

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (Mai 2018)

Montag, 05/14/2018

Obwohl sich der wirtschaftliche Hintergrund nicht sehr verändert hat und insgesamt günstig bleibt, haben die Störgeräusche deutlich zugenommen. Die Besorgnis über Zölle, Handelskriege und geopolitische Spannungen hat die positiven Auswirkungen der Steuersenkungen, die in den nächsten Quartalen beim Gewinnwachstum erkennbar sein dürften, vollkommen überschattet.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Hartwig Kos



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic
Strategist



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager

- Es gab nicht viele Veränderungen und das Bild der Weltwirtschaft bleibt positiv. Allerdings hat der Wirbel um Zölle, Handelskriege und geopolitische Spannungen deutlich zugenommen.
- Die Präferenz von zyklischen Sektoren gegenüber defensiven Sektoren bleibt vorerst bestehen, auch wenn die jüngste Marktvolatilität einige Veränderungen an der Dynamik der Aktienmärkte bewirkt hat.
- Wir bleiben bei einer gewissen Präferenz für Risiken und haben die Duration nicht herabgestuft, da sie einige Dekorrelationseigenschaften zurückgewonnen hat.



Unsicherheiten rund um die Bewertungen, aber nicht beim Gewinnwachstum!

Obwohl sich der wirtschaftliche Hintergrund nicht sehr verändert hat und insgesamt günstig bleibt, haben die Störgeräusche deutlich zugenommen. Die Besorgnis über Zölle, Handelskriege und geopolitische Spannungen hat die positiven Auswirkungen der Steuersenkungen, die in den nächsten Quartalen beim Gewinnwachstum erkennbar sein dürften, vollkommen überschattet. Mit Blick auf die weitere Entwicklung fragen sich die Anleger auch, ob der erwartete Anstieg des US-Haushaltsdefizits, mit dem dieses Steuergeschenk bezahlt werden muss, den Dialog um die Geldpolitik ändern wird. Was die Geldpolitik betrifft, weckt die Abflachung der US-Renditekurve auch Befürchtungen, da sie gewöhnlich ein Anzeichen für bevorstehende schwierigere Phasen war.

Es ist noch zu früh, um hierzu eine klare Einschätzung zu gewinnen, wir glauben aber nicht, dass diese Schlagzeilen in der absehbaren Zukunft die Gewinne bestimmen werden. Wir erwarten, dass die Rhetorik rund um Zölle nur geringe Auswirkungen auf das Wachstum und die Inflation haben wird, auch wenn wir anerkennen, dass die Unsicherheiten rund um dieses Thema die Unternehmensausgaben und die Pläne für Neueinstellungen vorübergehend beeinträchtigen können. Die Diskussion um die Zölle hat der Stimmung sowohl an den Finanzmärkten als auch bei den Unternehmensinvestitionen geschadet und unglücklicherweise die Bewertungen belastet, die Anleger zu zahlen bereit sind. Erwähnenswert ist an dieser Stelle die Veränderung der Volatilitätsverhältnisse seit Februar, besonders an den US-Aktienmärkten, an denen von einem Tag zum anderen wie auch im Tagesverlauf erhebliche Schwankungen der Indexkurse festzustellen waren. Der Risikobeitrag des US-Marktes, der im Allgemeinen als der defensivste oder am wenigsten riskante unter den großen Aktienmärkten gilt, ist über den anderen Märkte gestiegen. Die Entwicklung des Technologiesektors spielt bei diesem ungewöhnlichen Anstieg des US-Aktienrisikos möglicherweise ebenfalls eine Rolle. Was die Neigung der Renditekurve betrifft, kommt es stets zu einer Abflachung, wenn die Zentralbanken ihre Geldpolitik straffen, und es steht sicherlich eine Verlangsamung bevor (d. h. der steilste Teil der Konjunkturerholung liegt hinter uns). Diese könnte aber noch recht weit entfernt sein. Mitte 2005 lag die Differenz zwischen den Renditen der 10-jährigen und der 2-jährigen US-Treasuries nahe am gegenwärtigen Niveau von rund 50 Bp. und kehrte sich im ersten Quartal 2006 sogar zeitweise um. Somit kann die Renditekurve nicht als ein zeitlicher Indikator dienen.

