

Unsere monatliche Einschätzung der Asset-Allokation (Juni 2018)

Mittwoch, 06/06/2018

Die Märkte schlagen sich vor dem insgesamt vorteilhaften wirtschaftlichen Hintergrund nach wie vor irgendwie durch, während die Vermögenswerte teuer oder fair bewertet sind.



Fabrizio Quirighetti
*Macroeconomic
Strategist*



Hartwig Kos



Adrien Pichoud
*Chief Economist & Senior Portfolio
Manager*



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management

- Der US-Dollar war stark und wurde durch gute Inlandsdaten und Zinserhöhungsspekulationen unterstützt. Doch die Stärke könnte nur von kurzer Dauer sein.
- Die Inflation ist unter Kontrolle, tendiert aber aufwärts.
- Handelskriege sind ein Grund zur Besorgnis und verschärfen die ohnehin komplexe geopolitische Situation.



Verringerung der zyklischen Ausrichtung

Die Märkte schlagen sich vor dem insgesamt vorteilhaften wirtschaftlichen Hintergrund nach wie vor irgendwie durch, während die Vermögenswerte teuer oder fair bewertet sind. Unter dem Strich bestehen derzeit im Hinblick auf die Wachstums-, Inflations- und geldpolitische Dynamik signifikante Unterschiede zwischen den USA und den übrigen Industrieländern. Infolgedessen macht der Mix aus dem stärkeren Greenback und den höheren US-Zinsen den Zentralbanken in den Schwellenländern das Leben schwer. Dies ist auch an einigen geldpolitischen Entscheidungen der letzten Zeit abzulesen, bei denen entweder eine signifikante Straffung beschlossen oder die Lockerungstendenz abrupt beendet wurde.

Unserer Meinung nach sollten diese Unterschiede nicht lange andauern. Europa und Japan befinden sich vermutlich in einer Verlangsamung zur Zyklusmitte oder eher in einer vorübergehenden Korrektur nach dem überraschend kräftigen Wachstum im Jahr 2017. Aber auch in diesen Ländern dürfte die Inflation allmählich anziehen, und die EZB könnte bereits im nächsten Monat weniger moderate Töne anschlagen. Bis zu einem gewissen Grad könnten die Abweichungen der EZB sogar dabei helfen, indirekt Druck auf die neue italienische Regierung auszuüben, um sicherzustellen, dass sie weiterhin Haushaltsdisziplin übt.

Die Stabilisierung der Korrelationen unter den Vermögenswerten und der Volatilität an den Wertpapiermärkten, aber auch die unerwartet niedrigen Inflations- und Lohnraten sind ermutigend. Insbesondere verringern sich damit die Anzeichen für eine Überhitzung des Marktes, womit der Druck auf die US-Notenbank abnimmt, die Geldpolitik aggressiv zu straffen. Der Ölpreis sollte auf diesem Niveau kein Problem für die Inflation oder das US-Wachstum darstellen. Der vorübergehende Anstieg der Gesamtinflation wird keine Auswirkungen auf die Prognosen der US-Notenbank haben, während die Belastung des Konsums bis zu einem gewissen Grad durch Investitionen in Energiesektoren kompensiert werden könnte. Deshalb sehen wir keine Notwendigkeit, unsere Präferenzen in puncto Risiko und Duration zu ändern. Das heisst, wir haben weiterhin eine leichte Präferenz für Risiken und eine leichte Abneigung gegen die Duration.

Andererseits ist jetzt eine ausgewogenere Aktienallokation erforderlich, da sich die Weltwirtschaft eher in einer Expansions- als in einer Erholungsphase befindet, die Inflation allmählich aufwärts tendiert und sich die Renditekurven aufgrund der geldpolitischen Normalisierung abflachen. Darüber hinaus hat sich die relative Bewertung von defensiven gegenüber zyklischen Vermögenswerten in den letzten Monaten allgemein verbessert. Deshalb verringern wir unsere zyklische Ausrichtung mit dem Aufbau von Positionen in defensiven Sektoren wie dem Gesundheitswesen und der Herabstufung der Eurozone und Japans auf eine leichte Abneigung. Die Bewertungen dieser beiden Märkte haben sich in letzter Zeit verschlechtert und sie könnten weiter unter Druck geraten, entweder wegen einer Erholung ihrer Währungen oder aufgrund von weiteren Enttäuschungen über das Wachstum, wenn wir uns geirrt haben.

