

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (Juni 2019)

Freitag, 06/14/2019

Kommen wir direkt zum Punkt: Die Enttäuschungen und die Sorgen nehmen zu. Erstens bleibt die Dynamik des Wirtschaftswachstums schwach. Während unser Szenario vom Jahresbeginn bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt eine klarere Erholung vorsah, wurden zaghafte Anzeichen für eine Belebung der Aktivität in China oder Europa durch die jüngsten Schlagzeilen zerschlagen.

Zweitens sind, dank der Tweets von US-Präsident Trump, die Kopfschmerzen wegen des Handelskriegs wieder da. Zölle an sich sollten die Wirtschaft nicht in eine Rezession drängen. Allerdings sind die damit verbundenen Unsicherheiten kontraproduktiv und begrenzen die Chancen für eine schnelle und deutliche Verbesserung im Konjunkturzyklus. Die Verschlechterung der Stimmung wird sich als Belastung und als eine Quelle der Volatilität bei risikoreicheren Anlagen erweisen, und zwar besonders an den Aktienmärkten.



Fabrizio Quirighetti

Macroeconomic
Strategist



Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio
Manager



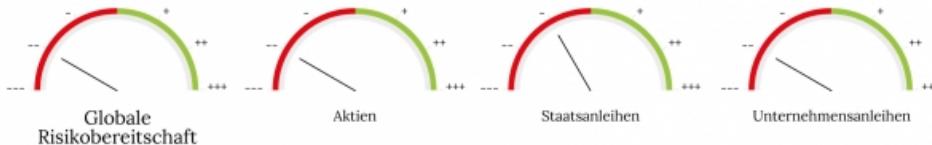
Maurice Harari

Senior Portfolio Manager



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management



Ruhe bewahren und «weitermachen»

Kommen wir direkt zum Punkt: Die Enttäuschungen und die Sorgen nehmen zu. Erstens bleibt die Dynamik des Wirtschaftswachstums schwach. Während unser Szenario vom Jahresbeginn bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt eine klarere Erholung vorsah, wurden zaghafte Anzeichen für eine Belebung der Aktivität in China oder Europa durch die jüngsten Schlagzeilen zerschlagen.

Zweitens sind, dank der Tweets von US-Präsident Trump, die Kopfschmerzen wegen des Handelskriegs wieder da. Zölle an sich sollten die Wirtschaft nicht in eine Rezession drängen. Allerdings sind die damit verbundenen Unsicherheiten kontraproduktiv und begrenzen die Chancen für eine schnelle und deutliche Verbesserung im Konjunkturzyklus. Die Verschlechterung der Stimmung wird sich als Belastung und als eine Quelle der Volatilität bei risikoreicheren Anlagen erweisen, und zwar besonders an den Aktienmärkten.

Die kräftigen Renditen seit Jahresbeginn wurden vor dem Hintergrund einer akkommadierenderen US-Geldpolitik und der im Hinblick auf eine Verbesserung des Wachstums und eine Lösung der Zollsituation gehegten Erwartungen erzielt. Es ist allerdings schwierig, sich von der Nachhaltigkeit einer Marktrally begeistern zu lassen, die aus steigenden Bewertungen in einem Umfeld gedämpfterer Gewinne besteht. Mit anderen Worten, die Märkte sind sich wahrscheinlich selbst vorausgeilt.

Glücklicherweise verschaffen uns der Mangel jeglichen Inflationsdrucks und die Kehrtwende der US-Notenbank zu Beginn des Jahres, zusammen mit einer für längere Zeit lockeren Geldpolitik in den Industrieländern, Unterstützung und Liquidität, besonders für die Anleihenmärkte.

Infolgedessen erscheint es uns recht offensichtlich, das Beta und die Volatilität zu reduzieren und, besonders nach den kräftigen Gewinnen seit Jahresbeginn, einige Gewinne im zyklischsten Teil der Aktienallokation mitzunehmen. Allerdings behalten wir etwas Carry im festverzinslichen Bereich bei, besonders in Schwellenländeranleihen in Hartwährung. Wie das Sprichwort sagt, der Spatz in der Hand ist besser als die Taube auf dem Dach.

