

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (November 2018)

Donnerstag, 11/22/2018

Im Oktober kam es zu einer heftigen Korrektur an den Finanzmärkten, ausgelöst durch Bedenken über eine Verlangsamung in China, den Höhepunkt der Unternehmensgewinne, den Handelskrieg, den italienischen Haushalt und die Straffung der Geldpolitik in den USA. Unsere globale Risikobereitschaft bleibt positiv. Insbesondere setzen wir auf US-Aktien und die reale Alternative, die US-Treasuries derzeit bieten. Unser Urteil über die Kreditmärkte lautet indes unverändert auf eine Abneigung. Da die Wachstumsaussichten nach wie vor günstig sind und die Inflation keine Gefahr darstellt, ist unsere Positionierung darauf ausgerichtet, von der jüngsten Marktkorrektur zu profitieren.



Fabrizio Quirighetti

*Macroeconomic
Strategist*



Adrien Pichoud

*Chief Economist & Senior Portfolio
Manager*



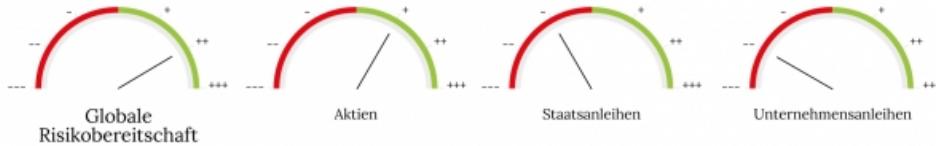
Maurice Harari

Senior Portfolio Manager



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management



Adieu TINA

In Bezug auf Angst und Schrecken konnte Halloween den Anlegern in diesem Jahr einiges bieten. Sie haben einen der beängstigenden Monate hinter sich, in dem sie Gestalten wie Donald Trump, Jerome Powell und Matteo Salvini das Fürchten lehrten.

Trotz der legitimen Befürchtungen über China oder den Höhepunkt der Gewinne bestand der eigentliche Auslöser der Marktkorrektur im Oktober in der plötzlichen Rückkehr von TIARA. Dabei handelte es sich aber nicht um einen Hurrikan oder die Schwester der Killerpuppe Chucky, sondern um das Akronym für «there is a real alternative» (es gibt eine echte Alternative). Nach einem Jahrzehnt der finanziellen Repression löst TIARA die Vorstellung ab, dass es «keine Alternative» gebe - auf englisch «there is no alternative», kurz TINA. Mit anderen Worten: Zum ersten Mal seit der grossen Finanzkrise sind die Renditen von US-Treasuries höher als die Inflationsrate. US-Anleger müssen keine zusätzlichen – und möglicherweise unerwünschten – Risiken mehr eingehen, um die Kaufkraft ihrer Ersparnisse zu erhalten.

Wenn der jüngste Rückgang der Aktienmärkte hauptsächlich durch Rezessionsängste ausgelöst worden wäre, hätten die üblichen «sicheren Häfen», wie langfristige US-Treasuries oder der Schweizer Franken im letzten Monat zugelegt. Dies war jedoch nicht der Fall. Die Rückkehr von TIARA, die von der US-Notenbank (Fed) und Jerome Powell bei der Sitzung des Offenmarktausschusses im September signalisiert wurde, wirkt wie ein starker Magnet, der Mittel aus Anlagen abzieht, die keine ausreichende Kompensation im Vergleich zu einem einfachen Festgeldkonto bieten.

Dies könnte als letzte Etappe der geldpolitischen Normalisierung in den USA angesehen werden, sofern die Fed, wie von uns erwartet, nicht durch einen übermässigen Inflationsdruck zu einer noch restiktiveren Geldpolitik gezwungen wird. Dieser lange, allmähliche und ziemlich hektische Prozess begann vor über fünf Jahren mit Ben Bernanke und dem «Taper Tantrum». Seither haben sich die Bewertungen vieler Anlagen mehr oder weniger angepasst: Gold, Schwellenländeranlagen – die sich analog zu den US-Zinserhöhungserwartungen bewegten – und sogar einige Bereiche der Aktienmärkte, wie US-Small-Caps oder der Technologiesektor. Diese hatten bis vor Kurzem dem Gravitationsgesetz der Barrenditen getrotzt.