_Fabrizio Quirighetti

Der wirtschaftliche Hintergrund auf einen Blick und Ausblick auf die Weltwirtschaft

Es könnte aussehen wie eine «Rückkehr zur Normalität». Nach einem Intervall, in dem das alte Europa und das alternde Japan 2017 die Führung der globalen Expansion übernahmen, wird die Weltwirtschaft jetzt wieder von den USA bestimmt. Während die meisten Industriestaaten im Jahr 2018 an Schwung verlieren, wird die US-Wirtschaft weiter von einem starken Mix aus Konsumausgaben und Unternehmensinvestitionen getragen, die von der Fiskalpolitik unterstützt werden, und steuert in diesem Jahr auf ein stärkeres BIP-Wachstum zu als im letzten, ganz im Gegensatz zu den anderen grossen Industriestaaten. Die US-Notenbank hat bei ihren Zinserhöhungen auf Autopilot geschaltet. Selbst in Bezug auf die geopolitischen Themen scheinen die USA im Augenblick die Oberhand zu haben, sei es in Korea, im Nahen Osten oder bei den Handelsverhandlungen. Vor diesem Hintergrund ist es kein Wunder, dass der US-Dollar nach seinem Drei-Jahres-Tief im Anschluss an den Weltwirtschaftsgipfel in Davos wieder an Boden gewonnen hat.

Die Führungsrolle der USA beim Wachstum, den Zinsen und der Währung ist nicht ohne Folgen für den Rest der Weltwirtschaft. Für Schwellenländer mit hohem externem Finanzierungsbedarf ist diese Aufwertung des US-Dollar schwer zu verkraften, vor allem wenn sie auch noch Ölimporteure sind, während die Rohölpreise steigen. In anfälligen Ländern wie Argentinien und der Türkei knackst es bereits. Aber selbst Volkswirtschaften, die in der letzten Zeit eine bessere Konjunkturdynamik verzeichneten, wie Südafrika, Indien und Brasilien, dürften den zunehmenden Druck zu spüren bekommen. Das globale BIP-Wachstum könnte, wie vom IWF prognostiziert, 2018 ähnlich hoch sein wie im letzten Jahr. Doch das Wachstum der Weltwirtschaft dürfte weniger harmonisch sein als 2017.

Wachstum

Unter der immer noch breit basierten globalen Expansion zeigen sich unterschiedliche Trends: stärkeres US-Wachstum, robuste Schwellenländer mit Handelsbilanzüberschüssen, nachlassende Dynamik in Europa und Japan und wackelnde Schwellenländer mit Aussenhandelsdefiziten.

Inflation

Die Inflation ist nach wie vor das rätselhafte fehlende Element im wirtschaftlichen Bild der Industriestaaten, selbst in den USA, wo das solide Wachstum und die geringe Arbeitslosigkeit bisher keine Beschleunigung der Löhne und Preise ausgelöst haben. Die US-Dollar-Stärke schürt das Risiko einer Wechselkursbedingten importierten Inflation in den Schwellenländern.