In diesem Zusammenhang behalten wir eine gewisse Präferenz für Risiken und eine leichte Abneigung hinsichtlich der Duration bei. Die Bewertungen sind bei den Aktien geringfügig attraktiver geworden und in geringerem Maße auch bei den Anleihen, allerdings nicht deutlich genug, um zusätzliche Kaufgelegenheiten auszulösen. Umgekehrt hat die jüngste Zinssenkung, besonders in Kontinentaleuropa, nominale Staatsanleihen teurer gemacht. Wir haben die Duration noch nicht herabgestuft, da sie einige Dekorrelationseigenschaften zurückgewonnen hat und die Inflation verhalten geblieben ist. Die einzige bemerkenswerte Änderung ist, dass wir jetzt Schwellenländeranleihen in Hartwährung gegenüber Schwellenländeranleihen in Lokalwährung (die auf eine leichte Abneigung heruntergestuft wurden) bevorzugen. Diese Anlageklasse dürfte weiter von einem sich insgesamt verbessernden gesamtwirtschaftlichen Hintergrund (aufholendes Wachstum, nachlassende Inflation und potenziell weniger restriktive Geldpolitik in der Zukunft) und solideren strukturellen Fundamentaldaten (geringere Abhängigkeit von externen Mitteln zur Finanzierung überschaubarer Haushalts- oder Leistungsbilanzdefizite) profitieren und somit von der wankelmütigen Politik Trumps und der allmählichen Normalisierung der Geldpolitik in den Industrieländern verschont bleiben.

Fabrizio Quirighetti



Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick und Ausblick auf die Weltwirtschaft

Kürzlich ist ein grosses Fragezeichen für die Aussichten der Weltwirtschaft aufgetaucht. Die wirtschaftlichen, politischen und geopolitischen Entwicklungen führten in ihrem Zusammenwirken allmählich zu einer wichtigen Frage: Ist die anhaltende wirtschaftliche Abschwächung ein frühes Anzeichen für eine bevorstehende globale Wachstumsverlangsamung oder handelt es sich dabei lediglich um eine Stabilisierung nach den spektakulären Fortschritten, die 2017 zu beobachten waren?

Um es deutlich zu sagen: Wir bevorzugen die zweite Hypothese und rechnen weiterhin mit einem günstigen wirtschaftlichen Hintergrund für den Rest des Jahres. Allerdings hat das Zusammentreffen schwächerer Wachstumsdaten, einer verhärteten Rhetorik in der Handelspolitik zwischen den USA und China und gestiegenen Spannungen zwischen den USA und Russland (Wirtschaftssanktionen und eine Konfrontation im Stil des Kalten Krieges in Syrien) wachsendes Unbehagen bei den Anlegern hervorgerufen. Bis jetzt ist noch nichts Konkretes geschehen, aber es besteht das unangenehme Gefühl, dass nicht mehr viel fehlt, um das Bild zu trüben.

Hinzu kommen noch die Zentralbanken: Die Fed, die BoE und die EZB sind jetzt gewillt, ihre Politik zu normalisieren, was angesichts ihres Auftrags sehr logisch erscheint. Die US-Notenbank (Fed) erhöhte ihre Zinssätze im März erneut und wird die Zinserhöhungen in den kommenden Quartalen fortsetzen. Die Bank of England (BoE) ist bestrebt, die Zinsen nach der ersten Erhöhung im vergangenen Jahr weiter anzuheben. Und die EZB gibt an, dass sie bis zum Ende des Jahres mit dem Ausstieg aus ihrem quantitativen Lockerungsprogramm beginnen wird. Auch wenn dies gerechtfertigt ist und die Geldpolitik absolut betrachtet sehr expansiv bleibt, lässt dieser synchron verlaufende Trend zu restriktiveren Bedingungen in einer Phase weniger gewisser Wachstumsbedingungen die Befürchtung wiederaufleben, dass es zu einem von den Zentralbanken verursachten Wachstumsrückgang kommt, wie die flacheren Renditekurven zeigen. Die kommenden Monate werden daher für die Beurteilung wichtig sein, ob die jüngste Schwäche der makroökonomischen Daten tatsächlich nur eine Stabilisierung reflektiert oder ob sie ein frühes Anzeichen für etwas Tiefergehendes ist.

