

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (Juli 2019)

Montag, 07/22/2019

Es geht schon wieder los – die verzweifelte Suche nach Renditen ist zurückgekehrt. In einer Welt, in der Anleihen im Wert von über USD 13 Bio. negative Renditen abwerfen und Anleger mit Barpositionen in Industrieländerwährungen Geld verlieren, gibt es keine Alternative. Auf englisch wird diese Situation als TINA (kurz für «There is no Alternative») bezeichnet.

Dies ist der extrem expansiven Geldpolitik in den Industrieländern zu verdanken, wo die Zentralbanker alles in ihrer Macht Stehende tun, um das nominale Wachstum anzukurbeln. Wir unterschätzen ihre Kreativität keineswegs, hegen jedoch Zweifel an der Wirksamkeit von Niedrigzinsen und unkonventionellen Massnahmen zur Belebung des Wirtschaftswachstums und der Inflation. Leider bedeuten niedrigere Zinsen nicht automatisch ein höheres nominales Wachstum, da die entscheidenden Probleme struktureller Natur sind. Die Verlangsamung des Wachstums und der Inflation in Verbindung mit steigenden Schulden ist kein neuer Trend. Niedrigzinsen sind keine Lösung, sondern lediglich eine Möglichkeit, den Konjunkturzyklus zu verlängern und sich etwas vorzumachen.



Fabrizio Quirighetti
*Macroeconomic
Strategist*



Adrien Pichoud
*Chief Economist & Senior Portfolio
Manager*



Maurice Harari
Senior Portfolio Manager



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



TINA IN ZOMBIELAND – DIE VERZWEIFELTE SUCHE NACH RENDITEN

Es geht schon wieder los – die verzweifelte Suche nach Renditen ist zurückgekehrt. In einer Welt, in der Anleihen im Wert von über USD 13 Bio. negative Renditen abwerfen und Anleger mit Barpositionen in Industrieländerwährungen Geld verlieren, gibt es keine Alternative. Auf englisch wird diese Situation als TINA (kurz für «There is no Alternative») bezeichnet.

Dies ist der extrem expansiven Geldpolitik in den Industrieländern zu verdanken, wo die Zentralbanker alles in ihrer Macht Stehende tun, um das nominale Wachstum anzukurbeln. Wir unterschätzen ihre Kreativität keineswegs, hegen jedoch Zweifel an der Wirksamkeit von Niedrigzinsen und unkonventionellen Massnahmen zur Belebung des Wirtschaftswachstums und der Inflation. Leider bedeuten niedrigere Zinsen nicht automatisch ein höheres nominales Wachstum, da die entscheidenden Probleme struktureller Natur sind. Die Verlangsamung des Wachstums und der Inflation in Verbindung mit steigenden Schulden ist kein neuer Trend. Niedrigzinsen sind keine Lösung, sondern lediglich eine Möglichkeit, den Konjunkturzyklus zu verlängern und sich etwas vorzumachen.

Ein Bericht der BIZ stellte fest, dass 12% der börsennotierten Unternehmen weltweit jetzt schon als «Zombie»-Firmen bezeichnet werden können – deren Gewinne ihre Zinszahlungen nicht decken. Noch nicht überzeugt? Denken Sie an die italienischen Staatsschulden oder die ungedeckten Verbindlichkeiten in aller Welt – oder fragen Sie einfach einen japanischen Zentralbanker.

Pragmatisch betrachtet kann unsere aktuelle Positionierung so zusammengefasst werden: Wir halten ein niedriges bis moderates Aktien-Beta und heben Engagements in Anleihen mit Zinsvorteilen wieder an. Die Aktienmärkte befinden sich in einem Seitwärtstrend in einer bestimmten Bandbreite und dürften eher weitere Schwankungen als Kursgewinne verzeichnen. Die US-Notenbank (Fed) lockert ihre Geldpolitik im Sommer möglicherweise nicht so weit, wie die Märkte derzeit vorwegnehmen. Und das Gewinnwachstum dürfte weiter enttäuschen, wenn Abwärtsrisiken für das Wachstum eintreten.

