

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (September 2018)

Freitag, 09/28/2018

Obwohl der gesamtwirtschaftliche Hintergrund für risikoreichere Anlagen nach wie vor vorteilhaft ist, ziehen mittlerweile deutlich erkennbare Sturmwolken auf, die dazu führen könnten, dass die Risikobereitschaft schnell umschlägt. Deshalb ist es heute umso wichtiger, die Risiken in einem Portfolio abzuwägen und insbesondere darauf zu achten, wie sich Anlagen verhalten werden, falls es zu einer Marktstörung kommt. Die meisten Marktbeobachter stimmen zu, dass wir uns in einer späten Phase im Marktzyklus befinden. Dennoch könnte ein «risikobereiter» Ansatz noch eine ganze Weile attraktive Ergebnisse erzielen.



Fabrizio Quirighetti

Macroeconomic
Strategist



Maurice Harari

Senior Portfolio Manager



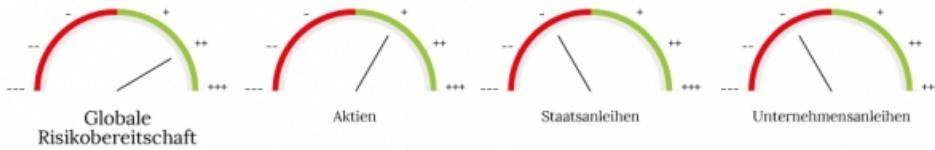
Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio
Manager



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management



Nicht alle Aktien sind gleich

Der allgemein günstige wirtschaftliche Hintergrund bleibt trotz der Krise der türkischen Lira und der begrenzten Ausweitung auf anfällige Schwellenländerwerte bestehen. Dies gilt insbesondere für die Industrieländer und die USA. Die Dynamiken des Wachstums, der Inflation und der Geldpolitik haben sich nicht verändert und werden konstant bleiben, solange sich die Schwellenländerkrise auf einige wenige Volkswirtschaften mit strukturellen Schwächen begrenzt. Davon gehen wir in unserem Basiszenario aus. Deshalb nehmen wir trotz des Kursverfalls bei einigen Schwellenländerwerten, der anhaltenden Handelsspannungen und der Besorgnis über den italienischen Haushalt weiterhin eine risikobereite Haltung ein. Dabei bevorzugen wir gut isolierte US-Aktien, die im Zentrum unserer Anhebung der Risikobereitschaft im Juni standen.

An diesem Punkt könnte die Versuchung zwar gross sein, die Duration zu erhöhen, um das Portfoliorisiko abzusichern – oder wenigstens zu mindern. Doch die Dekorrelationsvorteile eines solchen Schritts sind derzeit ziemlich gering. Solange das globale Bild unverändert bleibt – und kein Einbruch des Wachstums und der Inflation erwartet wird – wäre es vernünftiger, das Risiko in den Portfolios zu reduzieren. Angesichts der aktuellen Bewertungen und unserer Konjunkturanalysen geht der Weg des geringsten Widerstands für die Zinssätze immer noch nach oben. Deshalb hegen wir nach wie vor eine leichte Abneigung gegenüber der Duration.

Die Marktbedingungen waren in diesem Jahr schwierig: Die NASDAQ-Aktien entwickelten sich höchst unterschiedlich – der Anstieg konzentrierte sich auf einige hochkarätige Aktien – während die übrigen Märkte in den Industrieländern Mühe hatten und einige Schwellenländer sogar in eine Baisse abrutschten. Das Steinsche Gesetz, dass «alles, was nicht ewig andauern kann, irgendwann ein Ende hat», gilt auch für dieses Phänomen. Deshalb müssen wir uns eine Vorstellung machen, ob und wann der Rest der globalen Aktien zu den USA aufholen wird oder ob die NASDAQ die Lücke schliesst. Unsere Konjunkturzyklus-, Bewertungs- und Risikoausgleich-Ausschüsse tendieren zu Letzterem: Vor dem Jahresende sollte es zu einer Neugewichtung von Substanz- gegenüber Wachstumswerten kommen.

