenzial

Die Steilheit der Zinskurve ist ein hilfreicher Indikator zur Gewichtung von sogenannten zyklischen und defensiven Sektoren. Eine steile respektive steiler werdende Zinskurve, gemessen an der Differenz von Staatsanleihen mit langer und solcher mit kurzer Laufzeit, gilt als Indiz eines zyklischen Konjunkturaufschwungs, was in der Regel zu einer Höherbewertung zyklischer Aktien führt. Trotz des europäischen Wirtschaftsbooms und der etwas steiler gewordenen Zinsstrukturkurve handeln zyklische Aktien noch immer mit einem deutlichen Abschlag, unserer Meinung nach zu unrecht. Folglich präferieren wir Unternehmen, deren Gewinne sensibler auf das Wirtschaftswachstum reagieren.

Aktienbewertung und Zinskurve in Europa



Quelle: Bloomberg

Themeninvestments zahlen sich aus

Wir haben uns Ende letzten Jahres dazu entschieden, ausserhalb der klassischen Raster aus Regionen und Sektoren in so genannte Megatrends zu investieren, von welchen wir uns eine Outperformance gegenüber dem breiten Markt erwarten. Die Entwicklung der ersten neun Monate ist erfreulich, haben sich doch alle von uns ausgewählten Produkte sehr positiv entwickelt. Wir halten an den Anlagen fest.

Themen-Investments seit Jahresbeginn (indexiert)



Quelle: Bloomberg

Schwellenländer: Aktive Verwaltung

Innerhalb der Schwellenländer bleibt der asiatische Markt das Mass aller Dinge. Nicht zuletzt dank des Erfolgs führender Technologieunternehmen aus China, Korea und Taiwan können sich die lokalen Indizes besser entwickeln als ihre Pendanten in Lateinamerika oder Osteuropa. Gerade in den noch weniger entwickelten Regionen respektive Finanzmärkten erwarten wir einen deutlichen Mehrwert aktiv verwalteter Fonds. Eine entsprechende Due Diligence vorausgesetzt kann die Selektion eines auf Schwellenländer spezialisierten Fondsmanagers im Vergleich zu einem passiven Investmentvehikel die bessere Wahl sein. Die vermeintlich höheren Kosten können durch geschickte Allokation und Titelselektion des Managers mehr als wettgemacht werden.

Alternative Anlagen

Gold sorgt für Stabilität

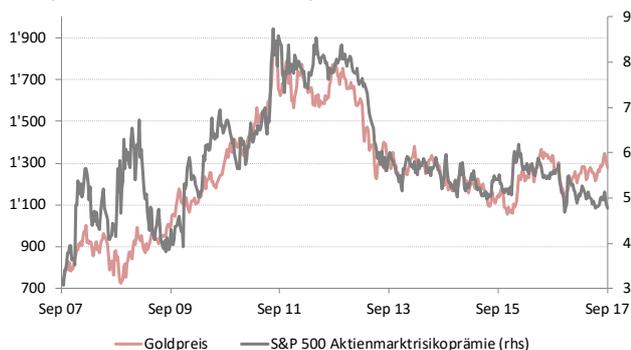
Gold bleibt unsere bevorzugte Anlage im Rohstoffsektor. Energiepreise sind zu volatil und das mittelfristige Upsidepotenzial scheint aufgrund der Dynamik der Frackingindustrie limitiert. Wir bleiben somit an der Seitenlinie. Industriemetalle konnten stark vom zyklischen Aufschwung in China profitieren, die erzielten Kursgewinne scheinen aber nicht nachhaltig.

Hedge Funds können nach zwei ernüchternden Jahren endlich wieder erfreuliche Kursverläufe rapportieren. Wir halten an unseren Kernanlagen im Bereich Multistrategie fest, welche ihre Krisenresistenz und somit ihren Nutzen im Portfoliokontext in der Vergangenheit bewiesen haben.

Edelmetalle als Lichtblick

In unseren Portfolios halten wir Gold als strategische Allokation, sehen aber aufgrund unzureichender risikoadjustierter Ertragserwartungen von weiteren langfristigen Rohstoffinvestitionen ab. Auch für Edelmetallanlagen erwarten wir keinen überdurchschnittlichen Renditebeitrag. Das Exposure steht viel mehr als stabilisierende Komponente in Zeiten erhöhter Unsicherheit. Sind Investoren verängstigt und verlangen höhere Risikoprämien, kann Gold das Rendite-Risiko-Verhältnis des Portfolios deutlich verbessern. Die Edelmetallquote sollte aufgrund der fehlenden Renditefantasie der Anlage selbst das Portfolio aber keinesfalls dominieren.