Geldpolitische Haltung

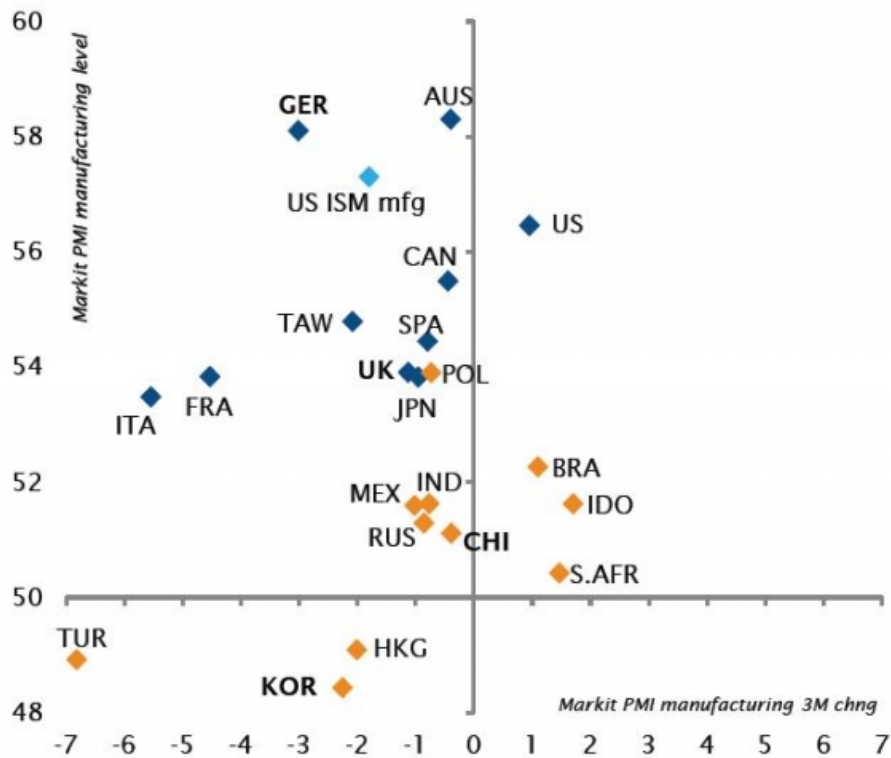
Nur die Fed kann an ihrem Plan zur Zinsnormalisierung festhalten, während sich die Zentralbanken in anderen Industrieländern aufgrund des schwächeren Wachstums- bzw. Inflationsumfelds zurückhalten müssen. Mit dem Ende des grossen disinflationären Trends in den Schwellenländern schliesst sich auch das Fenster der geldpolitischen Lockerungsmöglichkeiten für ihre Zentralbanken.

«Ein Umfeld, in dem die USA die Führungsrolle beim Wachstum, den Zinsen und der Währung haben, ist nicht ohne Folgen für den Rest der Weltwirtschaft.»

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



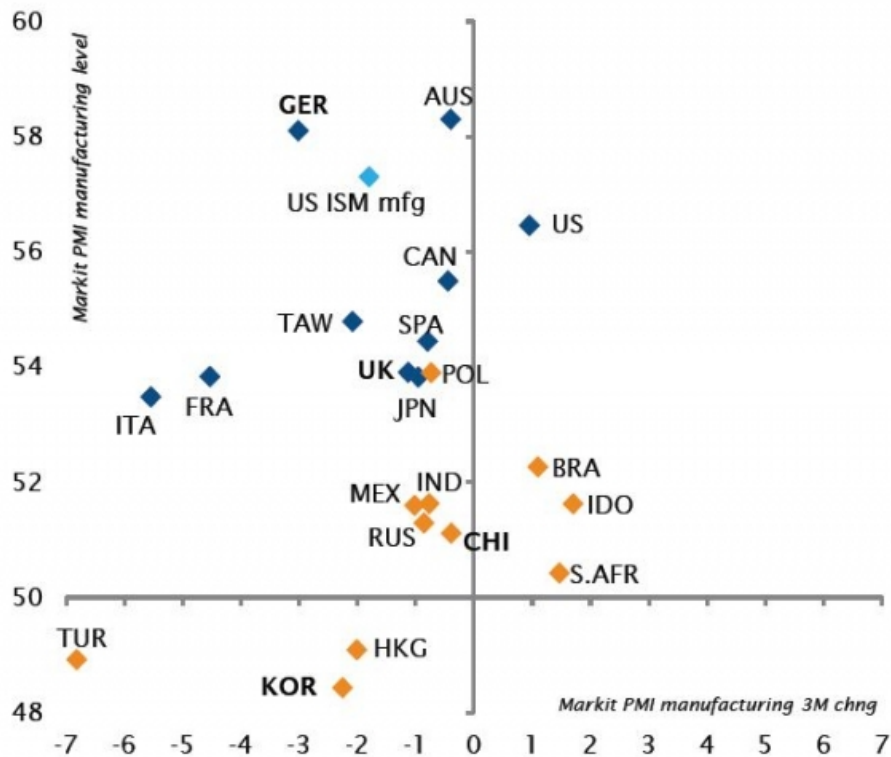
Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe



Quelle

Factset, SYZ Asset Management. Daten per: 11. Mai. 2018

Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank



Quelle

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Daten per: 11. Mai. 2018

Industriestaaten

Angesichts der allgemein nachlassenden Dynamik in den Industriestaaten stechen die USA als einzige grosse Volkswirtschaft heraus, die nach wie vor eine positive Wachstumsdynamik aufweist. Dies ist an den konstant hohen Geschäftsklima- und Konsumentenvertrauensindizes und den soliden Aktivitätsdaten abzulesen. Die Auswirkungen der Steuerreform haben sicherlich dazu beigetragen, das Vertrauen zu stärken. Im Augenblick ist dies ein konkreter stützender Faktor für die Unternehmensinvestitionen, auch wenn der Effekt im weiteren Verlauf des Jahres allmählich nachlassen dürfte. Obwohl dieser positive wirtschaftliche Hintergrund immer noch nicht zu der erwarteten Beschleunigung der Lohn- und Preiserhöhungen geführt hat, gibt es für die Fed genügend Gründe, ihren Kurs der geldpolitischen Normalisierung mit einer Zinserhöhung um 25 Basispunkte pro Quartal fortzusetzen. Bei diesem Tempo wird die geldpolitische Unterstützung ab Anfang 2019 wegfallen.

In der Eurozone ist nach dem Höhenflug im Jahr 2017 immer noch eine gewisse Verlangsamung des Wirtschaftswachstums zu bemerken. In exportierenden Volkswirtschaften, insbesondere in Deutschland, wurden die Aktivität und die Stimmung vermutlich durch die Stärke des Euro belastet. Zusätzlich könnte die Stimmung in handelsabhängigen Branchen durch die Androhung von Importzöllen durch die USA gedämpft worden sein. Aber selbst nach einer solchen Verlangsamung bleibt das Wirtschaftswachstum positiv und liegt sogar über der potenziellen Wachstumsrate der Eurozone. Vor diesem Hintergrund sticht Spanien weiter als wachstumsstärkste Volkswirtschaft unter den grössten Mitgliedsländern der Währungsunion hervor.

Grossbritannien verzeichnete aufgrund der Stärke des GBP und der schwachen Binnennachfrage ebenfalls eine gewisse Wachstumsdelle. Die Aussichten werden nach wie vor durch Unsicherheiten über die Situation nach dem Brexit belastet. Auch in Japan wurde die Wirtschaft durch die Stärke der Währung gehemmt und befindet sich derzeit in einer Wachstumsdelle. Andererseits hat die Abwertung des CHF der Schweizer Wirtschaft dabei geholfen, die Verlangsamung ihres wichtigsten Handelspartners besser zu überstehen.