Was den Impuls dafür angeht, und um die Frage nach dem «wann» zu beantworten, weisen wir darauf hin, dass dies erst dann eintreten wird, wenn die Unterschiede bei den Wachstums-, Inflations- und geldpolitischen Dynamiken unter den wichtigsten Volkswirtschaften abgenommen haben. Sobald die Anleger überzeugt sind, dass das Wachstum in Europa und China den Tiefpunkt erreicht hat und sich das US-Wachstum nicht weiter beschleunigen wird, oder sich die US-Notenbank (Fed) einem neutralen Zinsniveau nähert, während die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of Japan eine weniger expansive Geldpolitik verfolgen, dürften die Nachzügler beginnen, die aktuellen Spitzenreiter des Marktes zu übertreffen. Wenn wir recht behalten, sollte die Stärke des US-Dollar zu Ende gehen. Damit würden die Kurse und die Stimmung weltweit Auftrieb erhalten – während der aktuelle Optimismus gegenüber dem US-Technologiektor gedämpft würde.

Fabrizio Quirighetti



Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick und Ausblick auf die Weltwirtschaft

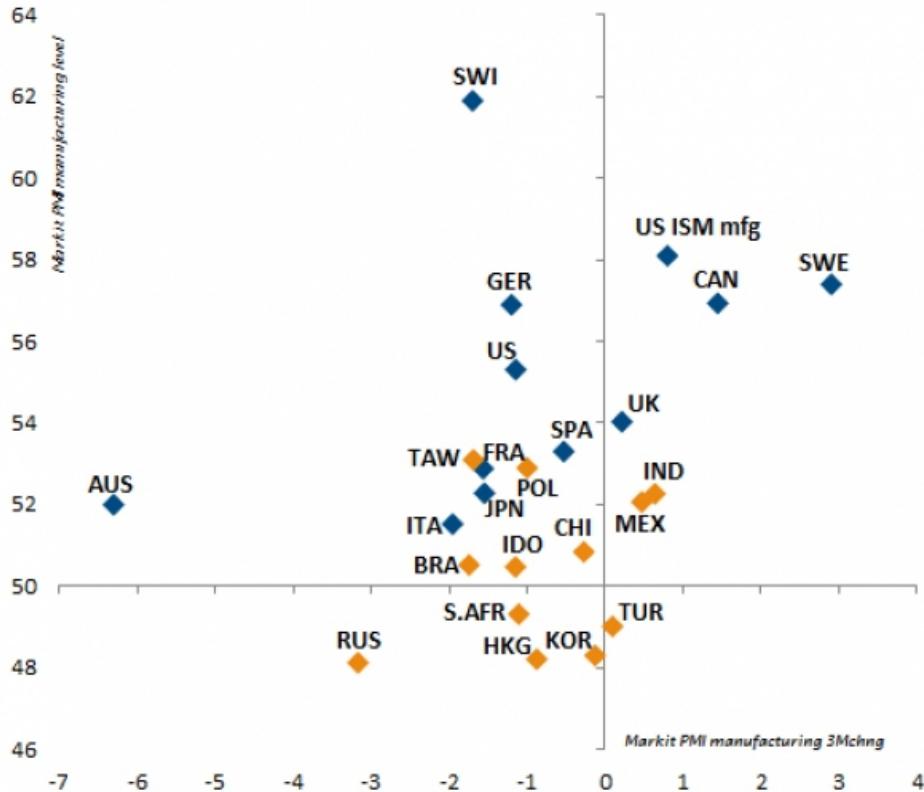
In der letzten Zeit wurden die makroökonomischen Schlagzeilen von den Spannungen in der Türkei dominiert. Der diplomatische Bruch mit den USA wegen eines festgenommenen US-Pastors war der Tropfen, der das Fass zum Überlaufen brachte. Die achtgrösste Volkswirtschaft unter den Schwellenländern war ohnehin höchst anfällig, und das wirtschaftliche Umfeld verschlechterte sich. Dadurch stürzte die Lira auf einen neuen historischen Tiefstwert ab. Vor dem Hintergrund des unerwartet schwachen globalen Wachstums, der Verlangsamtung in China, der Abwertung des Yuan und der Handelsspannungen schürten die Entwicklungen in der Türkei Fragen und Bedenken wegen des Wachstums der Schwellenländer, insbesondere, ob sie in der Lage sein würden, der geldpolitischen Normalisierung der Fed mit höheren Zinssätzen und einem stärkeren US-Dollar standzuhalten.

