

UNSERE MONATLICHE EINSCHÄTZUNG DER ASSET-ALLOKATION

HIGHLIGHTS

- Obwohl der grössere Teil der globalen Konjunkturerholung mittlerweile hinter uns liegt und die Geopolitik in den Vordergrund gerückt ist, nehmen wir derzeit nach wie vor eine risikobereite – aber vorsichtige – Haltung ein.
- Wir sind bei Aktien immer noch zuversichtlich, insbesondere bei US-Werten. Bei den Anleihen beurteilen wir die Duration zwar leicht negativ, erkennen aber werthaltige Segmente.
- Die Inflation tendiert aufwärts, hat für die Zentralbanken aber noch nicht höchste Priorität.



Luc Filip

Head of Wealth Management Investments



Fabrizio Quirighetti

Macroeconomic Strategist



Hartwig Kos

Multi-Asset Strategist



Adrien Pichoud

Economist

DEM WACHSTUM GLAUBEN SCHENKEN

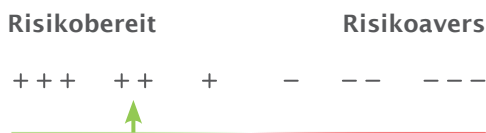
Der nicht so freundliche, von der Handelskrieg-Rhetorik dominierte geopolitische Hintergrund beschäftigte die Anleger in den letzten Monaten am meisten. Zugleich enttäuschten die Indikatoren für das Wirtschaftswachstum in Europa und Japan die Erwartungen – die nach dem ausserordentlich guten Jahr 2017 allerdings überhöht waren. Darüber hinaus hat sich die US-Renditekurve weiter abgeflacht und könnte in den nächsten sechs bis zwölf Monaten umkippen. In der Vergangenheit deutete dies auf eine Rezession im nächsten halben oder ganzen Jahr hin. Die US-Expansion ist nicht mehr tauforsch. Der grössere Teil dieser Erholung und Expansion liegt mittlerweile hinter uns. Deshalb wird in der Zukunft eine Rezession oder zumindest eine Abkühlung oder Stagnation des Wachstums eintreten. Für eine solche Prognose ist es jedoch immer noch zu früh, deshalb ist es auch noch zu früh, um in unseren Portfolios entsprechende Massnahmen zu ergreifen. Darüber hinaus sind die zögerlichen Anzeichen einer Stabilisierung des Wachstums in den übrigen Industriestaaten beruhigend. In den Schwellenländern ist das Bild uneinheitlicher, aber auch hier rechnen wir mit einer Verbesserung, da sich der US-Dollar stabilisieren sollte und die Straffung der US-Notenbank (Fed) auf absehbare Zeit eingepreist ist.

Es gibt aber auch positive Aspekte: Das Wachstum ist insgesamt nach wie vor passabel, die Inflation ist moderat, und mit Ausnahme der Fed ist die Geldpolitik der anderen grossen Zentralbanken eindeutig unterstützend. Die Verlangsamung in China bleibt unter Kontrolle, da die Regierung zu einer Lockerungspolitik mit geldpolitischen und fiskalischen Stimulationsmassnahmen und einem schwächeren Yuan zurückgeschwenkt ist. Die US-Berichtssaison für das 2. Quartal begann verheissungsvoll, da die Banken massive Aktienrückkaufprogramme ankündigten und die Bewertungen von US-Aktien, die zu Beginn des Jahres sehr teuer waren, jetzt offenbar nahe am fairen Wert liegen. Unternehmensanleihen, insbesondere europäische High-Yield- und Investment-Grade-Anleihen, sind in den letzten Monaten ebenfalls weniger teuer geworden.

