

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (April 2019)

Mittwoch, 04/10/2019

Die Märkte legten im Berichtszeitraum weiter zu, da von einer weiterhin akkommodierenden Geldpolitik der Zentralbanken und einer Verlängerung des Konjunkturzyklus ausgegangen wird. Dennoch ist es aus unserer Sicht zu spät, der Rally hinterherzujagen. Unsere globale Risikobereitschaft bleibt daher bei einer leichten Abneigung.

Auch gegenüber Aktien und Anleihen blieben wir bei einer leichten Abneigung, da das aktuelle Umfeld von politischen und wirtschaftlichen Risiken gekennzeichnet ist. Unsere Portfoliopositionierung zeichnet sich durch eine vorsichtig neutrale Haltung aus, wobei wir auf Titel mit hohem Wachstum, relativ günstigen Bewertungen, Carry und Diversifizierung setzen.



Fabrizio Quirighetti

Macroeconomic
Strategist



Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio
Manager



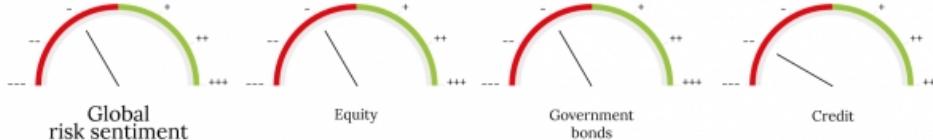
Maurice Harari

Senior Portfolio Manager



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management



Finanzielle Repression, Teil 2

Mit einer neuen Runde der geldpolitischen Akkomodierung dürfte es den Zentralbanken in den Industrieländern gelingen, den Konjunkturzyklus – künstlich – zu verlängern, wobei sie von einer Normalisierung der Zinsen absehen, um das System zu stützen. Nach einem Jahrzehnt der finanziellen Repression ist die Verschuldung nach wie vor zu hoch, und das nominale Wachstum ist trotz eines Jahrzehnts der ultralockeren Geldpolitik zu gering. Das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern wird Schätzungen zufolge gegen Ende des ersten Quartals die Talsohle erreichen. Anschliessend dürfte es zu einem Anstieg in die Nähe des Potenzialwachstums kommen. Das ist weder ideal, noch dürfte es ausreichen, um Inflationssorgen auszulösen. Wir befinden uns daher wieder in einer Situation, die man fast als Goldilocks-Szenario bezeichnen könnte: keine Rezession, geringe Inflation und keine Zinserhöhungen. Die zusätzliche Liquidität hat die Volatilität gesenkt, die Vermögenspreise aufgeblättert und erneut eine Jagd nach Rendite ausgelöst. Da die Wirkung der geldpolitischen Stimuli schon bald nachlassen dürfte und die Bewertungen nicht besonders attraktiv sind, ist es allerdings zu spät, der Rally hinterherzujuhen.

Deshalb nahmen wir in diesem Monat keine grösseren Änderungen an der Allokation vor. Wir setzen weiterhin auf Titel mit attraktivem Carry, Wachstum, relativ günstigen Bewertungen und Diversifizierung. In diesem Zusammenhang bevorzugen wir Schwellenländeranleihen in Hartwährung und nachrangige Anleihen aufgrund des Carry und relativ günstiger Bewertungen. Gleichzeitig werden auch Schwellenländeranleihen in Lokalwährung für uns interessanter angesichts der geduldigen und gemässigten Haltung der US-Notenbank, die sowohl den Anstieg der US-Renditen als auch die Stärke des US-Dollar begrenzen dürfte. Im Aktienbereich halten wir an der Übergewichtung der USA als Wachstumsmotor und der Übergewichtung Chinas sowie Grossbritanniens aus Bewertungsgründen fest. In Europa und Japan, wo wir kurzfristig keine Wachstumsimpulse sehen, und in den Schwellenländern ohne Asien, wo die Bewertungen weniger attraktiv sind, sind wir hingegen untergewichtet. Was die Diversifizierung betrifft, spielen die Duration, Gold und ein Engagement im japanischen Yen für uns eine wichtige Rolle.

