

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (Januar 2018)

Montag, 01/08/2018



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist

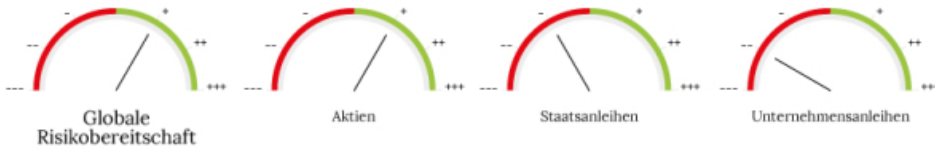


Hartwig Kos



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- Die USA und die Eurozone warten weiter mit positiven wirtschaftlichen Überraschungen auf.
- Wir halten an unserer Präferenz der Aktienmärkte fest, da die Anleihenmärkte nach wie vor teuer sind.



Weitertanzen

Der wirtschaftliche und finanzielle Hintergrund hat sich in den letzten Wochen nicht wesentlich verändert. Und er wird sich auch nicht verändern, nur weil ein neues Jahr begonnen hat: Das «Goldlöckchen»-Umfeld dauert weiter an, ebenso wie die teuren Bewertungen. Die einzige bemerkenswerte Wirtschaftsmeldung betraf die Steuerreformen in den USA und die damit zusammenhängende Kapitalrückführung. Dies wird das Wachstum vorübergehend stärken und den Gewinn je Aktie im S&P500 in diesem Jahr um rund USD 10 verbessern, ein zusätzliches Gewinnwachstum von rund 7% auf einen Durchschnitt von rund USD 150 gemäss den Konsensschätzungen. Wie die zurückgeholten Mittel zwischen Fusionen und Übernahmen, Sonderdividenden und produktiven Investitionen verteilt werden, bleibt eine offene Frage und hängt von bestimmten Aktien und Sektoren ab. Doch auch dieser Rückenwind dürfte die wirtschaftlichen Aussichten nach 2018 nicht ändern.

Unterdessen fallen die US-Inflationszahlen trotz der geringen Arbeitslosigkeit, der höheren Rohstoffpreise und des kräftigen Wachstums weiterhin überraschend niedrig aus. In den anderen grossen Industrieländern ist es das Gleiche: Da nach wie vor kein Anzeichen der Inflation zu erkennen ist, gehen die Zentralbanken lieber moderater vor. Neben den üblichen strukturellen Faktoren, wie alternde Bevölkerung, geringe Produktivität und Schuldenüberhang, scheint der Amazon-Effekt ebenfalls dazu beizutragen, die Inflation zu dämpfen. Denn dank der Technologie wird das Angebot jetzt so schnell angepasst wie die Nachfrage. Mit Blick auf die weitere Entwicklung erkennen wir die Möglichkeit, dass das Wachstum in der ersten Hälfte des Jahres 2018 stärker ausfällt als erwartet, insbesondere in den USA. Andererseits sollten gegen Ende des ersten Quartals auch deutlichere Anzeichen dafür zu erkennen sein, dass die Inflation den Tiefpunkt überwunden hat.

Wir beurteilen das Risiko in unseren Portfolios weiterhin zuversichtlich und bevorzugen Aktien (insbesondere Japan, dann Europa und zuletzt die USA) gegenüber Unternehmensanleihen. Im Grossen und Ganzen bietet das High-Yield-Segment kaum Aufwärtspotenzial, lediglich einen mageren Zinsvorteil – der sogar niedriger ist als die Dividendenrendite an den europäischen Märkten – während es andererseits dem Risiko einer nachlassenden Konjunktdynamik und/oder einer höheren Inflation und damit einer Zinsnormalisierung irgendwann im nächsten Jahr ausgesetzt ist. Dies rechtfertigt eine genauere Prüfung und grössere Selektivität. In einigen spezifischen Schwellenländern wie Mexiko und der Türkei bieten Hart- und Lokalwährungsanleihen nach wie vor eine gewisse relative, aber nicht gerade berauschende Werthaltigkeit.