Hinter diesen Schlagzeilen zeigt die Weltwirtschaft jedoch weiterhin ein breit abgestütztes Wachstum, das von der soliden Nachfrage in den Industrieländern angetrieben wird. Vor diesem Hintergrund wird die Türkei mit ihrer Kombination aus unverantwortlichen Staatsausgaben, massiver Abhängigkeit von Auslandsgeldern und unorthodoxer Geldpolitik als Extremfall angesehen, nicht als Frühwarnsignal für die globalen Schwellenländer. Nachdem sich die Aktivität in Europa und den meisten asiatischen Schwellenländern nach der Wachstumsdelle im 1. Halbjahr auf einem passablen Niveau stabilisiert hat, während das kräftige Wachstum in den USA anhält, befindet sich die Weltwirtschaft immer noch auf einem Wachstumskurs, auch wenn dieser weniger eindrucksvoll und holpriger verläuft als im letzten Jahr.

Wachstum

Obwohl sich der Konjunkturzyklus in den meisten grossen Volkswirtschaften allgemein abschwächt, ist das absolute Wachstum immer noch positiv. Die wichtigsten Faktoren der Endnachfrage in den Industriestaaten sind unverändert: die positive Arbeitsmarkt- und Lohndynamik sowie die günstigen Kreditkonditionen, die den Immobiliensektor stützen.

Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe



Quelle

Factset, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 22. Aug. 2018

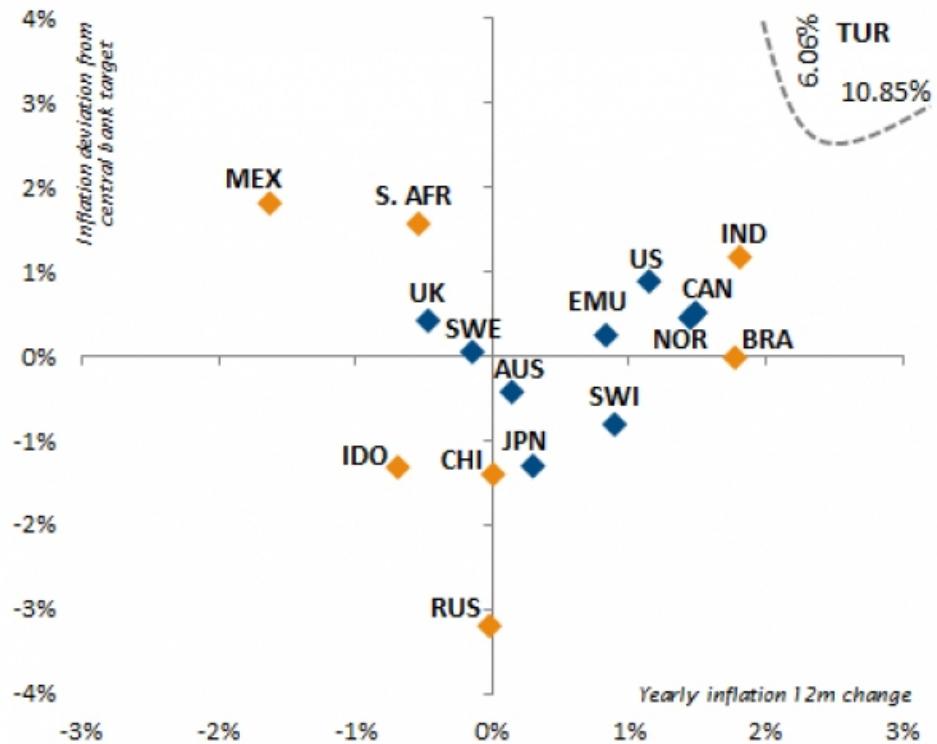
Inflation

In den Industrieländern bleibt die Inflationsdynamik leicht positiv, denn das Wirtschaftswachstum und die steigenden Löhne unterstützen ein moderates Tempo der Preiserhöhungen – auch wenn dies immer noch durch strukturelle Gegenwinde gehemmt wird. In den Schwellenländern sind die Inflationsdynamiken unterschiedlicher, da endogene Trends häufig durch Wechselkursbewegungen verstärkt werden.

Geldpolitik

Trotz der jüngsten Zinserhöhung der Bank of England ist das allgemeine Umfeld nach wie vor von einer sehr akkommodierenden Geldpolitik in den Industrieländern geprägt. In den USA ist der Weg des geringsten Widerstands für die Fed eine Fortsetzung ihrer allmählichen Zinserhöhungen zu einer leicht restriktiven Geldpolitik.

Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank



Quelle

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 22. Aug. 2018

Industriestaaten

Nach einem recht guten 2. Quartal startete die US-Wirtschaft, die immer noch vom schwungvollen Binnenkonsum getragen wurde, ähnlich solide in den Sommer. Das Potenzial für eine zusätzliche Beschleunigung wird jedoch durch Kapazitätsengpässe begrenzt, und unter dem Strich scheint es wahrscheinlicher, dass sich die gesamtwirtschaftliche Dynamik in den USA in den kommenden Monaten stabilisieren oder etwas verlangsamen wird – allerdings immer noch auf einem ziemlich hohen Niveau. Die fortgesetzte geldpolitische Straffung wird durch fiskalische Impulse aufgewogen, die weiterhin ein solides Wirtschaftswachstum unterstützen.

In der Eurozone sind nach der Abschwächung des Wachstums in der ersten Jahreshälfte Anzeichen der Stabilisierung zu erkennen. Obwohl das Wachstumstempo die Erwartungen nicht mehr übertrifft, deuten alle Indikatoren nach wie vor auf eine Stabilisierung auf einem annualisierten BIP-Wachstum von rund 1,5% hin. Vor allem aber haben sich die Konsensschätzungen jetzt auf diesem Niveau eingependelt. Damit ist die Eurozone jetzt objektiv bereit, während des restlichen Jahres 2018 ein erwartungsgemässes überdurchschnittliches Wachstum zu bieten. Die Bank of England, die es trotz der Unsicherheiten wegen des Brexit ebenfalls mit einem robusten Wirtschaftswachstum und einer über dem Zielwert liegenden Inflation zu tun hat, beschloss, ihren kurzfristigen Zinssatz auf 0,75% anzuheben.

Auch in Japan hat sich die wirtschaftliche Dynamik stabilisiert, wie an der vom Konsum getragenen BIP-Erholung im 2. Quartal abzulesen war. Die Bank of Japan unternahm einen sehr kleinen ersten Schritt zur Normalisierung ihrer Geldpolitik und hob im Rahmen ihrer «Renditekurvensteuerung» die Obergrenze für die Rendite der 10-jährigen japanischen Staatsanleihen an. Damit ist sie aber immer noch weit entfernt von einer Rücknahme ihrer sehr expansiven Geldpolitik.

In Australien verlor die wirtschaftliche Dynamik an Schwung, da sie einerseits von der Verlangsamung in China und den US-Zöllen und andererseits von den sinkenden Rohstoffpreisen belastet wird.