Wo liegen die Risiken? Auf politischer Ebene ist der Handelskrieg noch lange nicht vom Tisch; es wird keine Rückkehr zu den guten alten Zeiten einer «flachen» Welt der Globalisierung geben; und in der unendlichen Brexit-Geschichte beginnt gerade ein weiteres Kapitel. Doch das sind bekannte Unbekannte, die möglicherweise noch nicht vollständig in den Kursen berücksichtigt sind, aber breit diskutiert werden. Mehr Sorge bereitet mir die Frage, inwieweit das Goldilocks-Szenario bereits eingepreist ist, wie solide es ist und wie lange es somit anhalten kann. Ich bin nicht davon überzeugt, dass es dauerhaft Bestand haben kann, da die Konjunkturdaten schon bald entweder eine Stabilisierung des nominalen Wachstums bestätigen werden, sodass wenig später Erwartungen von Zinserhöhungen aufkommen dürften, oder im Gegenteil auf ein erhöhtes Rezessionsrisiko hindeuten werden. «Silverlocks»-Szenario beschreibt die aktuelle Situation möglicherweise besser als Goldilocks-Szenario. Selbstzufriedenheit angesichts einer niedrigen Inflation, ausbleibender Zinserhöhungen sowie einer ausbleibenden Rezession ist in diesem Jahr das Hauptsrisiko.

Fabrizio Quirighetti



Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick und Ausblick auf die Weltwirtschaft

Der wirtschaftliche Hintergrund hat sich in den letzten Wochen nicht wesentlich verändert. Die globale Wachstumsdynamik nimmt weiter ab, da die Industrieaktivität in Europa weiter schwach ist. Ausserdem verlangsamt sich die Dynamik in den USA im Vergleich zur starken Entwicklung im Jahr 2018, da die fiskalpolitischen Impulse nachlassen; und die konjunkturellen Stimulierungsmassnahmen in China schlagen sich bisher noch nicht volumnäiglich in der chinesischen Wirtschaft nieder. Während das absolute Wachstum in den wichtigsten Volkswirtschaften nach wie vor positiv ist, bleibt der Wachstumstrend schwach.

Vor allem die weiter bestehende Unsicherheit, ob das Wirtschaftswachstum nach der anhaltenden Abschwächung einen Boden findet, veranlasst die Zentralbanken zu einer noch neutraleren und entgegenkommenderen Haltung. Dies setzt voraus, dass vor dem Hintergrund einer niedrigen Inflation und eines gedämpften Inflationsdrucks weiterhin Abwärtsrisiken für das Wachstum bestehen. Implizit bedeutet dies auch, dass die Notenbanker verhindern wollen, dass die Erwartung einer Verschärfung der Kreditbedingungen die Wachstumsdynamik bremst.

Wir sind weiterhin der Ansicht, dass sich die Weltwirtschaft an einem Wendepunkt befindet. Einerseits bestehen keine Hinweise auf eine stärkere Abschwächung oder Rezession. Andererseits gibt es auch noch keine konkreten Belege für unser Szenario einer leichten Wachstumsbeschleunigung im Vergleich zum schwachen Niveau im ersten Quartal. Wir erwarten, dass die robuste Binnennachfrage in den Industrieländern, unterstützt durch die Geldpolitik der Zentralbanken und die Lockerung der Fiskal- und Geldpolitik in China, zu einer Belebung des globalen Wachstums führen wird. Doch bevor wir hierauf bauen, brauchen wir Belege.

Wachstum

Wir rechnen mit einer Fortsetzung der Entwicklung des Vormonats. Die Wirtschaft in den Industriestaaten verlangsamt sich weiter. Dank der Inlandsnachfrage bleiben die Länder aber vorerst auf Expansionskurs. Ausserdem gibt es erste Anzeichen einer Verbesserung in Schwellenländern.

Wachstumsdynamik in den Industrieländern verlangsamt sich weiter



Quelle

SYZ Asset Management. Stand der Daten: 22. Mrz. 2019

Inflation

Die Inflation in den Industriestaaten ist niedrig und zeigt keinen klaren Trend. In den Schwellenländern ergibt sich ein gemischteres Bild, doch auch hier ist die Inflation abgesehen von wenigen Ausnahmen weiter schwach.