Somit könnte der jüngste Abverkauf an den Aktienmärkten durchaus als gesunde Korrektur angesehen werden, die das Gleichgewicht wiederherstellte. Vor diesem Hintergrund möchten wir nach wie vor Aktienrisiken in unseren Portfolios halten, denn die Bewertungen haben sich inzwischen verbessert, die Wachstumsaussichten sind immer noch günstig und die Inflation stellt keine echte Gefahr dar. Aufgrund des asymmetrischen Verhältnisses zwischen den potenziellen Gewinnen und Verlusten haben wir jedoch nach wie vor eine Abneigung gegen Duration und insbesondere gegen Kreditrisiken. Um es ganz unverblümt auszudrücken: Nachdem die Fed jetzt versucht, den 30 Jahre alten Greenspan-Put zurückzunehmen, sollten Vermögensverwalter überlegen, ob Duration weiterhin einen Puffer in einem volatilen Marktumfeld bietet, oder ob Unternehmensanleihen auch künftig bessere risikobereinigte Erträge abwerfen werden als Aktien. Ein Mix aus Gold und renditegenerierenden liquiden US-Dollar-Anlagen könnte ein nützliches Gegengewicht zu Aktienrisiken bieten und die Portfoliovolatilität insgesamt reduzieren.

Fabrizio Quirighetti

Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick und Ausblick auf die Weltwirtschaft

Wie der IWF erklärte, ist das «globale Wirtschaftswachstum insgesamt immer noch solide [...] hat jedoch offenbar ein Plateau erreicht». Ein Blick auf die absoluten Niveaus der Konjunkturindikatoren in grossen Volkswirtschaften unterstützt derzeit diese Einschätzung einer fortgesetzten Expansion ohne Verbesserung. In einem Teil der Welt geht die Konjunkturdynamik nach wie vor zurück, da die Stärke des US-Dollars und die globalen Handelsspannungen die Aktivität in den Fertigungssektoren Asiens und Europas belasten. Die Binnennachfrage in diesen Bereichen ist jedoch immer noch solide. Und wenn man die allgemeine Schuldenhöhe beiseite lässt, sind keine signifikanten Exzesse bei Unternehmensinvestitionen, Wohnimmobilien oder beim Konsum zu beobachten. Dies spricht dafür, dass sich das aktuelle Szenario eines «Wachstumsplateaus» noch eine ganze Weile fortsetzen könnte.

Entgegen diesem fundamental beruhigenden Hintergrund wird das Konjunkturklima jedoch zunehmend durch politische Gegenwinde belastet – mit beunruhigenden Ähnlichkeiten zu beiden Seiten des Atlantik. In den USA hat Donald Trump möglicherweise nicht ganz Unrecht, wenn er darauf hinweist, dass höhere Leitzinsen ein Risiko für die Wirtschaft darstellen könnten. Dabei lässt er jedoch geflissentlich unter den Tisch fallen, dass der aktuelle Zyklus der stetigen Zinserhöhungen durch die Stärke des Wirtschaftswachstums in den USA gerechtfertigt wird, das von seiner eigenen Fiskalpolitik angetrieben wird. Er könnte sich auch vor Augen führen, dass die höheren Zinssätze für die Schwellenländer vermutlich nicht so problematisch wären, wenn diese nicht zur gleichen Zeit durch die US-Zölle belastet würden.

In Europa könnte eine ähnlich negative Rückkopplungsschleife am Werk sein. Der fiskalische Aktivismus der italienischen Regierung zwingt die EZB, an ihrem Normalisierungskurs festzuhalten, um sich nicht dem Vorwurf einer allzu unbekümmerten Haltung auszusetzen – selbst wenn die ständigen Enttäuschungen bei den europäischen Daten eine mildere Gangart rechtfertigen würden.