Was die festverzinsliche Allokation und die Duration angeht, raten wir dazu, investiert zu bleiben, eine gewisse Duration zu halten, Schwellenländeranleihen (EM) zu bevorzugen und bei europäischen Unternehmensanleihen aufzustocken. Deutsche und französische Staatsanleihen zahlen negative Renditen, ebenso wie 5-jährige spanische und portugiesische Anleihen. Darüber hinaus sind die Risikoprämien (Spreads) europäischer Kredittitel immer noch ziemlich attraktiv, und die nächste Runde von Wertpapierkäufen (QE) der Europäischen Zentralbank (EZB) könnte Investment-Grade-Unternehmensanleihen umfassen.

In diesem Umfeld der niedrigen Zinssätze ist es immer noch sinnvoll, auf Wachstumsaktien – im Technologiesektor – zu setzen, in den Schwellenländern nach Chancen zu suchen und weiterhin Engagements in hochwertigen Anlagen zu halten, die robuste und stabile Ertragsströme bieten.

Nicht zuletzt sind der japanische Yen und Gold als Diversifikatoren immer noch interessant. Das «Überbleibsel aus barbarischen Zeiten» ist wieder gefragt, da die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken, und damit auch des Fiatgelds, weiterhin in Frage gestellt werden dürfte. Die Märkte haben plötzlich erkannt, dass die US-Wirtschaft bei einer Rezession in die gleiche Liquiditätsfalle tappen könnte, wie Japan und Europa. Das heisst, dass sogar die Geldmarktzinsen in US-Dollar in nicht allzu ferner Zukunft den Rubikon überschreiten könnten.

_Fabrizio Quirighetti

DER WIRTSCHAFTLICHE HINTERGRUND AUF EINEN BLICK UND AUSBLICK AUF DIE WELTWIRTSCHAFT

Die Zentralbanken haben angesichts der Anhäufung negativer Entwicklungen und der zunehmenden Abwärtsrisiken nun doch nachgegeben. Angesichts der Kombination aus globaler Wachstumsverlangsamung, schwacher Inflation, sinkenden Erwartungen, zunehmenden geopolitischen Spannungen und anhaltenden Auswirkungen der Handelsspannungen kamen die Entscheidungsträger in Washington, Frankfurt und Tokio zu dem gleichen Schluss – es ist Zeit, die Geldpolitik konkret zu lockern. Der EZB-Präsident und der Offenmarktausschuss der Fed warnten, dass die kurzfristigen Zinssätze in den kommenden Monaten gesenkt werden könnten, während der Gouverneur der Bank of Japan (BoJ) in Bezug auf das langfristige Renditeziel eine gewisse Flexibilität (nach unten) signalisierte.

Dieser simultane Schwenk der Zentralbanken hängt offensichtlich mit dem allgemeinen Trend der nachlassenden Aktivität in Industrie- und Schwellenländern zusammen. Entgegen den Erwartungen einer Belebung der Aktivität, insbesondere in Europa und China, blieb die globale Wachstumsdynamik eher schwach und verliert weiter an Schwung. Die jüngsten Indikatoren deuten sogar auf eine Verlangsamung des Wachstums in den USA hin. Im Augenblick verhindert die robuste Binnennachfrage in den meisten Industriestaaten jedoch ein Abrutschen ihrer Wirtschaft in eine Rezession und hinderte die Zentralbanken bisher daran, die Geldpolitik tatsächlich zu lockern. Der letzte Tropfen, der das Fass vermutlich zum Überlaufen brachte, war der Rückgang der tatsächlichen und erwarteten Inflationsraten. Dies gefährdete die Inflationsziele der Zentralbanken – die ohnehin verfehlt wurden, vor allem in der Eurozone. Ob die geldpolitische Lockerung die Inflationsraten beeinflussen wird, bleibt abzuwarten. Solange die Wachstums- und Inflationsdynamik so verhalten bleibt, haben die Zentralbanken jedoch einen Grund, die Geldpolitik zu lockern und weiterhin sehr expansiv zu halten, wenn auch nur, um ihre Glaubwürdigkeit zu schützen.