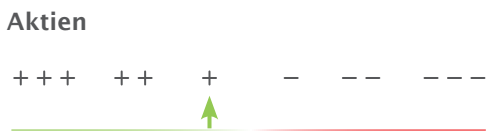
In einem Umfeld, in dem die Inflation noch nicht zu einem Problem geworden ist, die Finanzierungsbedingungen immer noch eher akkommodierend sind und das Wachstum noch nicht ins Stocken geraten ist, beurteilen wir Risikoanlagen immer noch zuversichtlich. Andererseits hegen wir eine leichte Abneigung gegenüber der Duration – der Weg des geringsten Widerstands geht für die Zinssätze nach wie vor aufwärts. Um unsere risikobereite Positionierung jedoch etwas gegen eine mögliche Eskalation des Handelskriegs abzusichern, die sich einfach nicht prognostizieren oder quantifizieren lässt, bleibt unsere geografische Positionierung im Aktiensegment eindeutig stärker auf die USA ausgerichtet und vermeidet weltweit starke Sektorschwerpunkte. Bei festverzinslichen Anlagen scheint eine zusätzliche Portion europäischer Unternehmensanleihen – oder wenigstens eine relative Übergewichtung im Vergleich zu US-Unternehmensanleihen – eine gute Möglichkeit zu sein, das Wachstum in Europa anzuerkennen.

Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist

Globale Risikobereitschaft



Bevorzugte Anlageklassen



➤ **DER WIRTSCHAFTLICHE HINTERGRUND AUF EINEN BLICK UND AUSBLICK AUF DIE WELTWIRTSCHAFT**

Die Weltwirtschaft gleicht derzeit einem grossen Pokertisch, an dem mehrere Spiele mit hohen Einsätzen gespielt werden. Das wichtigste wird zwischen den USA und China ausgetragen. Beide Seiten sind bereit, die Einsätze zu erhöhen, um die andere Partei dazu zu zwingen, Farbe zu bekennen. Für Donald Trump ist dieses Spiel eine Möglichkeit, vor den Halbzeitwahlen Stärke und Härte zu zeigen – indem er eine weitere Runde von Zöllen für chinesische Güter im Wert von USD 200 Mrd. vorschlägt – zugleich, aber laut und deutlich behauptet, dass er den freien Handel verteidige. Chinas Taktik scheint darin zu bestehen, leise und ruhig aufzutreten, um die eigene Position zu verteidigen, ohne konfrontativ zu erscheinen: Das Land hebt die eigenen Zölle erst nach den USA an – auf eine rein reziproke Weise –, bevorzugt Alternativen zu US-Importen und schaut unterdessen mit unschuldiger Miene zu, wie der Yuan gegenüber dem US-Dollar fällt.

Dies ist aber nicht das einzige Spiel, in dem derzeit gebufft wird. In Europa gleichen die (nicht stattfindenden) Verhandlungen zwischen Grossbritannien und der EU ebenfalls einem Pokerspiel, bei dem die EU maximalen Druck ausübt, während Theresa May versucht, einen Spagat zu vollziehen – mit einem «hart-weichen Brexit-Deal», der weder für die Brexit-Befürworter in Grossbritannien noch für die EU akzeptabel ist. Zugleich laufen aber auch noch einige kleinere Pokerspiele: In der Türkei geht es zwischen Erdogan und dem Devisenmarkt darum, ob die Zentralbank die Zinssätze anheben sollte. In Mexiko hat der gewählte Präsident Andrés Manuel López Obrador (AMLO) die Anleger offenbar überzeugt, dass er nicht der gefürchtete marktfeindliche linksextreme Regierungschef ist, den viele gefürchtet hatten – Bluff oder kein Bluff?

Wachstum

Unter der turbulenten Oberfläche ist das Wachstum im Grossteil der Weltwirtschaft immer noch ganz gut, da die Binnennachfrage die Aktivität in den Industrieländern unterstützt. Die von den laufenden Pokerspielen verursachten Unsicherheiten sind jedoch ein Risiko für die globalen Aussichten, da die negative Stimmung das positive Wachstum belasten könnte.