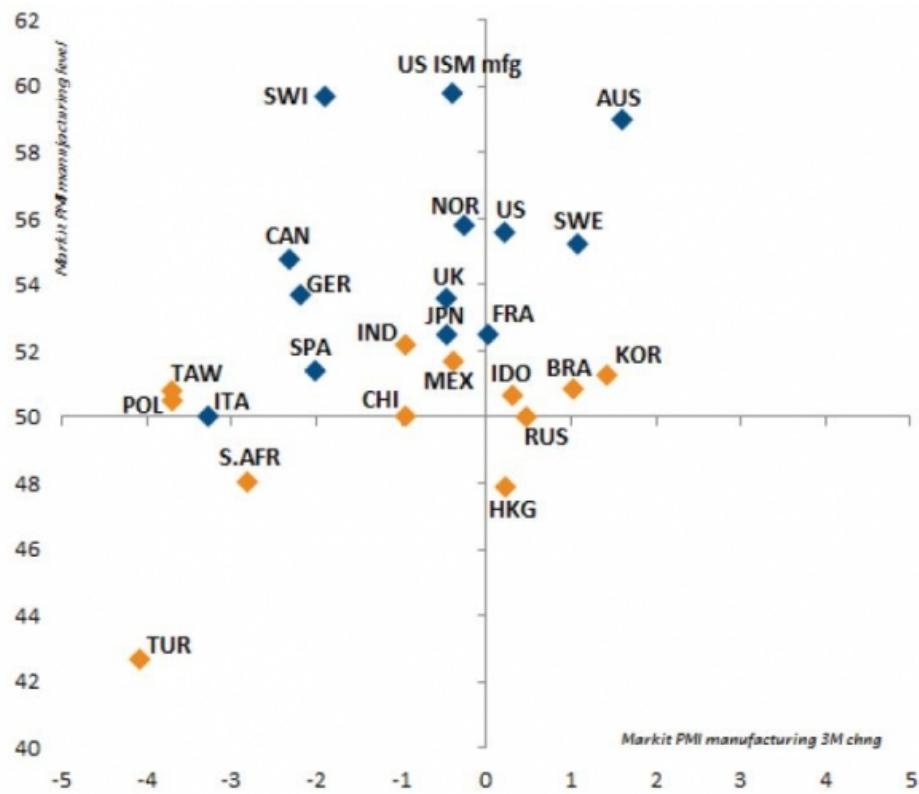
Auf diese Weise treiben die politischen Einmischungen in die Geldpolitik allmählich das Risiko in die Höhe, dass die robusten Fundamentaldaten der Endnachfrage durch ein Nachlassen der globalen Konjunkturdynamik untergraben werden. Dies ist zwar noch nicht der Fall, darf aber gewiss nicht aus den Augen gelassen werden.

Wachstum

Das globale Wachstumsbild wird zunehmend polarisiert: Auf der einen Seite steht das robuste Wachstum in den Industriestaaten dank der festen Binnennachfrage – auf der anderen die nachlassende Wachstumsdynamik in den Schwellenländern, da die Verlangsamung des Handels und der stärkere US-Dollar die Aktivität belasten.

Einkaufsmanagerindizes für die Industrie nach Ländern – Höhe und Veränderung über 3 Monate

Der Grossteil der Weltwirtschaft wächst immer noch, doch das Wachstum hat ein «Plateau» erreicht



Quelle

SYZ Asset Management. Stand der Daten: 25. Okt. 2018

Inflation

Im Gegensatz zum Wachstum ist die Inflationsdynamik in den Industrie- und Schwellenländern bemerkenswert synchronisiert, wenn man von einigen Sonderfällen wie der Türkei und Argentinien absieht. Der Grossteil der Weltwirtschaft verzeichnet derzeit eine relativ milde positive Inflation.