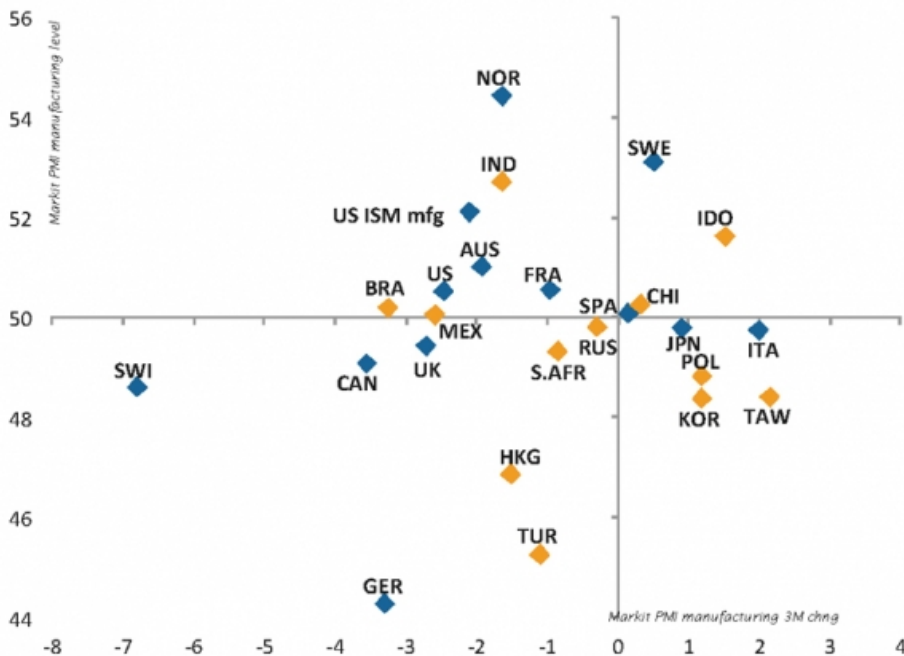
Wachstum

Die anhaltende Wachstumsverlangsamung in den Industrieländern und die Handelsspannungen zwischen den USA und China fordern nun doch endlich ihren Tribut von der ermutigenden Dynamik, die in den letzten Monaten in vielen Schwellenländern zu beobachten war. Mit wenigen Ausnahmen bremst die gesamte Weltwirtschaft ab ...

Inflation

Die Inflationsdynamik bleibt auf der ganzen Linie mässig, und der jüngste Rückgang der Ölpreise, der sich in der Gesamtinflation niederschlägt, war in dieser Hinsicht auch nicht gerade hilfreich. Für die Zentralbanken ist es jedoch beunruhigender, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen ebenfalls gesunken sind. Der Welt wird zunehmend «japanisch» ...

Wachstumsverlangsamung auf breiter Basis in Industrie- und Schwellenländern



Quelle

Quellen: Factset, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 27.06.2019

Geldpolitische Haltung

Jenseits der lautstark angekündigten, spektakulären Wende der Zentralbanken in den grossen Industrieländern zu einer expansiveren Geldpolitik erfasst der Lockerungstrend auch allmählich die Zentralbanken der Schwellenländer. Dies spielt sich vor dem Hintergrund schwacher Wachstums- und Inflationsraten in Verbindung mit einem nicht mehr aufwertenden US-Dollar ab.

