

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (Juli 2018)

Freitag, 07/13/2018

Unterdessen ist das Wachstum der Wirtschaft und der Gewinne je Aktie insgesamt recht solide, und es wird erwartet, dass dies auch so bleibt. Wahrscheinlich wird es nicht so stark sein, wie wir zu Beginn des Jahres erwartet hatten, aber immer noch robust genug, um die Aktienmärkte zu unterstützen.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Hartwig Kos

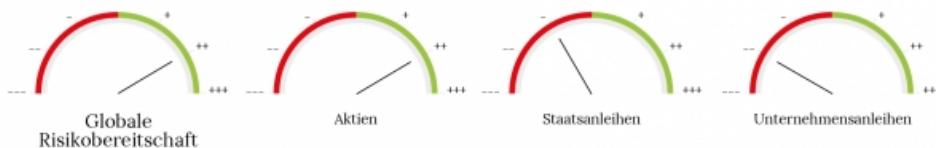


Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- Aufgrund der niedrigen Renditen in den Industrieländern verharren die langfristigen US-Zinsen, gemessen an den wirtschaftlichen Aussichten der USA in puncto Wachstum, Inflation und Haushaltsdefizit auf ungewöhnlich niedrigen Niveaus.
- Die schwächere Wachstumsdynamik in Europa und Japan könnte sich im Nachhinein als Segen herausstellen.
- In den Schwellenländern schwächt sich die Wachstumsdynamik auf breiter Linie ab.



Für ein paar Dollar mehr

Die Spannung ist mittlerweile greifbar, da die Unsicherheit über die wirtschaftlichen Aussichten in den Schwellenländern und in geringerem Umfang auch in Europa und Japan zugenommen hat. Die Position dieser Länder in der Schusslinie von Sheriff Trump beunruhigt die Anleger, und es ist schwer abzuschätzen, wie gut ihre Wirtschaft den potenziellen Auswirkungen auf den Handel standhalten kann. Deshalb belasten diese Bedenken die Stimmung weiter.

Unterdessen ist das Wachstum der Wirtschaft und der Gewinne je Aktie insgesamt recht solide, und es wird erwartet, dass dies auch so bleibt. Wahrscheinlich wird es nicht so stark sein, wie wir zu Beginn des Jahres erwartet hatten, aber immer noch robust genug, um die Aktienmärkte zu unterstützen. Die Anleger sollten mittlerweile aber auch erkannt haben, dass die massive Inflation, von der man befürchtet hatte, sie werde die Zinssätze stark in die Höhe treiben und möglicherweise zu einem Einbruch der Anleihenkurse sowie einiger teurer oder überzogener Bewertungen von Risikoanlagen führen, nicht wirklich eingetreten ist. Die Inflation schnellt nicht in die Höhe, die Zinserhöhungen der US-Notenbank (Fed) wurden für die nächsten sechs Monate klar abgesteckt, und die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of Japan (BoJ) zerschlugen die Erwartungen einer signifikanten geldpolitischen Straffung in der nächsten Zeit.

Die Musik ist also noch nicht ganz verstummt: Aufgrund der niedrigen Renditen in den übrigen Industrieländern verharren die langfristigen US-Zinsen, gemessen an den wirtschaftlichen Aussichten der USA in puncto Wachstum, Inflation und Haushaltsdefizit auf ungewöhnlich niedrigen Niveaus. Und wie üblich profitieren die USA am meisten von diesem Szenario des starken – und etwas isolierten – Wirtschaftswachstums im Inland und der niedrigen Zinssätze in den Industrieländern.

Wie Schatzjäger glauben wir an diesem Punkt, dass sich der Mut, mit einer leichten Anhebung unserer Risikobereitschaft von den verbesserten Aktienrisikoprämien zu profitieren, künftig auszahlen wird. Mut muss nicht unbedingt mit Genie oder Kühnheit verbunden sein: Deshalb werden wir ganz langweilig auf der ganzen Linie und ohne sektorelle Schwerpunkte bei US-Aktien aufstocken. Mit oder ohne Happy End, gewinnt der US-Markt immer.