Geldpolitische Haltung

Der Handelskonflikt zwischen den USA und China führt auch zu unterschiedlichen geldpolitischen Richtungen: fortgesetzte Normalisierung in den USA und geldpolitische Lockerung in China. In den meisten nicht angelsächsischen Industrieländern ist die Geldpolitik immer noch sehr akkommodierend.

Industrieländer

Im Umfeld des schwächeren Wachstums in China und der Verlangsamung des Welthandels bleibt der Privatkonsument ein wichtiger Treiber des Wirtschaftswachstums in den Industrieländern, unterstützt durch niedrige oder sinkende Arbeitslosenquoten, steigende Löhne und in einigen Fällen durch fiskalpolitische Impulse. Die trifft nicht nur auf die USA zu, wo das Konsumentenvertrauen Niveaus erreicht hat, die seit dem Jahr 2000 nicht mehr zu beobachteten waren, sondern auch in Europa und Japan – wenn auch etwas weniger beeindruckend. Infolgedessen ist die Aktivität im Dienstleistungssektor nach wie vor eine tragende Säule des Wachstumszyklus, da die Dynamik im Fertigungssektor, insbesondere in Europa, unter der nachlassenden globalen Auslandsnachfrage leidet. Zugegeben, die Stimmung in Europa ist ebenfalls mit erneuten politischen Unsicherheiten konfrontiert: Italien stellt den fiskalischen Rahmen der EU in Frage, in Deutschland wurde das Ende der Ära Merkel angekündigt, und in einigen Ländern in Europa stehen Wahlen an, die populistische Parteien zu einer Macht-Demonstration nutzen möchten. Bisher hatten diese Gegenwinde jedoch keine Auswirkungen auf die Stimmung der Privathaushalte und stellen daher bis jetzt keine Gefahr für das laufende Wirtschaftswachstum dar.

Schwellenländer

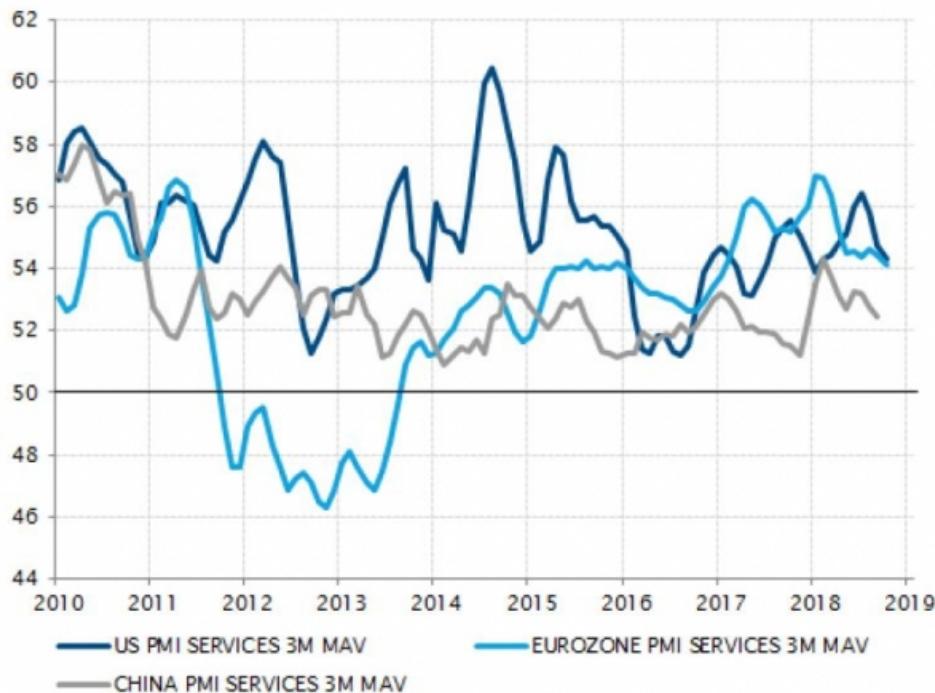
Die Kombination aus dem schwachen Wachstum in China und den Handelsbeschränkungen belastet die Wachstumsdynamik in Südostasien. Bisher haben sich die US-Zölle vermutlich noch nicht in vollem Umfang ausgewirkt, denn in China wurden Exporte von Gütern, die im Laufe des Sommers mit Zöllen belegt werden sollten, allem Anschein nach vorgezogen. Dies führte zu einer vorübergehenden Beschleunigung der Handelsaktivitäten. Dieser Effekt wird zwar zwangsläufig nachlassen. Doch die umfassenden fiskal- und geldpolitischen Impulse für die chinesische Wirtschaft seit dem Frühjahr dürfen ein Gegengewicht zu den Auswirkungen der Verlangsamung im Handel in den nächsten Monaten bilden.