Fabrizio Quirighetti

Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick und Ausblick auf die Weltwirtschaft

US-Präsident Trump hat es schon wieder getan. Durch die abrupte Erhebung von Zöllen auf die Einfuhr chinesischer Güter im Wert von USD 200 Mrd. in die USA hat Trump die Handelsspannungen wieder in den Vordergrund gerückt, gerade als – nach Monaten «konstruktiver» Gespräche – eine Einigung zwischen China und den USA in Reichweite schien. Ohne Vermutungen zu den Gründen für diese Kehrtwende anstellen zu wollen – vielleicht ein Fehltritt Chinas oder wahltaktische Überlegungen – ist das Wiederaufleben der Spannungen schwerlich eine gute Nachricht für die kurzfristigen globalen Wachstumsaussichten. Europa und China müssen noch einen deutlichen Anstieg der wirtschaftlichen Dynamik erreichen und bleiben daher anfällig für Stimmungswandel und erhöhte Unsicherheit.

Diese beiden Schlüsselregionen zeigten Anfang 2019 zaghafte Anzeichen einer Stabilisierung. Das galt besonders für China, wo die fiskal- und geldpolitischen Impulse Auswirkungen auf die Kreditvergabe und die Konjunktur zu zeigen schienen. Allerdings konnten die jüngsten Daten die erwartete Ankurbelung der Aktivität nicht bestätigen. Beide Volkswirtschaften befinden sich weiterhin in einer relativ anfälligen Situation mit schwachem Wachstum, dem es an Dynamik mangelt. In diesem Zusammenhang sorgt das Wiederaufleben der Handelsspannungen für potenziell gefährlicheren Gegenwind, da die Stimmung der Unternehmen, der Haushalte und der Anleger tendenziell eher von der erhöhten Unsicherheit beeinflusst wird.

Auf der positiven Seite ist die Geldpolitik jetzt klar auf eine unterstützende Positionierung umgeschwenkt. Die Normalisierung steht bei allen wichtigen Zentralbanken nicht mehr auf der Tagesordnung. Sie behalten eine moderate Tendenz bei, falls die Lage umschlägt. Dies kann verhindern, dass sich die allgemeinen Verschuldungsniveaus zu einem Problem entwickeln, wenn sich das Wachstum der Weltwirtschaft weiter verringert. Anstatt die erwarteten positiven Entwicklungen zu zeigen, bleibt der makroökonomische Ausblick jedoch getrübt und wird durch die Rückkehr der Inaktivität belastet.