Wachstum

Trotz schwächerer Konjunkturindikatoren und etwas enttäuschender Daten in Europa befinden sich zu Beginn des zweiten Quartals alle grossen Volkswirtschaften weiterhin im Wachstum. Das Wachstum beschleunigt sich schlüssig nicht mehr.

Inflation

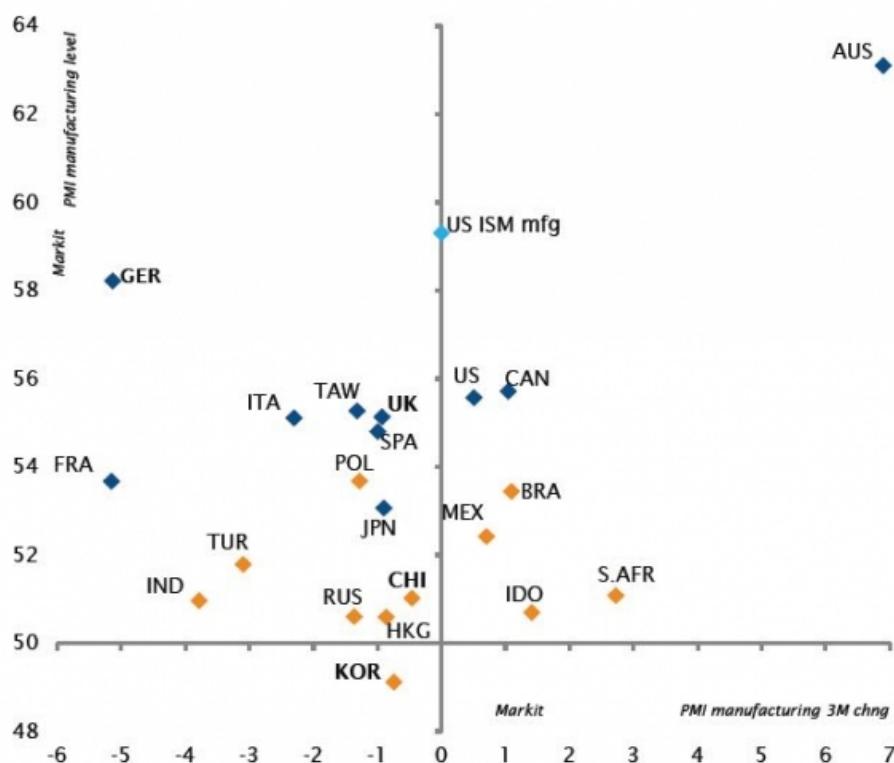
Die Inflation bewegt sich, unterstützt durch die auf einem Dreijahreshoch liegenden Ölpreise, in den Industrieländern langsam aber sicher nach oben, in Richtung auf die Zielwerte der Zentralbanken. Andererseits bleibt die Disinflation in den meisten Industrieländern weiterhin wirksam.

Geldpolitik

Die Zentralbanken der grossen Industriestaaten weisen vor dem Hintergrund des positiven Wachstums und der sich stabilisierenden Inflationsraten auf eine Normalisierung der Geldpolitik nach unterschiedlichen Massstäben hin. Demgegenüber kommt den Zentralbanken der Schwellenländer die Verlangsamung der Inflation zugute, die ihnen eine Lockerung ihrer restriktiven Haltung gestattet.