Geldpolitik

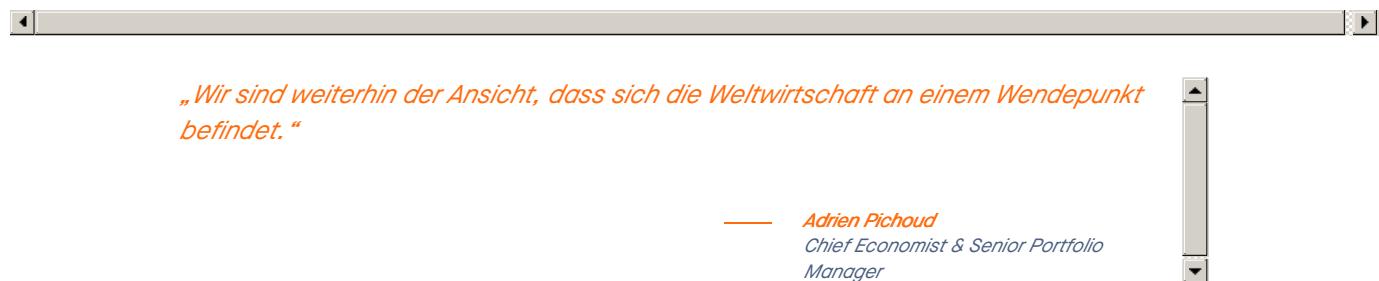
Die Zentralbanken in den grossen Industrieländern haben eine Pause in der Normalisierung der Geldpolitik eingelegt. Sie warten auf Anzeichen für eine Wachstumsbelebung, bevor sie die im letzten Jahr ins Auge gefasste Normalisierung fortsetzen. Auch das Ende der Aufwertung des US-Dollar nimmt Druck von den Zentralbanken der Schwellenländer.

Ausblick auf die Weltwirtschaft

Die gesamtwirtschaftliche Dynamik in den USA nimmt weiter ab. Die meisten Indikatoren deuten jedoch weiterhin auf ein solides BIP-Wachstum hin. Der inländische Dienstleistungssektor scheint sich gut zu behaupten, wie der Anstieg der Dienstleistungsindizes zeigt, die im Februar erneut ein hohes Niveau erreichten. Vor diesem Hintergrund dämpfte die US-Notenbank die Erwartungen an eine Normalisierung der Geldpolitik und befindet sich nun in einer abwartenden Haltung.

In der Eurozone ist die Konjunkturdynamik insgesamt weiter schwach. Die Industrieaktivität in Deutschland ist nach wie vor stark rückläufig, gemessen am Einkaufsmanagerindex für die Industrie, ifo-Geschäftsclimaindex und an der Industrieproduktion. Dank der Inlandsnachfrage verzeichnet die Wirtschaft jedoch eine leichte Expansion. Die Einzelhandelsumsätze legten im Januar zu, und die Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor erholten sich im Februar. Möglicherweise kann daher eine Rezession vermieden werden. Die französische Wirtschaft wird auch von der Binnennachfrage und vom Konsum der privaten Haushalte gestützt und erholt sich von der Schwäche infolge der Proteste der Gelbwesten-Bewegung. Italien befindet sich hingegen bereits am Rande einer Rezession, wobei externe Faktoren und politische Unsicherheit im Inland die Wirtschaft belasten. Die spanische Wirtschaft verliert zwar an Dynamik, verzeichnet aber immer noch das höchste Wachstum der vier grössten Volkswirtschaften der Eurozone. Angesichts der Unsicherheit hinsichtlich der Wachstumsaussichten, die durch den nahenden Brexit-Termin verstärkt wird, dämpfte auch die EZB die Erwartungen einer Normalisierung der Geldpolitik in den nächsten zwölf Monaten. Sie gab bekannt, die Zinsen frühestens 2020 anheben zu wollen, und kündigte neue gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTROS) an, um eine ungerechtfertigte, passive Straffung zu vermeiden, zu der es gekommen wäre, hätte sie das aktuelle TLTRO-Programm ersatzlos auslaufen lassen.

Die Wachstumsdynamik in Japan lässt ebenfalls nach, da Unsicherheiten hinsichtlich des Welthandels und das schwache Wachstum in China das Geschäftsklima und die Konjunktur belasten. Auch hier hat die Zentralbank klar signalisiert, dass sie an ihrer akkommodierenden Geldpolitik mindestens festhalten wird.



„Wir sind weiterhin der Ansicht, dass sich die Weltwirtschaft an einem Wendepunkt befindet.“

— Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

Schwellenländer

In China hat die Binnennachfrage nach der deutlichen Verlangsamung im letzten Jahr noch nicht wieder angezogen. Einige Anzeichen für eine positive Entwicklung, insbesondere die Zunahme der Kreditvergabe in China, deuten darauf hin, dass sich die geld- und fiskalpolitische Lockerung allmählich auf die Realwirtschaft auswirkt. Dies ist erforderlich, um die Auswirkungen der US-Handelszölle auszugleichen, die sich in diesem Jahr bemerkbar machen dürften. Diese globalen Handelsunsicherheiten bleiben in Südostasien insgesamt eine starke Belastung.