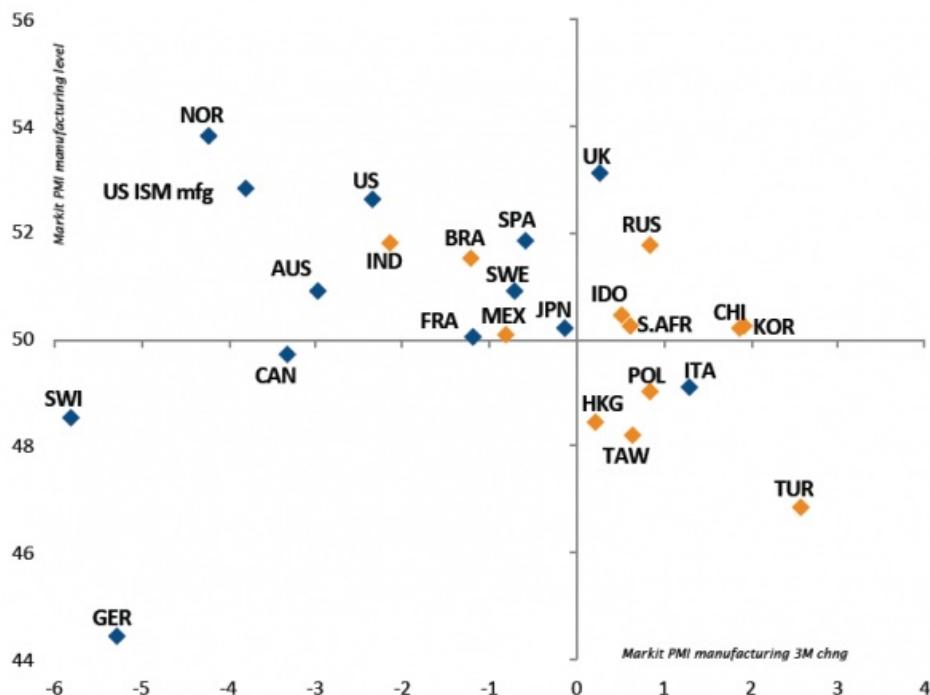
Wachstum

Die Divergenz in der zyklischen Dynamik zwischen den Industrieländern und den Schwellenländern setzt sich fort. Obwohl der Ausblick für das Wachstum der Weltwirtschaft konstruktiv ausfällt und durch die robuste Endnachfrage in den grossen Industrieländern gestützt wird, enttäuscht die mangelnde klare Beschleunigung des Wachstums in Europa und China die Erwartungen.

Inflation

Die Inflationsdynamik ist im grössten Teil der Weltwirtschaft nach wie vor trüb und tendiert trotz des Anstiegs der Energiepreise nur leicht aufwärts.

Abschwächung der Dynamik in den Industrieländern, aber die meisten Schwellenländer verbessern sich



Quelle

Factset, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 22.05.2019

Geldpolitik

Die gedämpfte Inflation ermöglicht den Zentralbanken, ihre akkommodierende Geldpolitik in den Industriestaaten beizubehalten und dadurch die Binnennachfrage und die Wachstumsaussichten zu fördern. Allerdings sind in Schwellenländern noch immer restriktivere Haltungen zur Geldpolitik zu finden.

Moderate Geldpolitik fördert

Die Wachstumsdynamik erwies sich jetzt in den Industrieländern mehrere Monate lang als schwach und diese Tendenz hat sich nicht umgekehrt. In diesem Zusammenhang hebt sich die US-Wirtschaft dank einer festen und nachhaltigen Binnennachfrage nach wie vor ab, auch wenn das globale Wachstumsumfeld diese Dynamik weiter drosselt. Die Stärke des Arbeitsmarktes und das leichte aber positive Wachstum der realen persönlichen Einkommen stärken weiterhin das BIP-Wachstum. Wiederholte Hinweise der US-Notenbank, dass sie jetzt bereit ist, über einen gewissen Zeitraum einen Anstieg der Inflation auf oder über ihr Ziel von 2% hinzunehmen, bevor sie eine weitere Straffung der Geldpolitik in Betracht zieht, garantiert implizit, dass die Geldpolitik für lange Zeit unterstützend bleiben wird.

Man kann die Wirtschaftslage in der Eurozone so betrachten, dass das Glas halb voll ist. Die Binnennachfrage und die Aktivität im Dienstleistungssektor halten die Wachstumsdynamik am Laufen – was sich mit dem Anstieg des BIP-Wachstums im 1. Quartal zeigte – und die zyklische Dynamik schwächt nicht mehr ab – da sich die Aktivitätsindikatoren des verarbeitenden Gewerbes bei den Tiefständen vom März stabilisiert haben. Da entgegen den Erwartungen keinerlei sichtbarer Anstieg der zyklischen Dynamik zu verzeichnen war, kann die Lage andererseits auch so betrachtet werden, dass das Glas halb leer ist. Durch diese relative Enttäuschung befindet sich die Eurozone in einer anfälligen Lage, in der jede Schwierigkeit – selbst ein Stimmungsumschwung – das in letzter Zeit bescheidene Wachstum zunichte machen könnte. Bei näherer Überlegung ist mit der Rückkehr der Handelsspannungen und der politischen Unsicherheiten – besonders rund um die Wahlen zum Europäischen Parlament und dem Brexit – das Glas in Kontinentaleuropa wahrscheinlich eher halb leer als halb voll. Überraschenderweise hält sich die britische Wirtschaft im Hinblick auf die Wachstumsdynamik recht gut, wobei die positive Dynamik nicht nur durch die vorsichtshalber aufgebauten Lagerbestände sondern auch durch eine feste Endnachfrage am heimischen Markt genährt wird. Allerdings bleiben die mittelfristigen Aussichten wegen der niemals endenden Unsicherheit um den Brexit recht ungewiss.