Schwellenländer

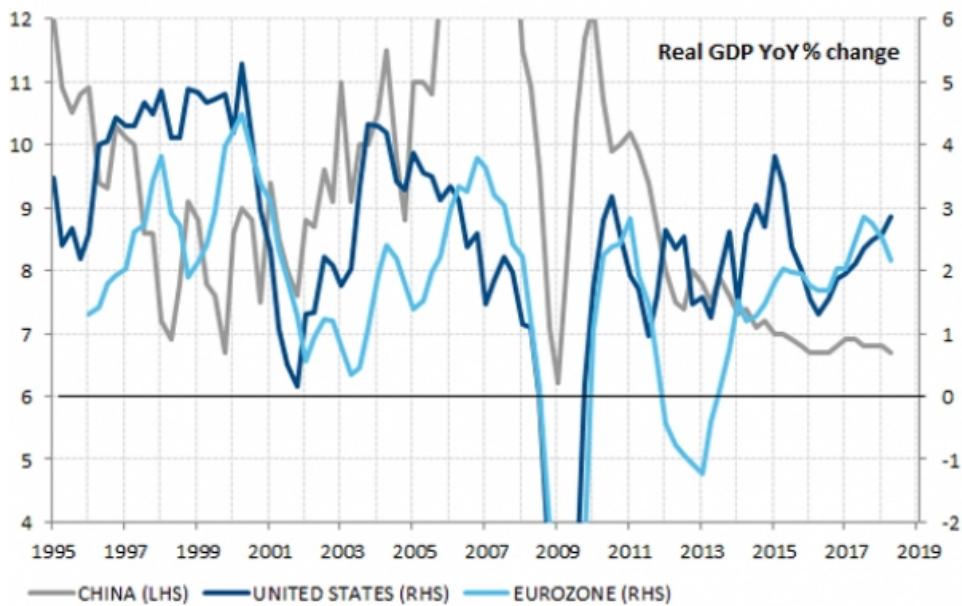
Die Krise in der Türkei weckte böse Erinnerungen an Phasen, in denen die Schwellenländer durch Zinserhöhungszyklen der US-Notenbank erschüttert und in Krisen gestürzt wurden. Bisher blieb die Entwicklung in der Türkei jedoch eine Ausnahmeherrscheinung. Die höheren kurzfristigen Zinsen und der festere US-Dollar sind lediglich zusätzliche Belastungsfaktoren neben der hausgemachten strukturellen Anfälligkeit. Die türkische Wirtschaftspolitik richtet sich gegen die Interessen der Gläubiger, auf die das Land andererseits zur Finanzierung seiner Wirtschaft angewiesen ist. Die Politisierung der Zentralbankpolitik, das Ausbleiben einer sinnvollen Antwort auf den Inflationsschub und der Verfall der Währung sind Faktoren, die ihren Ursprung im eigenen Land haben – zusätzlich zu den diplomatischen Auseinandersetzungen und dem Handelskonflikt mit den USA.

Deshalb erscheint das «Ansteckungsrisiko» für andere Schwellenländer bisher begrenzt. In China und infolgedessen auch in Südostasien hat sich das Wachstum weiter abgeschwächt. Doch die fiskalische und geldpolitische Lockerung in China dürfte eine Stabilisierung, wenn nicht gar eine Erholung der Aktivität bis zum Ende des Jahres erleichtern.

Adrien Pichoud



Das globale Wachstum bleibt positiv, aber die Unsicherheit über die Zölle bedroht den ohnehin nachlassenden Welthandel



Quelle

Factset, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 22. Aug. 2018

Anlagebewertung und Bericht der Anlagestrategie-Gruppe

Risiko und Duration

Die von der Besorgnis über die Türkei und der Abwertung der Lira ausgelöste Sommerpanik liess schnell wieder nach und damit legte sich auch die Marktvolatilität. Der gesamtwirtschaftliche Status quo bleibt unverändert und der vorübergehende Ausschlag der Marktvolatilität – mit einem leichten Rückgang der Aktienmärkte – stellte eher eine Kaufgelegenheit dar. Deshalb hat sich an unserer Risikopräferenz nichts geändert.