«Die kommenden Monate werden für die Beurteilung wichtig sein, ob die jüngste Schwäche der makroökonomischen Daten nur eine Stabilisierung reflektiert oder ob sie ein frühes Anzeichen für etwas Tiefergehendes ist.»

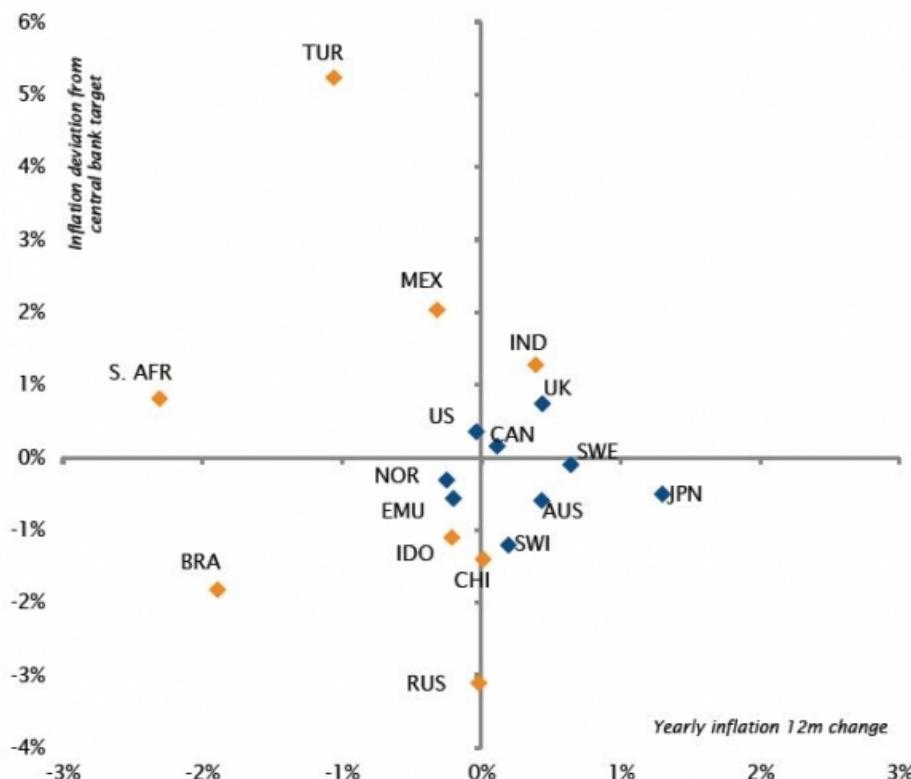
Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe



Quelle

Quellen: Factset, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 23. April 2018

Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank



Quelle

Quellen: Factset, Markit, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 23. April 2018

Industriestaaten

Nachdem die US-Wirtschaft im ersten Quartal etwas an Fahrt verloren hat, setzt sie das Wachstum nun mit einem gesunden Tempo fort. Der Konsum wird durch den Tiefstand der Arbeitslosenquote unterstützt, das Haushaltseinkommen erholt sich langsam und die Investitionsausgaben steigen inmitten eines guten Geschäftsklimas weiter. Dass die Kerninflation des Verbraucherpreisindex (KPI) im März wieder über 2% liegt, unterstreicht den Standpunkt der Fed bei ihrer Sitzung vom März, dass die Geldpolitik weiter normalisiert werden muss. Die kurzfristigen Zinsen nähern sich jetzt in den USA zum ersten Mal seit einem Jahrzehnt real betrachtet (unter Ausschluss der Inflation) der wichtigen Schwelle zum positiven Bereich. Die Fed beabsichtigt, diesen Zyklus auszuweiten, der von jetzt an wie ein wirklicher Straffungszyklus aussehen wird.