Goldpreis und Aktienmarktrisikoprämie

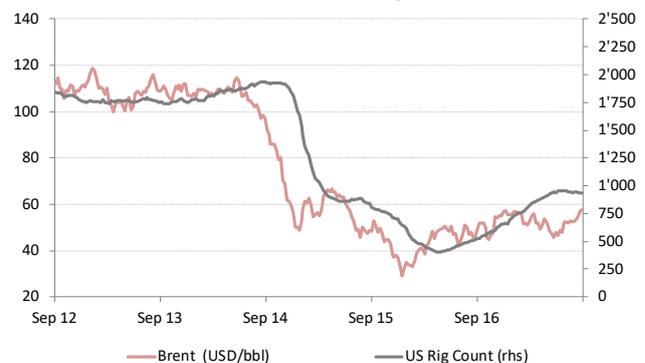


Quelle: Bloomberg

Volatiler Ölpreis

Positive und negative Schlagzeilen zum Ölpreis halten sich die Waage. So ist es erfreulich, dass die beschlossenen Massnahmen der OPEC zu fallenden Lagerbeständen führen. Andererseits ist die Umsetzung der Beschlüsse in einzelnen Ländern unbefriedigend. Sowieso wird es immer deutlicher, dass die einst so mächtige OPEC die Preissetzungsmacht an die US Schieferölindustrie verloren hat. Der enorme technologische Fortschritt führt dazu, dass die sogenannten Fracker innert weniger Wochen auf gestiegene Preise reagieren und ihre Förderung entsprechend erhöhen können. Gemäss Branchenbeobachtern liegen die Förderkosten der Schieferindustrie bei rund 50 US Dollar pro Fass. Es überrascht daher wenig, dass der Ölpreis seit nunmehr 2 Jahren in einem recht engen Range rund um 50 US Dollar handelt. Wir haben keinen Grund, eine grössere Abweichung in die eine oder andere Richtung zu erwarten und sehen dementsprechend von einer Investition ab.

Anzahl Borflöcher in den USA und der Ölpreis



Quelle: Bloomberg

Hedge Funds Industrie atmet auf

Steigende Aktienpreise dürften der Hauptgrund für die erfreuliche Performance der Hedge Funds Industrie sein. Die Korrelation gegenüber Aktien ist kontinuierlich gestiegen, auch wenn das Gros der Manager suggeriert, unabhängig von traditionellen Anlageklassen positive Renditen erzielen zu können. Die jüngste Vergangenheit dürfte diese These für einige Zeit vom Tisch wischen. Wir halten an unseren breit diversifizierten Multistrategieprodukten fest.

Währungen

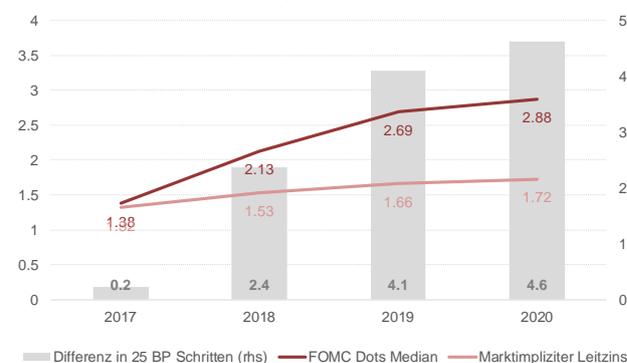
Zinsdifferenz spricht für den US Dollar

Gemäss den Aussagen der Fed Vorsitzenden Janet Yellen muss mit einer weiteren Zinsanhebung der US Notenbank im Dezember gerechnet werden. Im Gegensatz zu den von der Fed in Aussicht gestellten Leitzinsen erwarten die Marktteilnehmer einen weniger restriktiven Kurs. Wir folgen der Argumentation der Notenbank und sind der Meinung, dass der Markt den Erhöhungszyklus der Fed unterschätzt und gleichzeitig zu optimistisch betreffend einer restriktiveren Politik seitens der EZB ist. Daher erachten wir einen stärkeren US Dollar über die nächsten Monate als das wahrscheinlichste Szenario, vor allem gegenüber dem Euro und dem Yen.

Fed Dots vs. Markterwartungen

Während das Gros der Marktteilnehmer die wahrscheinliche Zinserhöhung vom kommenden Dezember mittlerweile eingepreist hat, bestehen weiterhin massive Unterschiede im mittelfristigen Zinsausblick der Notenbank auf der einen und der Investorengemeinde auf der anderen Seite. Während die Fed mit einem Leitzins per Ende 2018 von über 2% rechnet, erwarten die Anleger nur gut 1.5%. Noch eklatanter ist die Diskrepanz bezüglich der Zinserwartungen für 2019. Die Notenbank schätzt den Zins um 1% höher, verglichen mit den Erwartungen der Investoren. Während der Markt also eine einzige Zinserhöhung über 25 Basispunkte für die Jahre 2018 und 2019 insgesamt erwartet, liegt die Projektion der Fed bei deren 5. Für uns scheint damit klar, dass die Notenbank eigentlich nur restriktiv überraschen kann. Ihrer Argumentation, dass die vorherrschende Vollbeschäftigung zu steigenden Löhnen und somit zu einer generellen Preissteigerung führen wird, folgen wir, auch wenn strukturelle Änderungen – Stichwort Automatisierung – die Lohninflation etwas dämpfen sollte. Eine sich weiter zu Gunsten dem US Dollar ausweitende Zinsdifferenz sollte dem zuletzt schwächeren Greenback Auftrieb verleihen. Wir bleiben im Dollar folglich Übergewichtet.