_Fabrizio Quirighetti

Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick und Ausblick auf die Weltwirtschaft

Angesichts der weltweit schwächeren Wachstumsdynamik in der ersten Hälfte des Jahres 2018 zeigen die USA nach wie vor eine geradezu unverschämte starke Konjunkturdynamik. Während eine schwungvolle Entwicklung in der grössten Volkswirtschaft für den Rest der Welt normalerweise eine gute Nachricht ist, könnte die Stärke der USA jedoch diesmal ein Giftbecher für die Weltwirtschaft sein. Die endogene und selbsterfüllende Kombination aus einer zunehmend besseren Arbeitsmarktlage und Investitionsausgaben, Steuersenkungen und steigenden kurzfristigen Zinsen steht stark im Widerspruch zur wirtschaftlichen Dynamik im Grossteil der restlichen Welt. Diese unterschiedliche Entwicklung hat auch bereits signifikante Schäden angerichtet, vor allem in den Schwellenländern. Der Protektionismus und die Aussicht auf einen möglicherweise gross angelegten Rückzug der USA aus dem Welthandel drohen diesen Trend zu verstärken und könnten Amerika möglicherweise «wieder gross machen» ... auf Kosten der restlichen Welt. Tatsächlich könnten die USA derzeit zur gleichen Zeit, der Gute, der Böse und der Hässliche der Weltwirtschaft sein, je nachdem, ob man die positive Wachstumsdynamik, die schädlichen Auswirkungen ihrer Geldpolitik auf den Rest der Welt oder ihre unkooperative Handelspolitik betrachtet.

Möglicherweise könnte sich die schwächere Wachstumsdynamik in Europa und Japan jedoch im Nachhinein als Segen herausstellen. Zu einer Zeit, in der die Fed fest entschlossen ist, ihre Geldpolitik zu normalisieren, sah sich die EZB angesichts der schwächeren Konjunktur- und Inflationsdynamik in Europa veranlasst, die Besorgnis über eine schnelle geldpolitische Straffung in der Eurozone zu dämpfen, während die Bank of Japan keine Anstalten macht, von ihrer akkommadierenden Haltung abzurücken. Diese Abkopplung vom Zinszyklus der Fed und die Prognosesicherheit, die dies zumindest bis zum Ende des Jahres bietet, könnte, selbst wenn es die Folge der enttäuschenden Konjunkturdaten ist, paradoxe Weise in den kommenden Monaten einen begrüssenswerten Rückenwind für die globalen Wachstumsaussichten darstellen.

Wachstum

«Wie Sie sehen, gibt es in dieser Welt derzeit drei Arten von Volkswirtschaften: eine, die schwungvoll vorankommt (die USA), einige, die sich durchlavieren (Europa, Japan, Ostasien) und andere, die Mühe haben. Schwellenländer mit Aussenhandelsdefiziten stehen unter Druck.»