Ausblick auf die Weltwirtschaft

Kein grosses Industrieland wurde von der Verlangsamung der Wachstumsdynamik seit dem letzten Jahr verschont. Obwohl sich die Indikatoren für den Fertigungssektor in Europa offenbar stabilisiert haben, verharren sie auf ziemlich niedrigen Niveaus. Damit besteht erneut ein Risiko, dass sich diese zyklische Schwäche auf die bisher robuste, vom Konsum getragene Seite der Wirtschaft ausweitet. Ein gewisser Schaden könnte bereits angerichtet sein, da sich die Stimmung weiter eintrübt und die Beschäftigungsdynamik ins Stocken gerät, sogar in Deutschland. In den USA gibt es Anzeichen für ähnliche Trends: Hier ist nicht nur eine Annäherung der Indikatoren für den Fertigungssektor an die schwachen Niveaus

«Washington, Frankfurt und Tokio kamen angesichts der Kombination aus globaler Wachstumsverlangsamung und schwacher Inflation zu dem gleichen Schluss: Es ist Zeit, die Geldpolitik wieder zu lockern.»

in der restlichen Welt zu beobachten, sondern auch ein schleppenderes Beschäftigungswachstum und ein nachlassendes Konsumentenvertrauen. Ein Teil davon ist sicherlich darauf zurückzuführen, dass die Effekte der fiskalischen Stimulationsmassnahmen aus dem Jahr 2018 nachlassen. Das schwache Wachstum der Weltwirtschaft und die Unsicherheit über den Handel üben jedoch ebenfalls Abwärtsdruck auf den Konjunkturzyklus aus. Japan ist keine Ausnahme. Der Exportsektor des Landes leidet unter dem schwachen Wachstum in China, der Handelsunsicherheit und der Aufwertung des Yen, während die Binnenwirtschaft durch die drohende Umsatzsteuererhöhung im Oktober belastet wird. Bei Rohstoffproduzenten wie Australien oder Kanada macht sich zudem die schwächere globale Nachfrage (vor allem in China) bemerkbar.

Schwellenländer

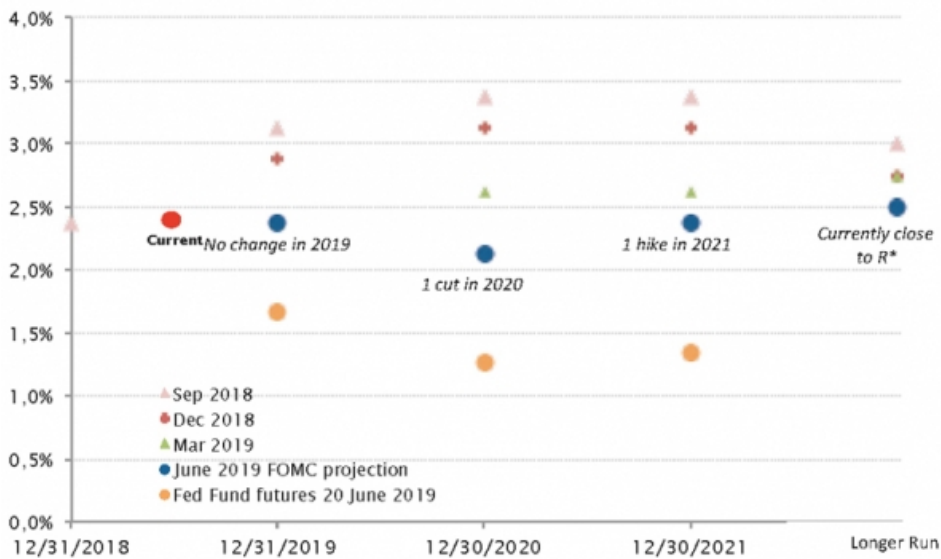
Ähnlich wie die Eurozone liess die chinesische Wirtschaft ebenfalls kein Anzeichen der im 1. Quartal erhofften Belebung erkennen. Die fortgesetzten und sogar intensivierten Handelsspannungen mit den USA belasten nicht nur den exportabhängigen Fertigungssektor der Wirtschaft, sondern auch den Binnenkonsum. Dadurch verharrt das BIP-Wachstum auf dem niedrigsten Stand seit Jahrzehnten, was wiederum negative Auswirkungen auf andere südostasiatische Länder wie Korea oder Taiwan hat.