Alle europäischen Konjunkturdaten zeigten in den letzten Wochen einen niedrigeren Trend und blieben hinter den Erwartungen zurück. Ist das ein Grund zur Sorge? Ist die lang erwartete Erholung des europäischen Wirtschaftswachstums bereits vorbei? Die Antwort ist nein, zumindest für den Moment: Die jüngste Abschwächung war zwar ausgeprägt, der Ausgangspunkt lag jedoch so hoch, dass die Konjunkturdaten auf einem Niveau bleiben, das immer noch mit einem überdurchschnittlichen BIP-Wachstum vereinbar ist. Sie müssen sich nur irgendwann stabilisieren ... Durchweg sinkende Arbeitslosenquoten, zurückgehaltene Investitionen und sehr günstige Finanzierungsbedingungen scheinen die Voraussetzungen zu bieten, um den Wachstumszyklus auf Kurs zu halten, aber die noch immer niedrige Inflation gibt der EZB keinen Grund bzw. keine Notwendigkeit, sich mit dem Ausstieg zu beeilen. Die Bank of England ist mit einer etwas anderen Situation konfrontiert, da die Inflation im vergangenen Jahr über ihrem Zielwert lag. Wenn sich die Währungseffekte in der nächsten Zeit verflüchtigen, wird ein weiterer Zinserhöhungsschritt um 25 Bp. erwogen. In Japan reflektiert das schwächere Wachstum in jüngster Zeit die weiterhin hohe Anfälligkeit der Wirtschaft für Schwankungen des Yen.

Schwellenländer

Die chinesische Wirtschaft ist derzeit in recht guter Verfassung und scheint somit in der Lage zu sein, einem (begrenzten) Handelskrieg standzuhalten. Das BIP-Wachstum hat sich stabilisiert und richtet sich allmählich auf den Binnenkonsum aus. Die Kapitalabflüsse wurden bewältigt, das Kreditwachstum ist vorläufig eingedämmt, und die Währung hat sich stabilisiert oder sogar gegenüber dem US-Dollar zugelegt. In diesem Zusammenhang verfügen die staatlichen Stellen über die Instrumente und den Spielraum, Gegenwind aus einem möglichen Handelskrieg bis zu einem gewissen Punkt auszugleichen.

In zwei grossen lateinamerikanischen Ländern werden in diesem Jahr Wahlen abgehalten: Brasilien und Mexiko. Beide Länder zeigen einen interessanten wirtschaftlichen Hintergrund – eine positive Wachstumsdynamik, verbunden mit einer sich abschwächenden Inflation. Allerdings liegt auf der politischen Ebene AMLO, der Kandidat der Linken, bei den Meinungsumfragen in Mexiko weitgehend vorn, während Lula, der beabsichtigte, die brasilianische Linke zu vertreten, wegen Korruption zu einer Haftstrafe verurteilt wurde.

Erdogan rief in der Türkei vorgezogene Neuwahlen für Juni aus. Die Zeit wird zeigen, ob diese Entscheidung durch die Erwartung einer bevorstehenden Wachstumsverlangsamung motiviert war, da die unterstützenden Wirkungen der fiskalischen Impulse schwanden.

Adrien Pichoud

Die Konjunkturdaten waren in jüngster Zeit schwächer, besonders in Europa und Japan



Quelle

Quellen: Factset, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 20. April 2018

Erkenntnisse der Anlagestrategie-Gruppe und Anlagebewertung

Risiko und Duration

Unsere Beurteilung des Risikos und der Duration hat sich nicht geändert. Angesichts des weltweit etwas schwächeren makroökonomischen Bildes in Verbindung mit einer sich noch immer beschleunigenden Inflation wird aber zunehmend offensichtlich, dass die nächste Anpassung aller Wahrscheinlichkeit nach eine Bewegung nach unten zu einer leichten Abneigung für das Risiko und einer Abneigung für die Duration sein wird.