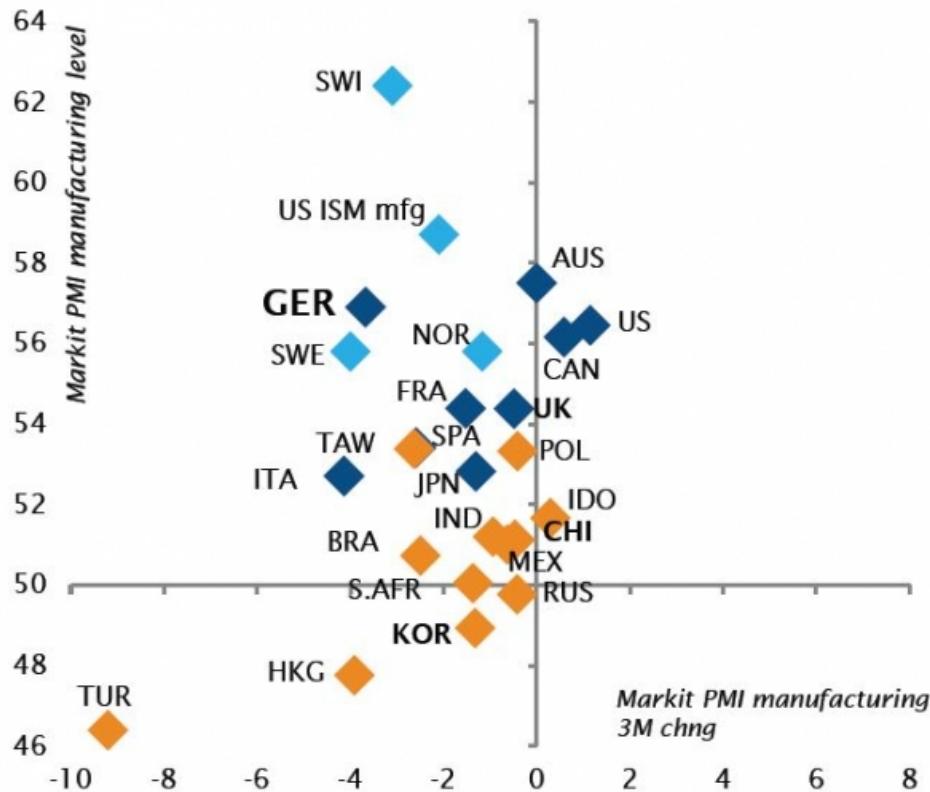
Inflation

«Es gibt zwei Arten von Volkswirtschaften auf der Welt: Die einen haben keine Inflation (die Industriestaaten), während die anderen damit kämpfen (die Schwellenländer).»

Geldpolitische Haltung

«Auf dieser Welt gibt es drei Arten von Zentralbanken: diejenigen, die die Geldpolitik locker halten müssen (EZB, BoJ, SNB ...), diejenigen, die die Zinssätze anheben können (Fed, BoC ...) und diejenigen, die die Zinssätze erhöhen müssen. Mehrere Zentralbanken von Schwellenländern müssen die Zinsen erhöhen.»

Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe



Quelle

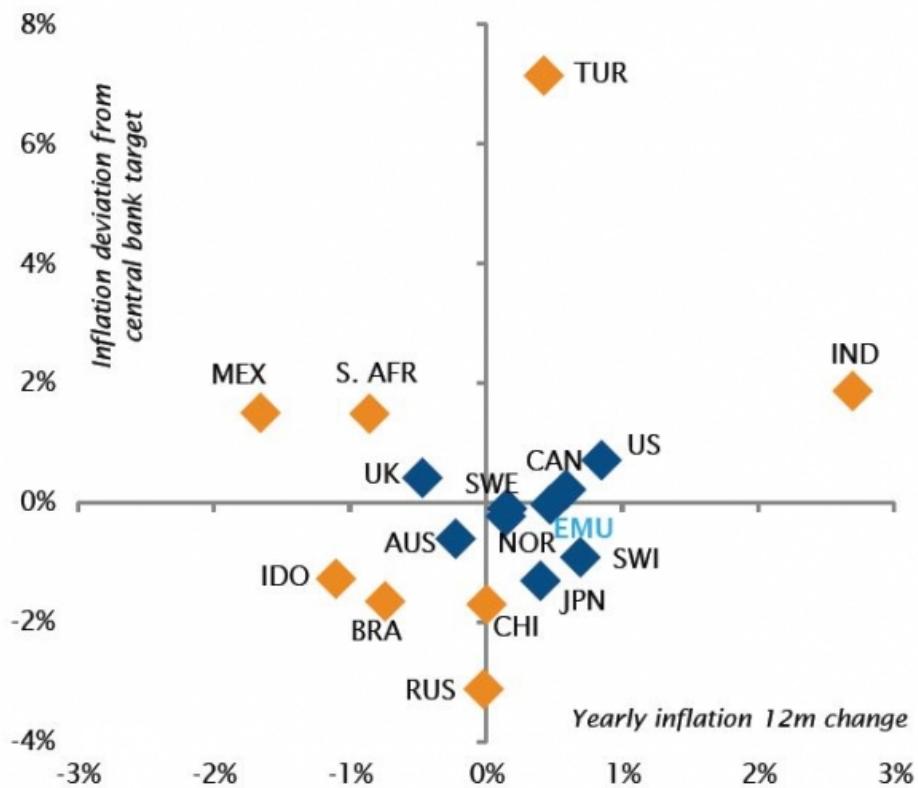
Factset, SYZ Asset Management. Daten per: 14. Jun. 2018

Die USA könnten derzeit zur gleichen Zeit, der Gute, der Böse und der Hässliche der Weltwirtschaft sein.

— Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager



Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank



Quelle

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Daten per: 14. Jun. 2018

Industriestaaten

Es gibt keine Ruhe für die US-Wirtschaft: Sie wächst nach wie vor mit einem ziemlich flotten Tempo und läuft in puncto Konsumausgaben, Unternehmensinvestitionen und Staatsausgaben auf vollen Touren. Zudem könnte die Möglichkeit einer weiteren Steuersenkungsrounde vor den Halbzeitwahlen im November einem potenziellen Nachlassen der Dynamik im 2. Halbjahr nach dem «Zuckerschub» aus dem 1. Halbjahr entgegenwirken. In diesem Zusammenhang war die Botschaft der Fed im Juni eindeutig positiv und klar: Sofern kein bedeutender Abschwung eintritt, wird die Fed auf ihrem Normalisierungskurs bleiben, die kurzfristigen Zinssätze pro Quartal um 25 Basispunkte anheben und ihre Bilanz schrumpfen lassen, wenn die im Zuge der quantitativen Lockerung gekauften Anleihen fällig werden. Wie könnte es auch anders sein, wenn die Zentralbank ihre Prognose für das BIP-Wachstum gerade nach oben korrigiert hat und damit rechnet, dass die Arbeitslosenquote auf den niedrigsten Stand seit mehreren Jahrzehnten fällt, und sich die Inflation endlich knapp über ihrem Ziel von 2% einpendelt?

Auf dieser Seite des Atlantik herrscht mittlerweile ein ähnlicher Grad an Prognosesicherheit im Hinblick auf die geldpolitischen Aussichten. Doch dies ist auch so ungefähr die einzige Gemeinsamkeit mit den USA. Tatsächlich hat sich die Wachstumsdynamik in der Eurozone in der ersten Hälfte des Jahres konstant verlangsamt und der zugrunde liegende Inflationsdruck ist bestenfalls verhalten. Aufgrund der robusten Binnennachfrage wird zwar erwartet, dass sich das Wachstum in den kommenden Monaten stabilisiert. Exportabhängige industrielle Sektoren werden jedoch weiterhin durch die globalen Handelsspannungen und die Zolldrohungen belastet. Angesichts dieses Umfelds der positiven, aber schwächeren Wachstumsdynamik und der zunehmenden Abwärtsrisiken (ganz zu schweigen von den politischen Risiken in Italien) gelang Mario Draghi ein weiterer Balanceakt. Formell hält die EZB zwar ihren geldpolitischen Normalisierungskurs und bestätigte die positiven wirtschaftlichen Aussichten. Aufgrund der Abwärtsrisiken und Unsicherheiten legte sie jedoch einen ausserordentlich vorsichtigen Zeitrahmen für diese Normalisierung vor: Dieser umfasst das wahrscheinliche (aber nicht sichere) Ende der quantitativen Lockerung bis zum Jahresende und einen Aufschub der ersten Zinserhöhung bis nach dem Sommer 2019. Die zugrunde liegende Idee liegt auf der Hand: Die EZB nimmt bewusst eine eher übervorsichtige Haltung ein und will die sehr expansiven Finanzierungsbedingungen so lange beibehalten, bis sie zuversichtlicher ist, dass die laufende Erholung in der Eurozone durch nichts abgewürgt wird.

Dieses Bild des schwächeren Wachstums und der niedrigen Inflation, das auf eine längere Zeit der expansiven Geldpolitik hindeutet, prägt nicht nur die Eurozone, sondern mehr oder weniger die gesamte industrialisierte Welt (ohne die USA), einschliesslich Japans und Australiens.

Schwellenländer

In den Schwellenländern schwächt sich die Wachstumsdynamik auf breiter Linie ab. In China ist die Frage nach den Auswirkungen der US-Handelszölle auf exportabhängige Branchen nur eine weitere Sorge in einem ohnehin schon schwächeren Wachstumsumfeld im Inland. Die chinesische Regierung verfügt jedoch über die nötigen Instrumente, um solche Belastungen bis zu einem gewissen Grad abzufangen, zum Beispiel mit den Hebeln der Geldpolitik (die in der letzten Zeit eindeutig expansiv geworden ist) und der Währungspolitik (mit einer Abwertung des Yuan um 5% gegenüber dem USD in zwei Monaten).