Obwohl wir nicht mit einem starken Anstieg der Inflation und einer massiven Verkaufswelle von Anleihen rechnen (sondern mit einer «zaghaften» Anleihenbaisse) beurteilen wir die Duration weiterhin negativ. Im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld und angesichts der derzeit herrschenden Risikobereitschaft an den Finanzmärkten geht der Weg des geringsten Widerstands für die Zinsen nach wie vor aufwärts. Die US-Duration wäre die am wenigsten schlechte Wahl, vorzugsweise durch inflationsgebundene Instrumente. Wie üblich richtet sich unsere grösste Sorge auf eine heftige Neubewertung am langen Ende der Renditekurven für Staatsanleihen, die zu negativen Anpassungen der Bewertungen in vielen Anlageklassen führen könnte. Die Inflation ist der ultimative Feind von Finanzwerten. Die Aktienkurse dürften sich jedoch nicht abrupt anpassen, solange der Inflationsdruck moderat bleibt und das endgültige Niveau, das Tempo des Zinsanstiegs und die zugrunde liegenden Gründe vernünftig sind (das heisst, dem gesamtwirtschaftlichen Hintergrund angemessen). Fazit: Die guten Zeiten sollten zu Beginn des neuen Jahres weiter anhalten.

_Fabrizio Quirighetti

Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick und Ausblick auf die Weltwirtschaft

Vor dem Ende des Jahres 2017 wartete die Wirtschaft mit einer weiteren positiven Überraschung auf: Der US-Kongress kam endlich zu einer Einigung und verabschiedete die längst überfällige Steuerreform, die nach der Wahl von Donald Trump die Marktspekulationen angeheizt hatte. In einem Umfeld, in dem sich die US-Konjunkturdaten nach einem schleppenden 1. Halbjahr bereits wieder im Aufschwung befanden, kann diese Steuerreform die bestehende positive Dynamik nur unterstützen und verlängern, obwohl ihre direkt quantifizierbaren Auswirkungen auf das BIP begrenzt sein dürften. Eine solche Entwicklung ist nicht zu unterschätzen, wenn es sich um die grösste Volkswirtschaft der Welt handelt! Dies gilt umso mehr, als die starke positive Dynamik auch in den anderen Industriestaaten zu spüren ist, wobei Europa immer noch in Führung liegt und die Schwellenländer von der starken Aussennachfrage und der Erholung der Rohstoffpreise profitieren. Aus der makroökonomischen Sicht hält das «Goldlöckchen»-Umfeld Anfang 2018 weiter an, wobei der Konjunkturzyklus möglicherweise mehr kurzfristige Aufwärts- als Abwärtsrisiken aufweist. Das grosse Fragezeichen in Bezug auf die Aussichten für 2018 ist die Inflation: Das Risiko eines Anstiegs der Preisindizes, wenn auch nur eines leichten, ist grösser geworden. Und wenn es dazu kommt, könnten das Tempo und der Umfang der Beschleunigung den Druck auf die Zentralbanken verstärken, die geldpolitische Normalisierung zügiger voranzutreiben.

Wachstum

Alle grossen Industriestaaten verzeichnen positive und häufig sogar starke BIP-Wachstumsraten im Vergleich zu ihrem Potenzial. Kontinentaleuropa ist sicherlich der Brennpunkt dieser globalen Dynamik, wobei die Stärke der Eurozone positive Auswirkungen auf die Nachbarländer hat, insbesondere auf die Schwellenländer in Osteuropa. Zusammen mit den positiven Aussichten für das US-Wachstum dürften sich diese Trends in der ersten Hälfte des Jahres 2018 fortsetzen, sofern kein exogener Schock eintritt.

Inflation

In den Industriestaaten blieben die Inflationsraten von der Stärke des Konjunkturzyklus im Jahr 2017 unberührt. Obwohl immer noch kein sichtbarer Trend zu erkennen ist, nehmen die Anzeichen für eine gewisse Aufwärtsbewegung (wenn auch nur in begrenztem Umfang) zu. Deshalb ist die Inflation der wichtigste makroökonomische Faktor, den man 2018 im Auge behalten sollte.