Auf jeden Fall werden die meisten Schwellenländer – in unterschiedlichem Grad – auch durch die Kombination aus dem verhalteneren weltweiten Wachstum und der restriktiveren US-Dollar-Liquidität belastet. Die Türkei und Argentinien haben zwar die schlimmste Sommerkrise überstanden, sind aber beide noch sehr anfällig. Nach den Wahlen in Brasilien unterliegen die bedeutenden Reformen, die nötig wären, um die fiskalischen Aussichten auf einen nachhaltigen Kurs zu bringen, jetzt einem Umsetzungsrisiko.

Adrien Pichoud



Einkaufsmanagerindizes für die USA, die Eurozone und China (über 50: Wachstum)
Dank der Binnennachfrage verharrt die Aktivität im Dienstleistungssektor im
Expansionsbereich



Quelle

Factset, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 25. Okt. 2018

Anlagebewertung und Bericht der Anlagestrategie-Gruppe

Risiko und Duration

Nach dem Rückgang Anfang Oktober haben sich die Bewertungen allgemein verbessert, insbesondere bei Staatsanleihen. Der wirtschaftliche Hintergrund bleibt insgesamt vorteilhaft, aber unter dem Strich verlangsamt sich das Wachstum in Europa.

Die jüngste Korrektur ist als gesunde Neugewichtung anzusehen und ging mit einer erheblich stärkeren Anpassung bei Anlagen einher, die der geldpolitischen Normalisierung in den USA bisher gut standgehalten hatten. Wir rechnen so bald nicht mit einer schwungvollen Erholung, glauben aber, dass sich die Aktienmärkte jetzt stabilisieren dürften. Die Volatilität könnte jedoch relativ hoch bleiben – über 15 Punkte beim VIX und beim VSTOXX – und die heftige Sektorrotation (oder Umwälzung) wird sich fortsetzen. Die aktuelle Phase der höheren Volatilität könnte vorerst anhalten, da die allgemeine Stimmung nach wie vor durch politische Risiken wie das italienische Haushaltsdrama, den Handelskrieg, die Zwischenwahlen in den USA und die Brexit-Verhandlungen belastet wird.

Deshalb hat sich unsere Risikobeurteilung nicht verändert und lautet weiter auf eine «Präferenz».

Im aktuellen Normalisierungszyklus in den USA ist die Inflation nach wie vor unter Kontrolle. Nach den jüngsten Fed-Kommentaren, aus denen die Entschlossenheit der Zentralbank hervorging, die Normalisierung über das Jahr 2018 hinaus fortzusetzen, trifft dies umso mehr zu. Für eine Anhebung der Duration ist es noch zu früh, denn im Augenblick machen wir uns keine allzu grossen Sorgen, dass die Inflation überschießt oder das Wachstum stark beschleunigt. Deshalb stufen wir Duration nach wie vor mit einer «leichten Abneigung» ein.

«Die jüngste Korrektur ist als gesunde Neugewichtung anzusehen und ging mit einer erheblich stärkeren Anpassung bei Anlagen einher, die sich bisher als widerstandsfähiger gegenüber den restriktiveren geldpolitischen Bedingungen erwiesen hatten.»