Ähnlich wie die Eurozone zeigen Japan und Australien aufgrund des schwachen Welthandels nach wie vor ein schleppendes Wachstum, auch wenn die Inlandsnachfrage vorerst stabil bleibt. In diesem Zusammenhang bereitet die Aussicht auf eine Mehrwertsteuererhöhung in Japan im weiteren Verlauf dieses Jahres Grund zur Sorge, da sie die Wirtschaft näher an eine Rezession bringen könnte.



«Anstatt die erwarteten positiven Entwicklungen zu zeigen, bleibt der makroökonomische Ausblick getrübt und wird durch die Rückkehr der Inaktivität belastet.»

Schwellenländer

China war, zusammen mit Europa, im letzten Jahr wahrscheinlich der Hauptgrund für die globale Wachstumsschwäche, und wie bei Europa wurde für China 2019 eine Belebung erwartet, wenn die wesentlichen fiskal- und geldpolitischen Lockerungen den Erwartungen zufolge ihre Auswirkungen auf die Wirtschaft gezeigt hätten. Zu Jahresbeginn waren ermutigende Anzeichen zu beobachten, die sich aber bislang nicht durch eine allgemeine Verbesserung der makroökonomischen Daten bestätigt haben. Wie im Falle Europas ist es beruhigend, dass sich die Konjunktur nicht weiter abschwächt, aber die fehlende positive Dynamik macht das Land anfällig für aufkommende Schwierigkeiten, besonders für die neuerlichen Handelsspannungen und höheren US-Zölle.

Nach einem stimmungsbedingten Anstieg der Aktivität im zweiten Halbjahr des vergangenen Jahres hat die brasilianische Wirtschaft jüngst an Schwung verloren. Bei wichtigen politischen Reformen besteht weiterhin ein Umsetzungsrisiko, besonders im Hinblick auf die Pensionen, und wahrscheinlich sind konkrete Ergebnisse nötig, damit die stimmungsbedingte Expansionsdynamik stärker auf nachhaltige Fundamentaldaten gestützt wird.

Adrien Pichoud

Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes in den vier grössten Volkswirtschaften der Eurozone
Die Aktivität schwächt sich in Europa nicht mehr ab... sie zieht aber auch nicht überzeugend an



Quelle

Factset, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 22.05.2019

Anlagebewertung und Bericht der Anlagestrategie-Gruppe

Risiko und Duration

Bei der Asset-Allokation haben wir im Berichtsmonat unsere Risikobereitschaft auf eine «Abneigung» abgesenkt, blieben aber für die Duration bei einer «leichten Abneigung».

Diese Änderungen unterstreichen unsere Bedenken im Hinblick auf das schleppende Wachstum – ohne bislang ersichtliche Anzeichen für einen Anstieg der Aktivität – und die potenziell negativen Auswirkungen des Handelskriegs auf die Stimmung. Tatsächlich könnten die Spannungen zwischen den USA und China auch das derzeitige gesamtwirtschaftliche Umfeld stören, besonders bei der gegenwärtigen schwachen Dynamik, wenn sich die Unsicherheiten und Vergeltungsmassnahmen auf andere Güter, Dienstleistungen oder geografische Regionen wie Europa und Japan ausweiten.

Berücksichtigt man die überzogenen Bewertungen, das schwache nominale Wachstum und die stärker als vor sechs Monaten akkommodierende Geldpolitik, kann der Carry, besonders über Schwellenländeranleihen in harter Währung und nachrangigen europäischen Anleihen, der höheren Volatilität der Aktienmärkte vorgezogen werden.