Im Gegensatz dazu richtet sich der allgemeine geldpolitische Trend in den Schwellenländern auf knappere Kreditkonditionen, da sich die Zentralbanken bemühen, die Währungsabwertung und den dadurch verursachten importierten Inflationsdruck zu begrenzen. Zinserhöhungen in der Türkei, Indonesien, Mexiko und Indien sowie das Ende des Lockerungszyklus in Südafrika, Brasilien und Russland zeugen vom veränderten makroökonomischen Hintergrund in den Schwellenländern. Die Ursache dieses Wandels ist die geldpolitische Straffung der US-Notenbank und ihre Auswirkungen auf Volkswirtschaften, die auf Finanzierungen in USD angewiesen sind.

Adrien Pichoud

Der Unterschied der Geldpolitik in den USA zum Rest der Welt wird immer grösser



Quelle

Bloomberg, SYZ Asset Management. Daten per: 28. Jun. 2018

Erkenntnisse der Anlagestrategie-Gruppe und Anlagebewertung

Risiko und Duration

Für die Märkte war die Unsicherheit über die Handelskriege und die Politik in Europa in den letzten Wochen eindeutig eine Nervenprobe. Dies führte zu einer leichten Marktkorrektur bei US-Aktien und einem deutlicheren Abverkauf in anderen Regionen, insbesondere in den Schwellenländern. Das Gesamtbild hat sich jedoch nicht verändert: Die Weltwirtschaft befindet sich nach wie vor in der späten Phase eines «Goldlöckchen»-Szenarios, in dem die Risiken für das Wirtschaftswachstum und die Inflation immer noch verhalten sind. Darüber hinaus haben die Zentralbanken ihre geldpolitische Haltung erneut bestätigt: Die US-Notenbank setzt ihren eher restriktiven Kurs fort, was in den Markterwartungen bereits grösstenteils berücksichtigt ist, während die EZB an ihrer äusserst expansiven Geldpolitik festhält. Hält man sich dies vor Augen, ist die jüngste Schwäche eher eine Kaufgelegenheit als ein Grund zur Sorge. Deshalb haben wir unsere Risikobereitschaft von einer leichten Präferenz auf eine Präferenz angehoben. Die Portfolioduration blieb jedoch unverändert.

Während die weltweiten Gewinnkorrekturen ausserhalb der USA weitgehend auf der Stelle traten, wurden die Gewinnprognosen der US-Unternehmen so deutlich nach oben korrigiert, wie zuletzt in den Jahren 2009-2010 nach der globalen Finanzkrise.

— Hartwig Kos

Aktienmärkte

Wir haben unsere Risikobereitschaft zwar angehoben, um von der Risikoprämie für Aktien zu profitieren. Dies bedeutet jedoch nicht, dass wir nun grosse direktionale Wetten eingehen. Unser Fokus richtet sich eher auf die Schaffung einer ausgewogenen, «langweiligeren» Asset-Allokation. Dies wurde in den letzten Monaten bereits deutlich, zum Beispiel mit Engagements im Pharmasektor, einer defensiven qualitativ hochwertigen Branche im zyklischeren Sektormix.

Die Hochstufung von US-Aktien im letzten Monat war ebenfalls ein Zeichen für diese Strategie. Die Hochstufung beruhte auf der vergleichsweisen Robustheit der US-Wirtschaft gegenüber anderen Teilen der Welt, potenziellen Rückenwinden aus einem schwächeren US-Dollar und gewissen Verbesserungen bei den Bewertungen. In diesem Monat haben wir US-Aktien noch einmal hochgestuft, abermals wegen der oben erwähnten Faktoren. Dass wir die USA zum bevorzugtesten Aktienmarkt gemacht haben, erfordert jedoch eine ausführlichere Erklärung. Immerhin ist der US-Markt teurer als der Rest der Welt.