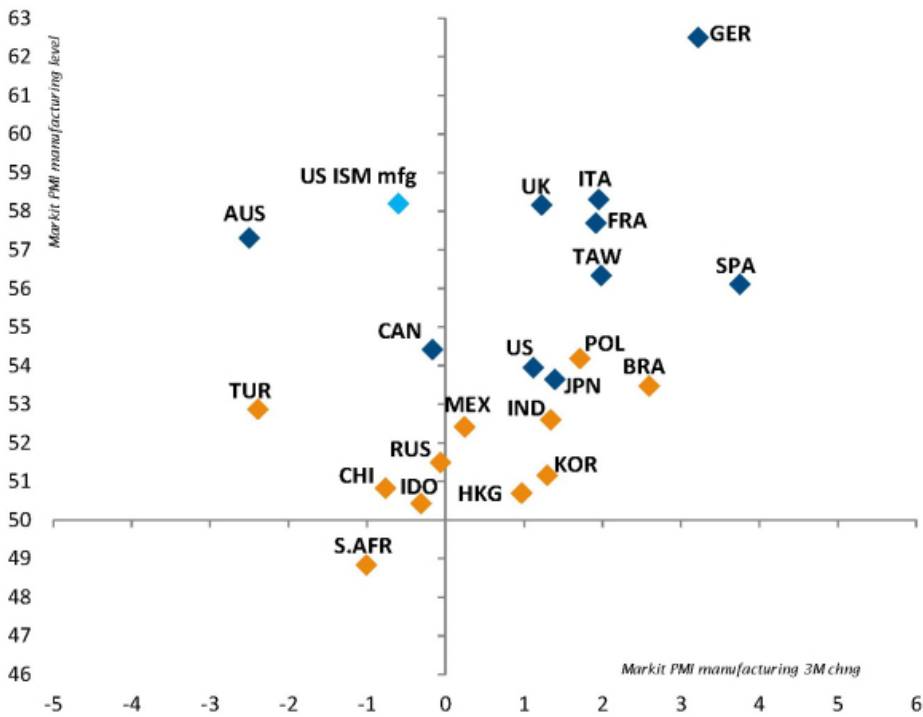
Geldpolitische Haltung

Tatsächlich wird die Inflationsdynamik das Tempo und das Ausmass des aktuellen (und bisher sehr vorsichtigen) Normalisierungstrends der grossen Zentralbanken beeinflussen. Sollte sich die Inflation vor dem Hintergrund des kräftigen Wirtschaftswachstums als stärker erweisen als erwartet, könnten sich die Zentralbanken gezwungen sehen, ihre derzeitige akkommodierende Haltung schneller anzupassen als erwartet.

«Aus der makroökonomischen Sicht hält das «Goldlöckchen»-Umfeld Anfang 2018 weiter an, wobei kurzfristige Aufwärtsrisiken bestehen.»

— *Adrien Pichoud*
*Chief Economist & Senior Portfolio
Manager*

Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe



Quelle

Quellen: Factset, Markit, SYZ Asset Management. Stand der Daten: Freitag, 22. Dezember 2017

Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank



Quelle

Quellen: Factset, Markit, SYZ Asset Management. Stand der Daten: Freitag, 22. Dezember 2017

Industrieländer

Die Wachstumsdynamik in den USA setzte sich in den letzten Wochen des Jahres 2017 ungebrochen fort. Das Konsumentenvertrauen, die Konsumausgaben, der Auftragseingang für langlebige Güter, die Industrieproduktion, die Immobiliendaten und die Geschäftsklimaindizes deuten alle auf eine solide Expansion und ein weiteres Quartal mit einem annualisierten BIP-Wachstum von rund 3% hin. Deshalb konnte die US-Notenbank den kurzfristigen Leitzins zum dritten Mal im Jahr anheben, womit sie eine ausreichende Zuversicht zeigt, dass der knappere Arbeitsmarkt letztendlich zu einer Beschleunigung des Lohnwachstums und zu einem Anstieg der Preisinflation führen wird. Das Votum für die längst überfällige Steuerreform kurz vor dem Jahresende kann diese positive Wachstumsdynamik nur unterstützen, selbst wenn die direkten Auswirkungen moderat sein dürften. Der «Vertrauenseffekt» könnte ausreichen, um eine positive Dynamik bei Investitionen, Immobilien und selbst beim Konsum anzustossen, denn trotz der steigenden kurzfristigen Zinssätze hat sich die Vergabe von Konsumentenkrediten in letzter Zeit erholt.