Infolgedessen wurde die Risikoreduzierung nur bei den Aktien vorgenommen, indem die Präferenz mehrerer geografischer Regionen herabgestuft wurde, bei denen das Risiko für Enttäuschungen beim globalen Wachstum und die Gefahren aufgrund eines Handelskriegs am grössten waren, wie etwa im Falle Chinas, Südkoreas, der Eurozone und Japans.

Bei der Duration ist wenig Wertschöpfungspotenzial übrig, aber bei einem Mangel an Wachstumsimpulsen oder Inflationsdruck, der zu einer expansiveren Geldpolitik führte, haben wir gewisse Positionen beibehalten. Die Besorgnis über den Handelskonflikt verschafft der Duration ebenfalls Rückenwind, da sie diesen günstigen Hintergrund verstärkt.

Andererseits könnten sich in der zweiten Jahreshälfte potenzielle Aufwärtsrisiken für die Zinsen ergeben, wenn sich das chinesische Wachstum schliesslich beschleunigt und die Aktivität in den USA anzieht und die europäischen Volkswirtschaften in deren Kielwasser folgen. Wenn die Energiepreise weiter allmählich ansteigen, kann der Basiseffekt des Ölpreises im weiteren Jahresverlauf auch ins Negative umschlagen.

«Die Risikobereitschaft bei den Aktien wurde um eine Stufe auf eine «Abneigung» herabgestuft. Wir behalten aber ein gewisses Engagement in risikoreicheren festverzinslichen Anlagen bei, da sie durch die akkommodierende Geldpolitik in den meisten wichtigen Industrieländern unterstützt werden.»

Aktienmärkte

Die Eurozone, China, Südkorea und Japan wurden alle auf eine «leichte Abneigung» herabgestuft, da sie in den nächsten paar Monaten – entweder unmittelbar oder als Nebenfolge – die ersten Opfer des enttäuschenden Wachstums und der anhaltenden Gefahren aufgrund eines Handelskriegs werden könnten. Zudem war an den Aktienmärkten Japans und der Eurozone eine Verteuerung der Bewertungen zu beobachten.

In Anbetracht der Verminderung des Aktienrisikos ziehen wir es vor, keine starke Sektortendenz und keine Präferenz für defensive oder zyklische Werte zum Ausdruck zu bringen, da es keine bestimmten Sektoren gibt, die sich sowohl in Bezug auf die Bewertung als auch auf die Gewinndynamik hervorheben.

Allerdings sind wir nach wie vor an starken Dividendenwerten interessiert, da bei ihnen die Gefahr einer durch die Zinssätze bedingten vorübergehenden Neubewertung geringer sein dürfte. Sie bieten in diesem Niedrigzinsumfeld auch eine reale mittel- bis langfristige Alternative.

Anleihenmärkte

Unsere relative Präferenz von realen gegenüber nominalen Staatsanleihen und von Schwellenländeranleihen in Hartwährung – bei denen das gegenwärtige Umfeld günstig und die Bewertungen attraktiv sind – gegenüber solchen in Lokalwährung haben wir beibehalten. Unsere «Abneigung» gegenüber Investment-Grade- und High-Yield-Unternehmensanleihen bleibt indessen bestehen.

Türkische Anleihen in Fremdwährung wurden auf eine «leichte Abneigung» herabgestuft, da sich der Ausblick verdüstert. Dagegen wurden polnische Anleihen in Lokalwährung wegen des recht starken Wachstums, der niedrigen Inflation und einer leicht expansiven Geldpolitik auf eine «leichte Abneigung» heraufgestuft.

Währungen, alternative Anlagen und liquide Mittel

Trotz der höheren Bewertung des US-Dollars ziehen wir den US-Dollar gegenüber dem Euro vor, da er bessere Wachstumsaussichten und eine positive Renditedifferenz bietet.

Den japanischen Yen, der mit einer «leichten Präferenz» bewertet ist, beurteilen wir 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.