Fed Dots und Markterwartung



Quelle: Bloomberg

Bank of England unter Druck

Die expansive Geldpolitik der Bank of England und die Abwertung des Britischen Pfund haben zu einer stark steigenden Inflation im Vereinigten Königreich geführt. Trotz der vorherrschenden Unsicherheit bezüglich dem EU-Austritt – die Verhandlungen kommen nur träge voran – sieht sich die Notenbank zum baldigen Handeln gezwungen. Die Aussicht auf eine Zinserhöhung hat dem Pfund jüngst etwas Rückenwind verliehen. Für ein grösseres Exposure müssen zuerst die Austrittsbedingungen mit der EU geklärt sein. Dass Premierministerin May die Unterstützung ihrer eigenen Partei mehr und mehr zu verlieren scheint, stärkt ihre Handlungsposition nicht wirklich. Wir erachten eine gegenüber der langfristigen Strategie neutrale Positionierung aktuell als angemessen.

UK: Inflation und Leitzins



Quelle: Bloomberg

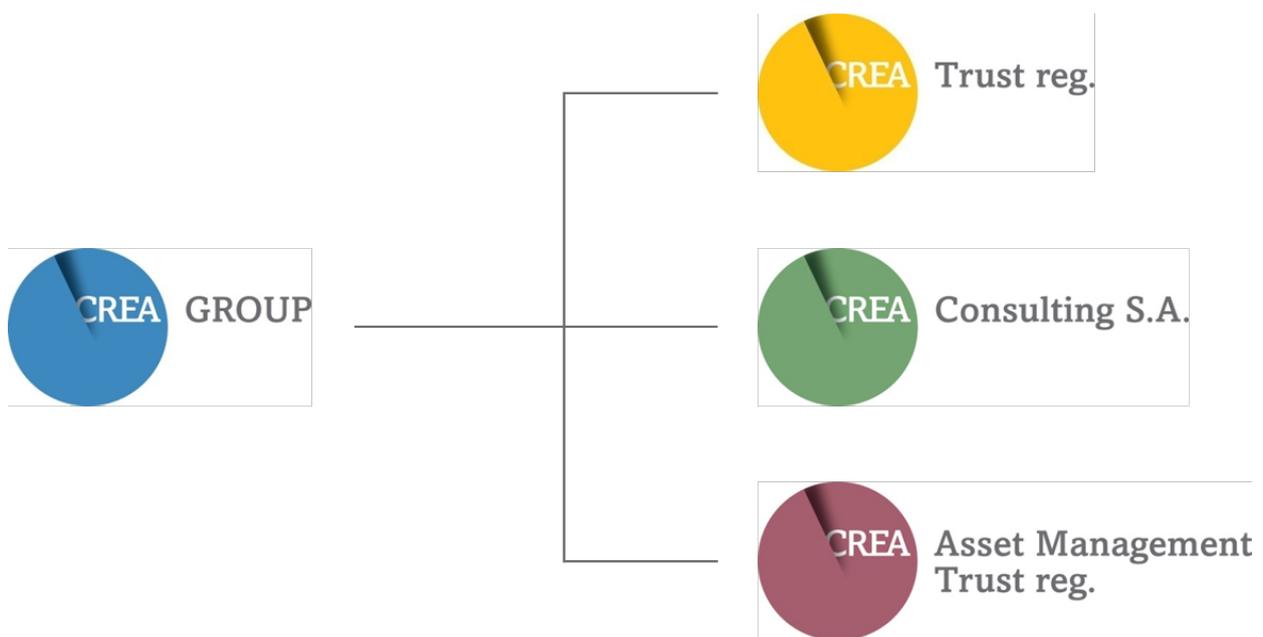
Märkte im Überblick

Anleihen	Benchmark	Währung	Indexstand per 30.09.2017	Performance seit 31.12.2016
Staatsanleihen CHF	Bloomberg Barclays Switzerland Gov 3-5	CHF	204.82	-0.8%
Staatsanleihen EUR (D)	Bloomberg Barclays Germany Gov 3-5	EUR	352.23	-0.7%
Staatsanleihen GBP	Bloomberg Barclays UK Gov 3-5	GBP	464.62	-0.4%
Staatsanleihen USD	Bloomberg Barclays US Gov 3-5	USD	346.45	1.6%
Unternehmensanleihen CHF	Bloomberg Barclays Swiss Franc Agg Corp 3-5	CHF	137.86	0.0%
Unternehmensanleihen EUR	Bloomberg Barclays Euro Agg Corp 3-5	EUR	239.82	1.4%
Unternehmensanleihen GBP	Bloomberg Barclays Sterling Corp 3-5	GBP	264.83	2.2%
Unternehmensanleihen USD	Bloomberg Barclays US Corp 3-5	USD	252.61	3.4%
Schwellenländeranleihen LC	Bloomberg Barclays EM Hard Currency Agg	USD-H	381.61	7.3%
High Yield Anleihen	Bloomberg Barclays Global High Yield	USD-H	465.42	7.7%
Inflation-Linked global	Bloomberg Barclays Global Govt Inflation Linked	USD-H	257.59	1.4%
Aktien				
Aktien Schweiz	MSCI Daily TR Net Switzerland	CHF	2'630.51	14.6%
Aktien Eurozone	MSCI Daily TR Net EMU	EUR	361.96	13.2%
Aktien UK	MSCI Daily TR Net UK	GBP	11'171.67	6.5%
Aktien USA	MSCI Daily TR Net USA	USD	6'590.64	13.9%
Aktien Japan	MSCI Daily TR Net Japan	JPY	1'884.57	10.3%
Aktien Pazifik ex Japan	MSCI Daily TR Net Pacific Ex Japan	USD	5'964.19	17.6%
Aktien Schwellenländer	MSCI Daily TR Net Emerging Markets	USD	485.36	27.8%
Alternative				
Rohstoffe	BBG Commodity Index TR	USD	171.86	-2.9%
Hedge Funds	HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'255.33	4.3%