Unterdessen setzte sich die spektakuläre Beschleunigung des Wachstums in der Eurozone fort, die seit Mitte 2016 zu beobachten war. Unterstützt durch die starke Auslandsnachfrage und die sehr günstigen Kreditkonditionen holen der Binnenkonsum und die Investitionen schwingvoll auf. Diese Verbesserung, an der alle Volkswirtschaften in der Währungsunion partizipieren, hat auch positive Auswirkungen auf die Nachbarländer ausserhalb der Eurozone, wie die Schweiz, Skandinavien und Osteuropa. Selbst wenn die Inflation in der Eurozone ziemlich niedrig bleibt, dürfte dieses positive Wachstumsumfeld letztlich die Debatte über die geldpolitische Normalisierung der Europäischen Zentralbank anfachen – aber nicht vor der Mitte des Jahres, da das aktuelle reduzierte quantitative Lockerungsprogramm erst im September auslaufen wird.

Bei der Bank of Japan (BoJ) ist eine Debatte über eine geldpolitische Normalisierung vor dem Sommer ebenfalls unwahrscheinlich, da die Amtszeit von Haruhiko Kuroda im April endet. Im Augenblick scheint alles für eine Wiederernennung des Amtsinhabers zu sprechen. Aber wer auch immer die BoJ in den nächsten fünf Jahren leitet, muss angesichts des immer noch kräftigen Wirtschaftswachstums in Japan vermutlich ebenfalls eine allmähliche Normalisierung der Geldpolitik einleiten.

Schwellenländer

Die Wachstumsdynamik in den Schwellenländern ist weiterhin positiv, denn die Gesamtaktivität wird durch eine Kombination vorteilhafter makroökonomischer Faktoren weltweit unterstützt: Die starke Auslandsnachfrage aus den Industrieländern, steigende Energie- und Rohstoffpreise, ein schwächerer US-Dollar, die nachlassende und manchmal sogar niedrige Inflation (mit einigen bemerkenswerten Ausnahmen wie der Türkei oder Mexiko) ermöglichen es den Zentralbanken, ihre Geldpolitik zu lockern. Osteuropäische Länder wie Polen erhalten Auftrieb durch die Dynamik in der Eurozone. Volkswirtschaften in Ostasien profitieren von der relativ konstanten Wachstumsrate in China und der festen globalen Nachfrage, insbesondere für technologische Produkte. Unter den grossen Schwellenländern ist die wirtschaftliche Situation nur in Südafrika weniger rosig. Die jüngsten politischen Veränderungen schüren zwar die Hoffnung auf einen Richtungswechsel bei der Steuerung der Wirtschaft. Auf kurze Sicht werden sich die möglichen Auswirkungen aber nicht bemerkbar machen.

_Adrien Pichoud



Bedeutende positive Überraschungen aus der Wirtschaft der USA und der Eurozone



Quelle

Quellen: Factset, SYZ Asset Management. Stand der Daten: Dienstag, 9. Januar 2018

Erkenntnisse der Anlagestrategie-Gruppe und Anlagebewertung

Risiko und Duration

Keine Änderung der Einschätzung.

Aktienmärkte

Im Hinblick auf die relativen Präferenzen an den Aktienmärkten wurden Grossbritannien und Kanada aufgrund der vergleichsweise attraktiven Bewertungen um eine Stufe auf eine leichte Präferenz hochgestuft. Japan wurde ebenfalls um eine Stufe von einer leichten Präferenz auf eine Präferenz hochgestuft, womit Japan jetzt unser bevorzugter Aktienmarkt ist. Welche Gründe hatte diese Änderung?