Politische Unsicherheit ist ein weiterer Gegenwind für die Wachstumsdynamik, insbesondere in einigen grossen Schwellenländern, wo vor Kurzem Wahlen abgehalten wurden und die Umsetzung von Reformen für die langfristige Stabilität wichtig ist. In Brasilien steht eine Pensionsreform an. Südafrika und Mexiko kämpfen mit den Schuldenbergen der Staatsunternehmen Eskom bzw. Pemex. Und die Türkei vollzieht eine ausserordentlich prekäre Gratwanderung zwischen der Stabilisierung der Lira, um sich den Zugang zu den globalen Kapitalmärkten zu erhalten, und der Bereitschaft, dem Präsidenten eine ausreichende Unterstützung im Inland zu verschaffen.

In Russland wird die Wachstumsdynamik durch die Entwicklung der Ölpreise belastet. Da die Inflation jedoch offenbar ebenfalls zurückgegangen ist, erhält die Zentralbank Spielraum, um ihre bisher ziemlich restriktive Geldpolitik endlich zu lockern.

_Adrien Pichoud

Einschätzungen der Mitglieder im US-Offenmarktausschuss zur angemessenen Höhe der Fed Funds Rate und marktbasierende Erwartungen
 Innerhalb eines Jahres ist die Fed von der Erwartung einer Zinserhöhung auf die Erwartung von Zinssenkungen umgeschwenkt. Die Terminmärkte nehmen Zinssenkungen um 100 Basispunkte in den nächsten zwölf Monaten vorweg.



Quelle

Quellen: US-Notenbank, Bloomberg, SYZ Asset Management Stand der Daten: 20.06.2019

Anlagebewertung und Bericht der Anlagestrategie-Gruppe

Risiko und Duration

In unserer Asset-Allokation haben wir unsere Risikobereitschaft im Berichtsmonat wieder auf eine «leichte Abneigung» abgehoben. Die Duration sehen wir jedoch nach wie vor mit einer «leichten Abneigung».

Die Kehrtwende der US-Notenbank und der EZB zu einer expansiveren Haltung wird den künftigen Kurs der Geldpolitik beeinflussen und signifikante Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben (weitaus stärker als die Wachstums- oder Inflationsdynamik). Dies wird die Marktteilnehmer zwingen, weiterhin Risikoanlagen zu halten oder aufzustoßen, um die monetären Kräfte der finanziellen Repression zu vermeiden.

«Die Risikobereitschaft wurde um eine Stufe auf eine «leichte Abneigung» hochgestuft. Hierzu heben wir das Engagement in risikoreicheren festverzinslichen Anlagen an, die durch die allgemein akkommodierendere Geldpolitik in den meisten wichtigen Industrieländern unterstützt werden.»

Solange es keine greifbaren Anzeichen für eine Wiederbeschleunigung des Wirtschaftswachstums gibt, dürften die Aktienmärkte volatil bleiben und nur ein begrenztes Aufwärtspotenzial bieten. Angesichts der künstlich niedrig gehaltenen Renditen sollte die Aktienallokation sehr taktisch und am Wachstumstrend ausgerichtet sein, während die Bewertungen an Bedeutung verlieren. Wir drücken diese höhere Risikobereitschaft jedoch über einige festverzinsliche «Carry»-Anlagen aus. Hierzu setzen wir auf Unternehmensanleihen sowie auf Schwellenländeranleihen in Fremdwährungen, die Zinsvorteile bieten.

Da wir nicht voll an der Zinsrally bei Kern-Staatsanleihen partizipiert haben, sind wir an diesem Punkt nicht bereit, die reine Duration anzuheben (nach einer solchen Rally erwarten wir einen vorübergehenden Rückschlag und eine deutliche Verbesserung der Bewertungen). Wir gehen jedoch indirekte Durationsrisiken ein, indem wir bei Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen in harten Währungen aufstocken.