Lateinamerika sticht hervor. Die Wachstumsdynamik erhöhte sich dank der positiven Auswirkungen auf die Stimmung, die die Wahl neuer Präsidenten mit sich brachte, in Brasilien, wo sich das Vertrauen der Unternehmen verbesserte, und in Mexiko, wo die Stimmung der Haushalte profitierte.

Adrien Pichoud

Globaler Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe, Handel und Industrieproduktion
Weltwirtschaft am Scheideweg: Wachstum verlangsamt sich, ist aber weiter positiv



Quelle

Factset, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 22. Mrz. 2019

Anlagebewertung und Bericht der Anlagestrategie-Gruppe

Risiko und Duration

Bei der Asset-Allokation blieben wir im Berichtsmonat bei einer leichten Abneigung gegenüber Risiko und Duration.

Unserer Meinung nach werden die Märkte und Wertpapierkurse zwar erneut durch eine akkommodierende Geldpolitik unterstützt, sodass der Zentralbank-Put zurückgekehrt ist. Doch das aktuelle ‚Goldilocks Light‘-Umfeld kann nicht für immer andauern. Entweder erholt sich das globale Wachstum, dann kommen schnell Inflationssorgen und Befürchtungen über ein Ende der akkommodierenden Geldpolitik auf, oder das Wachstum lässt nach und wir finden uns in einer Situation wie in Japan wieder.

„Keine grösseren Änderungen an der Asset-Allokation im Berichtsmonat: Wir blieben bei einer ausgewogenen Mischung zwischen risikanten und zinssensitiven.“

— Maurice Harari
Senior Portfolio Manager

Aktienmärkte

Die Schweiz wurde aus Bewertungsgründen herabgestuft, da sie mittlerweile etwas teuer ist.

Aufgrund ihrer defensiven Eigenschaften ziehen wir US-Aktien Titeln der Eurozone weiterhin vor. Wenn es zu einer Korrektur der globalen Aktienmärkte kommt, bevorzugen wir trotz der höheren Bewertungen ein Engagement in den USA gegenüber Positionen in der Eurozone, da sich die US-Märkte unserer Ansicht nach besser behaupten würden.

Britische Aktien erscheinen mit Blick auf ihre Bewertungskennzahlen nach wie vor attraktiv. Sie weisen jedoch ein etwas höheres Risiko auf, da der Brexit-Termin näher rückt. Wir könnten zu einer negativen Einschätzung britischer Aktien gelangen, je nachdem, für welchen Weg sich das Land entscheidet, vor allem falls es zu Neuwahlen kommt.

Bei den Schwellenländern bevorzugen wir aus Bewertungsgründen Asien – auch wenn die Bewertungen zuletzt etwas gestiegen sind – und Russland gegenüber Lateinamerika und Südafrika.

Anleihenmärkte

Unsere Präferenz von realen gegenüber nominalen Staatsanleihen und von Schwellenländeranleihen in Hartwährung gegenüber solchen in Lokalwährung haben wir beibehalten. Unsere Abneigung gegenüber Investment-Grade- und High-Yield-Unternehmensanleihen bleibt bestehen.

Wenn sich das Wachstum stabilisiert, weisen die Renditen von Staatsanleihen der Kernländer ein noch geringeres Aufwärtspotenzial auf, da die Renditen erneut auf historisch niedrige Niveaus gefallen sind. Es lohnt sich jedoch, eine gewisse Duration im Portfolio zu halten, um die Gesamtrisiken auszugleichen. Zudem verliert die Konjunkturdynamik noch immer an Stärke, und die Pause in der Normalisierung der Geldpolitik spricht nicht für einen signifikanten Anstieg der Renditen.

Währungen, alternative Anlagen und liquide Mittel

Im Hinblick auf die Währungsallokation hielten wir angesichts der attraktiven Bewertung an unserer leichten Präferenz für das britische Pfund fest. Die Bewertung kompensiert derzeit die potenzielle Volatilität aufgrund des Brexit-Dramas. Wir haben auch weiterhin eine leichte Präferenz für den japanischen Yen. Wir beurteilen die Währung nach wie vor positiv im Vergleich zum Schweizer Franken, der angesichts der lockeren Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank seinen Status als sicherer Hafen verlor. Gold ist aufgrund seiner Diversifikationseigenschaften in einem risikoaversen Umfeld mit einer «leichten Präferenz» eingestuft.

_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.