Ebenso gab es keine Veränderung an unserer Durationspräferenz. Trotz der signifikanten Anpassungen der Bewertungen von US-Treasuries sind die globalen Anleihenmärkte in den anderen Regionen immer noch ziemlich teuer. Darüber hinaus hat die wichtigste Zentralbank außerhalb der USA, die EZB, ihren geldpolitischen Kurs noch nicht wesentlich geändert. Damit fällt es schwer, globale Duration positiver einzuschätzen.

Aktienmärkte

Im Einklang mit unserem Ziel, ausgewogene Portfolios mit hohem Aktienanteil zu halten, ist der US-Aktienmarkt nach wie vor der Anker der Aktienposition in unserer allgemeinen Asset-Allokation. In den letzten Monaten hat sich diese Haltung ausgezahlt und dürfte unserer Meinung nach noch etwas länger funktionieren. Wir sind uns jedoch bewusst, dass die Bewertungslücke zwischen den Märkten der USA und der Schwellenländer immer weiter wird. Der stärkere US-Dollar und die fortgesetzten globalen Handelsspannungen haben zusammen mit der Politik- und Währungskrise in der Türkei einen hohen Tribut von Schwellenländeraktien gefordert. Dieses Marktsegment bietet definitiv Wertsteigerungspotenzial, es ist jedoch immer noch etwas zu früh, um unsere Präferenzen zugunsten der Schwellenländer abzuändern. Zuerst müssten wir mehr Fortschritte bei den Handelsverhandlungen sehen und die Stärke des US-Dollar müsste etwas nachlassen. Die einzigen Veränderungen bei den Schwellenländern waren die Hochstufung Indiens von einer Abneigung auf eine leichte Abneigung und die Herabstufung Südafrikas auf eine leichte Abneigung. Indien hat bereits bedeutende Anpassungen hinter sich, während Südafrika unter ähnlichen Symptomen leidet wie die Türkei.



«Der stärkere US-Dollar und die fortgesetzten globalen Handelsspannungen haben zusammen mit der Politik- und Währungskrise in der Türkei einen hohen Tribut von Schwellenländeraktien gefordert. Italien wurde um eine Stufe von einer leichten Abneigung auf eine Abneigung herabgestuft. Der Grund dafür ist das unsicherere politische Umfeld in Italien, dem die EZB die Unterstützung vorenthält.»

— Maurice Harari
Senior Portfolio Manager



Anleihenmärkte

Nach der Hochstufung von Investment-Grade-Unternehmensanleihen bei der Sitzung im letzten Monat wurden in Bezug auf die Asset-Allokation bei Anleihen keine Veränderungen vorgenommen. Im Segment der Staatsanleihen gab es jedoch zwei kleine Anpassungen. Italien wurde um eine Stufe von einer leichten Abneigung auf eine Abneigung herabgestuft. Der Grund dafür ist das unsicherere politische Umfeld in Italien, dem die EZB die Unterstützung vorenthält. Australien wurde aus Bewertungsgründen um eine Stufe auf eine leichte Abneigung hochgestuft.

Währungen, alternative Anlagen und liquide Mittel

Gold wurde um eine Stufe auf eine leichte Abneigung hochgestuft. Die Stärke des US-Dollar und die Tatsache, dass die Zentralbanken einiger Schwellenländer, wie die türkische CBRT, aggressiv Goldreserven verkaufen mussten, um ihre Währungen zu verteidigen, die sich im freien Fall befanden, übte starken Abwärtsdruck auf den Goldpreis aus. Die Preiskorrektur war beachtlich: Seit Anfang des Jahres hat Gold gegenüber dem US-Dollar um rund 12% an Wert verloren. Wir werden im Augenblick zwar keine nennenswerten Mengen an Gold kaufen, müssen aber unsere ziemlich negative Beurteilung des Metalls revidieren. Abgesehen davon haben wir unsere Einschätzungen nicht geändert.

Maurice Harari

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.