Private Equity	LPX50 Listed PE USD TR	USD	2'597.29	24.0%
Zinsen				
3 M Libor CHF	ICE LIBOR CHF 3 Month	CHF	-0.73	0.00
Eidgenossen 10 Jahre	Switzerland Govt Bonds 10 Year	CHF	-0.02	0.17
3 M Euribor	Euribor 3 Month ACT/360	EUR	-0.33	-0.01
Bundesanleihen 10 Jahre	Germany Generic Govt 10Y Yield	EUR	0.46	0.26
3 M Libor GBP	ICE LIBOR GBP 3 Month	GBP	0.34	-0.03
Gilts 10 Jahre	UK Generic Govt 10Y Yield	GBP	1.37	0.13
3 M Libor USD	ICE LIBOR USD 3 Month	USD	1.33	0.34
Treasuries 10 Jahre	US Generic Govt 10 Year Yield	USD	2.33	-0.11
Währungspaare				
EUR vs. CHF	EUR-CHF		1.144	6.7%
USD vs. CHF	USD-CHF		0.968	-5.0%
GBP vs. USD	GBP-USD		1.340	8.6%
EUR vs. USD	EUR-USD		1.181	12.3%
USD vs. JPY	USD-JPY		112.510	-3.8%
USD vs. CNY	USD-CNY		6.653	-4.2%

Quelle: Bloomberg

CREA Asset Management Trust reg.

A company of CREA GROUP



Diese Publikation wurde von der CREA Asset Management Trust reg. aufgrund von öffentlich zugänglichen Informationen, intern erarbeiteten Daten sowie anderen unseres Erachtens verlässlichen Informationen erstellt. Dem Anleger muss bewusst sein, dass die abgegebenen Informationen und Empfehlungen der CREA Asset Management sich in Anbetracht einer Veränderung des wirtschaftlichen Umfelds jederzeit verändern können. Diese Publikation darf nicht ohne Zustimmung der CREA Asset Management direkt oder indirekt an Bürger oder Einwohner von Kanada, den Vereinigten Staaten, Grossbritannien oder andere Ländern, in denen der Vertrieb durch das Gesetz eingeschränkt ist, weitergegeben werden.

This publication has been drawn up by CREA Asset Management Trust reg. on the basis of information in the public domain, internally-developed data as well as sources of information which we consider reliable. Nevertheless, no warranty can be accepted for its accuracy, precision, comprehensiveness or topicality. Investors need to be aware that information and recommendations provided by CREA Asset Management may be altered at any time as a consequence of a change in the economic environment. Without the consent of CREA Asset Management, this publication may not be distributed directly or indirectly to citizens or residents of Canada, the United States, Great Britain or other countries in which distribution is restricted by law. This publication has been drawn up solely for information purposes, and does not contain any recommendations, solicitations or offers to buy or to sell any possible currency, security or other financial product.