Erstens ist der Markt im Vergleich zu anderen Aktienmärkten billig. Dies wurde von unserem Multi-Asset-Team bereits seit einiger Zeit sehr detailliert hervorgehoben. Ein weiterer Faktor, der für japanische Aktien spricht, ist das gute Konjunkturmilieu in Verbindung mit dem verhaltenen Inflationsdruck und die nach wie vor sehr akkommodierende Zentralbank. Darüber hinaus ist die Fremdkapitalquote bei japanischen Aktienunternehmen im Vergleich zu den meisten anderen westlichen Aktienmärkten sehr niedrig. Was bedeutet das? In den letzten zehn Jahren haben viele Unternehmen, vor allem in den USA, Anleihen ausgegeben, um Aktien zurückzukaufen. Tatsächlich waren Aktienrückkäufe von Unternehmen einer der stärksten Treiber der Wertentwicklung von Aktien, insbesondere in den USA. Die negative Folge davon war der Anstieg der Fremdkapitalquote in den Unternehmensbilanzen. Das bedeutet, dass ein immer grösserer Teil des EBIT der Unternehmen zur Deckung von Zinsaufwendungen verwendet werden muss, sodass vom Nettoertrag immer weniger zur Deckung anderer Verpflichtungen übrig bleibt. Ein Vergleich zur besseren Veranschaulichung: Die aktuelle Dividendenrendite des TOPIX-Index liegt mit 1,74% geringfügig unter der Rendite des S&P500 mit 1,82%. Doch die Ausschüttungsquote beim TOPIX entspricht weniger als 30%, gegenüber mehr als 50% beim S&P. Das bedeutet, dass japanische Unternehmen einen wesentlich geringeren Teil ihrer insgesamten Nettoerträge ausschütten müssen, um eine ähnliche Dividendenrendite zu erreichen wie US-Unternehmen. Dieser Unterschied ist zum Teil auf die unterschiedlichen Bewertungen zwischen Japan und den USA zurückzuführen. Ein weiterer Grund ist jedoch die Tatsache, dass in den USA ein grösserer Teil des EBIT durch Zinszahlungen aufgezehrt wird. Denn dadurch ist der insgesamt Reingewinn, aus dem die Dividenden ausgeschüttet werden, vergleichsweise geringer. Darüber hinaus befinden wir uns derzeit in einem Umfeld, in dem die Zinssätze allmählich steigen. Das bedeutet, dass die Fremdkapitalquote bei US-Aktien irgendwann zur Belastung wird. Japan ist dagegen besser abgeschirmt, und die BoJ ist mit ihrem Zinserhöhungszyklus weit hinter der US-Notenbank zurück. Obwohl die Anleger Japan positiv einschätzen, ist die Positionierung am Markt immer noch sehr gering.

«Wir befinden uns derzeit in einem Umfeld, in dem die Zinssätze allmählich steigen. Das bedeutet, dass die Fremdkapitalquote bei US-Aktien irgendwann zur Belastung wird.»

— Hartwig Kos

Anleihenmärkte

Nach einer soliden Wertentwicklung der Anleihenmärkte im November und Anfang Dezember 2017 wurde die Beurteilung von italienischen inflationsindexierten Anleihen, Bundesanleihen und australischen Staatsanleihen geändert. Das bedeutet, dass US-Treasuries jetzt der einzige Anleihenmarkt eines Industrielands sind, der mit einer Präferenz eingestuft ist. Alle anderen Märkte werden entweder leicht negativ oder negativ beurteilt.

Dies sollte keine Überraschung sein, da US-Treasuries im Vergleich zu anderen Anleihenmärkten einen vergleichsweise guten Zinsvorteil bieten. Darüber hinaus sind die Renditen im zweijährigen Segment des Treasury-Marktes in den letzten sechs Monaten kontinuierlich gestiegen. Im Augenblick ist die Rendite 2-jähriger Treasuries mit 2% höher als die Dividendenrendite des S&P 500. Damit haben US-Anleger jetzt eine ertragsgenerierende Alternative zu US-Aktien. Dies ist eine bedeutende Verschiebung bei der relativen Bewertung, die künftig Folgen haben könnte.

Devisen und Cash

Keine Änderung der Einschätzung.

_Hartwig Kos

«Im Augenblick ist die Rendite 2-jähriger Treasuries mit 2% höher als die Dividendenrendite des S&P 500.»

— Hartwig Kos