Dadurch wird die Anhebung des Risikos nur über den «risikoreicheren» Teil des Anleihenmarktes umgesetzt, nicht über den Aktienmarkt.

Aktienmärkte

Die Aktienmärkte Europas, Chinas und Japans werden mit einer «leichten Abneigung» beurteilt, während Engagements in den USA und den Schwellenländern allgemein etwas höher mit einer «leichten Präferenz» eingestuft sind.

Europa, China und Japan dürften die ersten direkten oder Kollateralopfer einer Wachstumsenttäuschung und einer Zuspitzung im Handelskrieg in den nächsten Monaten sein.

Darüber hinaus möchten wir nach wie vor keine allzu starken Sektortendenzen zum Ausdruck bringen – weder bei defensiven oder bei zyklischen Werten. Denn kein Sektor weist sowohl vorteilhafte Bewertungen als auch eine gute Gewinndynamik auf.

Aktien mit hohen Dividenden sind jedoch nach wie vor interessant. Sie dürften weniger von einer zinsbedingten vorübergehenden Neubewertung gefährdet sein und in diesem Niedrigzinsumfeld eine echte mittel- bis langfristige Alternative bieten.

Anleihenmärkte

Nach der Hochstufung in unserer Risikobeurteilung beschlossen wir, Investment-Grade-Unternehmensanleihen um zwei Stufen auf eine «leichte Präferenz» und High-Yield-Anleihen um eine Stufe auf eine «leichte Abneigung» anzuheben. Wir hegen nach wie vor eine Präferenz für europäische gegenüber US-amerikanischen Unternehmensanleihen. Dies beruht auf Bewertungsgründen in Verbindung mit der Steilheit der Euro-Renditekurve und der expansiven Haltung der EZB.

Bei den Investment-Grade-Unternehmensanleihen wurden die USA auf eine «leichte Abneigung», Europa auf eine «leichte Präferenz» und Grossbritannien auf eine «Abneigung» hochgestuft.

Bei unseren Präferenzen von realen gegenüber nominalen Staatsanleihen und von Schwellenländeranleihen in Hartwährungen gegenüber solchen in Lokalwährung gab es keine Veränderung.

Italienische inflationsindexierte und Nominalanleihen zählen jetzt zu unseren Favoriten (zusammen mit den USA). Die beiden Märkte wurden auf eine «leichte Abneigung» bzw. eine «leichte Präferenz» hochgestuft.

Für Schwellenländeranleihen bleibt das aktuelle Umfeld vorteilhaft, vor allem, wenn die Fed ihre Geldpolitik demnächst lockert und die US-Wirtschaft gemäss unserem zentralen Wirtschaftsszenario kurzfristig nicht in eine Rezession abrutscht. Darüber hinaus sind die Bewertungen nach wie vor attraktiv, vor allem gegenüber Unternehmensanleihen oder Anleihen aus europäischen Peripherieländern.

Im Hartwährungssegment wurde Mexiko auf eine «leichte Abneigung» herabgestuft. Brasilien wurde dagegen auf eine «leichte Präferenz» hochgestuft, da der Markt derzeit von der Unterstützung und der Zuversicht ausländischer Anleger profitiert.

Indonesien (Lokalwährung) wurde auf eine «leichte Abneigung» hochgestuft, da das wirtschaftliche Umfeld nach wie vor vorteilhaft ist: Die Inflation ist unter Kontrolle und die Zentralbank könnte ihre restriktive Haltung lockern. Zudem hob S&P vor Kurzem sein Länderrating an, und Indonesien könnte einer der grössten Nutzniesser einer akkommodierenderen Haltung der US-Notenbank sein.

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 vorteilhafter als den Schweizer Franken, dessen Status als sicherer Hafen durch die expansive Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank beeinträchtigt wird. Nicht zuletzt stufen wir Gold aufgrund seiner Diversifikationseigenschaften in einem risikoaversen Umfeld mit einer «leichten Präferenz» ein.

_ 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.