Aktienmärkte

Wie bereits zuvor erwähnt, haben wir die breiten Aktienthemen in den letzten Monaten ausgewogen positioniert. Dies spiegelte unsere vorsichtig positive Haltung zum Aktienrisiko im Ganzen wider, ohne zu viele geografische Risiken einzugehen. Bei den Aktiensektoren haben wir die seit langem bestehende Präferenz von zyklischen Sektoren gegenüber defensiven Sektoren beibehalten. Vorerst bleibt diese Positionierung angemessen, allerdings hat die jüngste Marktvolatilität einige Veränderungen an der Dynamik der Aktienmärkte verursacht. Darunter sind die Risikomerkale der US-Aktien am bemerkenswertesten.

Obwohl er teurer als der europäische und der japanische Aktienmarkt ist, liegt der US-Aktienmarkt aufgrund verschiedener Faktoren auf einem relativ günstigen Rang. Erstens tendiert das USD-Risiko nach unserer Einschätzung nach unten, was dem breiteren US-Aktienmarkt etwas Rückenwind gibt. Noch wichtiger ist aber, dass US-Aktien einer der besten Wege waren, um defensives Beta in die Anlageportfolios hineinzunehmen, da der US-Markt ein strukturell defensiverer Markt ist als der europäische und der japanische Markt. Dieser relative Vorteil hat sich in den letzten Monaten allerdings deutlich verringert. Beim Vergleich der täglichen Intraday-Höchstwerte mit den täglichen Intraday-Tiefstwerten des S&P 500 wird offensichtlich, dass die Volatilität des breiten US-Marktes im Laufe eines Handelstages so hoch ist wie sie es 2008 war. Darüber hinaus ist die Intraday-Volatilität auch wesentlich höher als in Europa und Japan.

Es ist offensichtlich zu früh, um die Bewertung der US-Aktien zu ändern, aber es hat den Anschein, dass eine gewisse Systemverschiebung an den Aktienmärkten stattfindet.

«Beim Vergleich der täglichen Intraday-Höchstwerte mit den täglichen Intraday-Tiefstwerten des S&P 500 wird offensichtlich, dass die Volatilität des breiten US-Marktes im Laufe eines Handelstages so hoch ist wie sie es 2008 war.»

Anleihenmärkte

Nachdem wir unsere Einschätzung der Duration und westliche Nominalanleihen in den letzten Monaten hochgestuft haben, besteht wenig Bedarf für weitere Veränderungen. In diesem Monat wurden einige geringfügige Anpassungen bei inflationsindexierten Anleihen aus Kanada und Nominalanleihen aus Australien vorgenommen. Der einzige Bereich, der eine deutlichere Änderung der Bewertung rechtfertigte, waren Schwellenländeranleihen in Lokalwährung, die bislang etwas weniger attraktiv aussehen als Schwellenländeranleihen in Fremdwährungen. Viele unserer bevorzugten Märkte im Anlageuniversum der Anleihen in Lokalwährung erfuhren in den letzten Monaten beständige Herabstufungen. Die letzte dieser Herabstufungen betraf Polen, das in den letzten sechs Monaten einen Rückgang der Renditen 10-jähriger Anleihen um fast 30 Bp. verzeichnete, in einem Zeitraum, in dem die Renditen 10-jähriger US-Anleihen um fast 60 Bp. stiegen. Danach bleiben bei den Schwellenländeranleihen in Lokalwährung nur sehr wenige Bereiche übrig, obwohl in der Türkei noch immer ein gutes Wertsteigerungspotenzial zu finden ist. Somit erfuhren diese Bereiche eine Herabstufung von einer leichten Präferenz zu einer leichten Abneigung. Danach bleiben nominale Staatsanleihen der Industrieländer sowie Schwellenländeranleihen in harter Währung unsere bevorzugten Anleihenmärkte.

«Die letzte dieser Herabstufungen betraf Polen, das in den letzten sechs Monaten einen Rückgang der Renditen 10-jähriger Anleihen um fast 30 Bp. verzeichnete, in einem Zeitraum, in dem die Renditen 10-jähriger US-Anleihen um fast 60 Bp. stiegen.»

Währungen und liquide Mittel

Keine Änderung der Einschätzung.

Hartwig Kos

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.