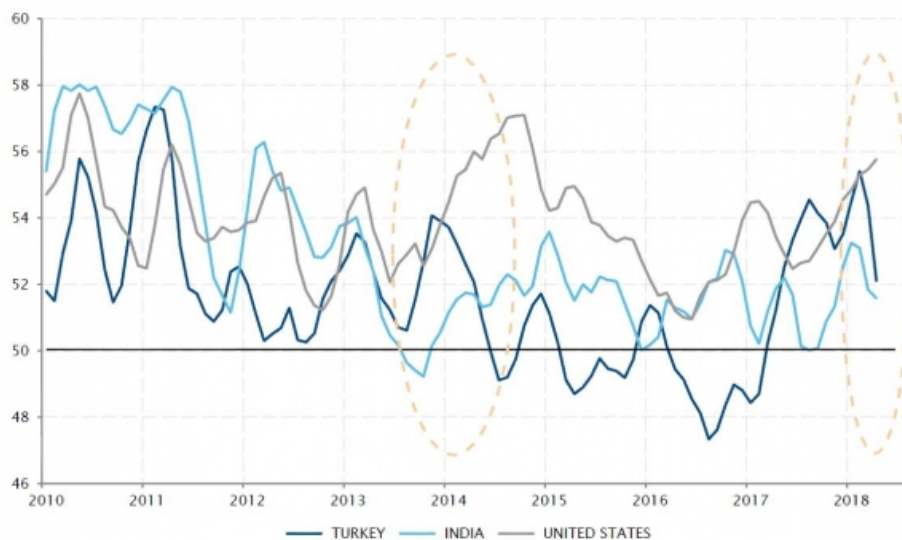
Schwellenländer

Wie so oft können die Schwellenländer derzeit in zwei Kategorien unterteilt werden: diejenigen, die nicht auf eine externe Finanzierung angewiesen sind, und diejenigen, die von Finanzmitteln aus dem Ausland abhängen. Für die ersteren, zu denen unter anderem die Länder Ostasiens und Russland gehören, schafft das anhaltende Wachstum der Weltwirtschaft einen ausreichend soliden Hintergrund, um Phasen der US-Dollar-Stärke und der Unsicherheit über Handelszölle zu überstehen, wenigstens für eine gewisse Zeit. Bei den letzteren hat der Anstieg des Greenback unmittelbare Folgen. Diese reichen von Kapitalabflüssen bis zur Währungsabwertung, die wiederum den Inflationsdruck verstärkt und geldpolitische Straffungen erforderlich macht.

Für Länder in der zweiten Kategorie, die auch noch Ölimporteure sind, wird das wirtschaftliche Umfeld sehr schwierig, wie in Argentinien und der Türkei bereits zu beobachten ist. Tatsächlich ist die Türkei jetzt mit einer heiklen Kombination aus nachlassendem Wachstum, anhaltend hoher Inflation, einer Verschlechterung der externen Ungleichgewichte sowie geopolitischen und politischen Unsicherheiten konfrontiert. Da ist es kein Wunder, dass die türkische Lira im April auf einen neuen Tiefstwert gefallen ist, was die Zentralbank letztendlich dazu zwingen wird, den Leitzins auf Kosten der Binnennachfrage massiv anzuheben. Dies ist ein sehr «klassisches» Problem von Schwellenländern. Die Gefahr ist jedoch, dass immer mehr Schwellenländer in den kommenden Monaten mit einer ähnlichen Situation konfrontiert sein werden, wenn die Kombination aus starkem USD, steigenden US-Zinsen und höheren Ölpreisen anhält.

_Adrien Pichoud

Für Länder wie die Türkei oder Indien sind das US-Wachstum und die USD-Stärke nicht gut



Quelle

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Daten per: 30. Apr. 2018

Erkenntnisse der Anlagestrategie-Gruppe und Anlagebewertung

Risiko und Duration

Obwohl die Stimmung der Anleger in den letzten Wochen von Faktoren wie der Befürchtung eines Handelskriegs, Bedenken über die steigenden Treasury-Renditen und der Gefahr von Schwankungen in den Schwellenländern dominiert wurde, ist jetzt nicht der richtige Augenblick, um die Haltung in Bezug auf das Risiko oder die Duration zu ändern. Der wirtschaftliche Hintergrund ist nach wie vor günstig und die Aktienbewertungen sind zwar erhöht, aber noch lange nicht überzogen. Darüber hinaus ist die Inflationsdynamik unter dem Strich etwas schwächer, und die Anleger haben sich zweifellos schneller an die veränderte Tonart der Zentralbanken gewöhnt als in der Vergangenheit. Im Augenblick also keine Veränderung.

«Obwohl die positive Haltung gegenüber zyklischen Sektoren wie Energie und Banken in den USA und Europa intakt bleibt, finden wir auch zunehmend Chancen im defensiveren Bereich des Aktienuniversums. Europäische Gesundheitswerte - vor allem der Pharmasektor – bieten zunehmend eine gute Werthaltigkeit.»

— Hartwig Kos

Aktienmärkte

Im Hinblick auf Aktienanlagen hatten wir das Beta im Portfolio in der Vergangenheit auf die zyklischeren Bereiche des Aktienuniversums ausgerichtet, mit relativ wenigen Unterschieden zwischen geografischen Regionen. Dies ändert sich jetzt. Obwohl die positive Haltung gegenüber zyklischen Sektoren wie Energie und Banken in den USA und Europa intakt bleibt, finden wir zunehmend Chancen im defensiveren Bereich des Aktienuniversums.