Aktienmärkte

Die massgeblichen Präferenzen bleiben bestehen. Wir setzen weiterhin auf aktienlastige, aber gut ausgewogene Portfolios. Deshalb stufen wir den US-Aktienmarkt in unserer allgemeinen Asset-Allokation nach wie vor mit einer «Präferenz» ein. In den letzten Monaten haben wir diese Übergewichtung jedoch indirekt reduziert, da wir Aktien der Eurozone und Japans hochgestuft haben.

Im Oktober nahmen wir eine Veränderung an unserer Aktienallokation vor, indem wir Brasilien auf eine «leichte Abneigung» herabstuften. Unserer Meinung nach wird die Rally nicht für immer andauern, und der neue Präsident muss die hochgesteckten Erwartungen erst noch erfüllen. In einer Wirtschaft mit derart grossen Ungleichgewichten ist das Risiko einer Enttäuschung gross.

Im Hinblick auf die Sektorallokation wurde der Energiesektor weltweit auf «neutral» herabgestuft. Defensive Sektoren wie Pharma und Gesundheit sehen wir jedoch immer noch als attraktiv an. In den USA hielten wir an unserer Präferenz für Industriewerte fest, während wir in Europa zyklische Sektoren wie Banken bevorzugen.

Die Aktienmärkte der Schwellenländer bieten eindeutig ein Wertsteigerungspotenzial. Im Augenblick ist es jedoch noch zu früh, um unsere Präferenzen wesentlich zugunsten von Schwellenländer-Märkten abzuändern. Wir behalten China, das wir vorerst weiter mit einer «leichten Präferenz» einstufen, für eine mögliche Hochstufung im Auge. Wir warten auf einen Impuls, der das Schlagzeilenrisiko und die Unsicherheit für chinesische Aktien beseitigen könnte, aber auch darauf, dass die verstärkten binnenwirtschaftlichen Impulse die allmählich überzogenen Handelsängste ausgleichen. Die chinesischen Datenmeldungen sind nach wie vor eher schwach, doch die Wirtschaftspolitik wird vorteilhaft.

Anleihenmärkte

Im Hinblick auf die Asset-Allocation in Anleihen wurden reale Staatsanleihen auf eine «leichte Präferenz» hochgestuft, da die US-Realzinsen gestiegen sind. Inflationsindexierte US-Anleihen wurden auf das gleiche Niveau angehoben. Wir machen jetzt keinen Unterschied zwischen inflationsindexierten US-Anleihen und -Nominalanleihen. Doch in anderen Industrieländern bevorzugen wir nach wie vor Nominalanleihen.

Unsere relative Präferenz für Investment-Grade-Unternehmensanleihen («leichte Abneigung») gegenüber High-Yield-Anleihen («Abneigung») hat sich nicht geändert. Ebenso bevorzugen wir nach wie vor Schwellenländeranleihen in harten Währungen («leichte Präferenz») gegenüber Lokalwährungsanleihen («leichte Abneigung»).

Währungen, alternative Anlagen und liquide Mittel

Wir stuften Gold um eine Stufe auf eine «leichte Präferenz» hoch. Da die Realzinsen aufgrund der Normalisierungsbotschaft der Fed – die das Ende der finanziellen Repression signalisierte – gestiegen sind, ist das Abwärtpotenzial für Gold ziemlich begrenzt. Gold könnte jetzt auch von einem Stagflationsszenario profitieren, ebenso wie von steigenden Inflationserwartungen, falls sich das Wachstum kräftig erholen sollte. Darüber hinaus dient Gold als Absicherung und Diversifikator, vor allem nachdem es dem US-Dollar schwer fällt, in einem Szenario der Risikoaversion wesentlich weiter zu steigen – genau wie US-Treasuries.

Abgesehen davon haben sich unsere Einstufungen von Währungen in diesem Monat nicht verändert: Wir hegen nach wie vor eine «leichte Präferenz» für den Euro und den japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar, während wir den Schweizer Franken weiterhin mit «Abneigung» einstufen.

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 Marktbeurteilungen, 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.