Den Factset-Daten zufolge notieren die USA gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf Basis der erwarteten Gewinne der nächsten zwölf Monate mit einem Aufschlag von über drei Punkten gegenüber dem Rest der Welt. Betrachtet man jedoch das Kurs-Wachstums-Verhältnis, hat sich die Bewertungsdifferenz zwischen den USA und dem Rest der Welt in den letzten Monaten deutlich verringert, und mittlerweile bewegen sich die Bewertungen nahezu auf dem gleichen Niveau. Der springende Punkt sind die Unterschiede der relativen Erwartungen an das Gewinnwachstum. Und wenn man die Entwicklung der Gewinnkorrekturen der Analysten betrachtet, sind in der Tat deutliche Unterschiede zu erkennen. Während die weltweiten Gewinnkorrekturen ausserhalb der USA weitgehend auf der Stelle traten, wurden die Gewinnprognosen der US-Unternehmen so deutlich nach oben korrigiert, wie zuletzt in den Jahren 2009-2010 nach der globalen Finanzkrise. Zum grossen Teil war dies auf die Unternehmenssteuerreform in den USA zurückzuführen, aber auch auf die fortgesetzte Deregulierung, die unserer Meinung nach auch künftig einen vorteilhaften Hintergrund für die Unternehmensgewinne schaffen wird. Aus diesem Grund sind die USA im Portfoliokontext wieder zu einem defensiveren Markt geworden. Neben Australien, Kanada und Japan leistet der US-Markt den geringsten Risikobeitrag unter den globalen Aktienmärkten.



Ein EUR-Anleger erzielt mit einer 5-jährigen brasilianischen Anleihe bei voller Währungsabsicherung eine Rendite von rund 5,2% – ein sehr gutes Niveau, wenn man bedenkt, dass die Gesamtduration einer solchen Position bei etwa 3,5 Jahren liegt.

— Hartwig Kos —



Anleihenmärkte

Während sich das breitere Bild nicht verändert hat, wurden italienische Nominal-Staatsanleihen aus Bewertungsgründen um eine Stufe auf eine leichte Abneigung hochgestuft. Das gleiche gilt für europäische High-Yield-Anleihen, bei denen sich insbesondere die Bewertungen von nachrangigen Bankanleihen erheblich verbessert haben. Die Haltung in Bezug auf die Schwellenländer hat sich trotz der enorm verbesserten Bewertungen nicht verändert.

Der giftige Mix aus der Aufwertung des USD und steigenden Anleihenrenditen im letzten Monat trieb die Renditen von Schwellenländeranleihen deutlich in die Höhe. Obwohl wir nicht mit einer Wiederholung von 2013 und den «Fragile Five» rechnen, ist es unserer Meinung nach zu früh, um unsere Einschätzung zu ändern. Dennoch haben sich unter den Schwellenländern einige interessante Chancen mit geringem Risiko herauskristallisiert. Brasilien ist ein gutes Beispiel dafür. Brasilianische Lokalwährungsanleihen waren ein gut orchestriertes Anlagethema und wurden in den letzten Jahren von vielen Anlegern gehalten. In der Regel sind die Anlagen jedoch mit bedeutenden Wechselkursrisiken verbunden. Bis vor sechs Monaten war die Inkaufnahme von Wechselkursrisiken die einzige Möglichkeit, die hohen Renditen zu nutzen, die Brasilien bietet. Infolge der fortgesetzten Zinssenkungen der Zentralbank haben sich die Währungsabsicherungskosten jedoch erheblich verringert. Zur gleichen Zeit ist die brasilianische Renditekurve in absoluter Hinsicht gestiegen, aber ziemlich flach geblieben. Damit kommen die Anleger in den Genuss eines vergleichsweise hohen Carry, ohne ein grosses Durationsrisiko einzugehen. Ein EUR-Anleger erzielt mit einer 5-jährigen brasilianischen Anleihe bei voller Währungsabsicherung eine Rendite von rund 5,2% – ein sehr gutes Niveau, wenn man bedenkt, dass die Gesamtduration einer solchen Position bei etwa 3,5 Jahren liegt.

Devisen und Cash

Die Hochstufung der Risikobereitschaft geht mit einer geringeren Präferenz für liquide Mittel einher. Abgesehen davon hat sich unsere Einschätzung nicht geändert.

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.