Europäische Gesundheitswerte - vor allem der Pharmasektor – bieten zunehmend eine gute Werthaltigkeit. In der Vergangenheit galt die Branche als defensiv und sehr teuer. Tatsächlich notierte das Pharmasegment 2014 und 2015 mit einem Aufschlag von fast fünf Punkten gegenüber dem breiteren Markt. In den letzten 24 Monaten, während die Anleihenrenditen stiegen, haben Pharmaaktien jedoch im Vergleich zu den breiteren europäischen Aktienmärkten deutlich abgewertet. Die Branche ist beim besten Willen nicht billig, notiert aber näher am fairen Wert als seit einiger Zeit. Darüber hinaus haben sich die Stimmung gegenüber der Branche und die Gewinnkorrekturen in den vergangenen Monaten deutlich verbessert.

Nachdem sich die Märkte besser an die Anleihenrenditen und die Zinssaussichten gegenüber dem aktuellen Niveau gewöhnt haben, bieten Pharmaaktien bestimmte Merkmale, die für ein Portfolio sehr wertvoll sind, wie etwa eine niedrige Verschuldungsquote im Vergleich zum Kapital und nachhaltig hohe Wachstumsraten. Nicht zuletzt können Pharmaaktien dazu beitragen, das Portfolio weniger zyklisch bzw. defensiver auszurichten.

Eine weitere bedeutende Veränderung betrifft unsere regionalen Präferenzen. Aktien der Eurozone und Japans wurden von einer leichten Präferenz auf eine leichte Abneigung herabgestuft, während wir britische und US-Aktien weiter mit einer leichten Präferenz einstufen. Die Veränderung der Haltung in Bezug auf die USA gegenüber Europa ist besonders bedeutungsvoll. Diese Änderung der Einschätzung ist auf drei Überlegungen zurückzuführen. Erstens auf die relative Robustheit der US-Wirtschaft im Vergleich zu Europa. In den letzten Monaten wiesen die USA fortgesetzt solide Konjunkturdaten aus, während die Datenmeldungen in Europa erheblich uneinheitlicher waren. Dies schafft ein grösseres Volatilitätspotenzial für europäische Aktien. Darüber hinaus haben sich die Aktienbewertungen in den USA verbessert, in Europa dagegen verschlechtert. Und nicht zuletzt ist der EUR/USD-Wechselkurs wieder auf 1,18 zurückgekehrt, nachdem er im Januar dieses Jahres 1,25 erreicht hatte. Diese Stärke des USD war mehr oder weniger zu erwarten. Wir glauben jedoch, dass sie nur eine vorübergehende Erscheinung ist und der USD in den nächsten Monaten seinen Abwärtstrend wieder aufnehmen dürfte. Dies schafft einen leichten Rückenwind für US-Aktien, aber einen eindeutigen Gegenwind für europäische Aktien.

«Aktien der Eurozone und Japans wurden von einer leichten Präferenz auf eine leichte Abneigung herabgestuft, während wir britische und US-Aktien weiter mit einer leichten Präferenz einstufen.»

— Hartwig Kos

Anleihenmärkte

In diesem Segment gab es nur geringfügige Veränderungen. Italienische inflationsindexierte Anleihen und Staatspapiere (BTP) wurden aufgrund von politischen Bedenken herabgestuft, ebenso wie türkische Lokalwährungsanleihen.

Währungen und liquide Mittel

Nach einer Phase der signifikanten USD-Stärke ist es nur eine Frage der Zeit, bis der US-Dollar seinen Abschwächungskurs wieder aufnimmt. In den letzten Wochen hat sich die Aktivität in der europäischen Wirtschaft etwas abgeschwächt. Bei den Anlegern rief dies Zweifel an der geldpolitischen Agenda der EZB hervor. In den USA tendierten die Inflationserwartungen weiter aufwärts, während sie in Europa auf der Stelle treten. Darüber hinaus liegen die vom Markt implizierten Zinserwartungen in den USA jetzt über dem von der US-Notenbank angedeuteten Niveau (wenigstens auf kurze Sicht). Mittlerweile hat eine ganze Reihe von Dynamiken eingesetzt, die für den US-Dollar positiv sind, und es ist anzunehmen, dass diese Rückenwinde in den kommenden Monaten nachlassen. Deshalb haben wir den EUR gegenüber dem USD auf eine leichte Präferenz hochgestuft.

— 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.