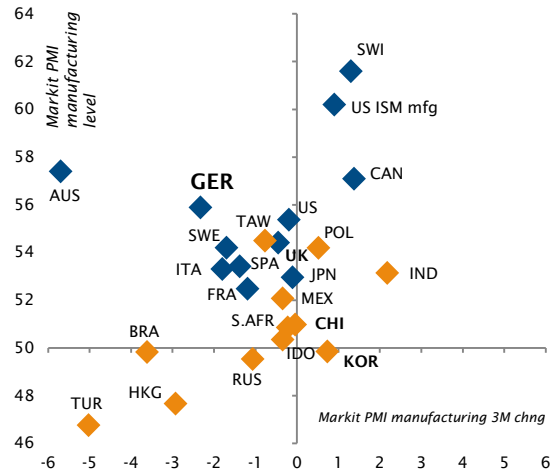
Inflation

Während die Produktions- und Beschäftigungslücken weltweit allmählich schrumpfen, tendiert die Inflation, unterstützt von den Öl- und Rohstoffpreisen, leicht aufwärts. Abgesehen von einigen sehr spezifischen Fällen ist der Inflationsdruck jedoch nach wie vor sehr mild, und rechtfertigt kein Eingreifen der Zentralbanken.

Geldpolitik

Ohne grosse Inflation wird die Haltung der Zentralbanken von ihrem Vertrauen auf die Wachstumsaussichten bestimmt. Die Fed ist zuversichtlich genug, um die Normalisierung der kurzfristigen Zinssätze fortzusetzen, die EZB jedoch nicht. Sie ist entschlossen die Zinssätze so bald nicht anzuheben.

Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe

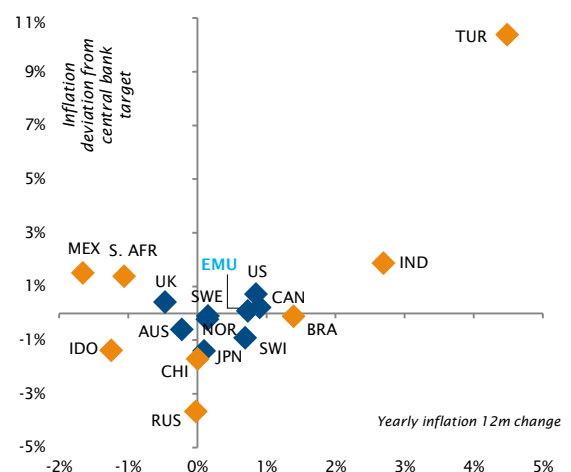


Quellen: Factset, SYZ Asset Management
Stand der Daten 17. Juli 2018

“ Unter der turbulenten Oberfläche ist das Wachstum im Grossteil der Weltwirtschaft immer noch ganz gut. ”

Adrien Pichoud
Economist

Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank



Quellen: Factset, Markt, SYZ Asset Management
Stand der Daten 17. Juli 2018

Industriestaaten

Gemäss den Echtzeitschätzungen des US-BIP ist die US-Wirtschaft im Frühjahr annualisiert um 3% oder möglicherweise mehr gewachsen. Dieses kräftige Wachstum war sehr endogen, denn die privaten Konsumausgaben wurden durch die niedrige Arbeitslosigkeit gestützt und die Unternehmensinvestitionen durch Steuersenkungen und die Erwartung einer Fortsetzung des aktuellen Zyklus. Darüber hinaus sind die längerfristigen Inflationserwartungen nach wie vor gut verankert, obwohl die jährlichen Inflationsraten zuletzt angezogen haben. In einem solchen Umfeld ist die Aufgabe der Fed geradezu einfach: Es gibt keinen Grund, die Zinserhöhungen im Augenblick nicht fortzusetzen, solange die Wachstumsdynamik stark bleibt. Und ohne zugrunde liegende Inflation ist es nicht nötig, die Geldpolitik aggressiv und schneller zu straffen. Die Fed ist nicht mehr hinter den Entwicklungen zurück, und eine Zinserhöhung in Verbindung mit Aufwärtskorrekturen der Wachstums- und Zinsprognosen wurde als völlig gerechtfertigt angesehen. Deshalb bewegten sich die Finanzmärkte kaum.

In der Eurozone ist die Situation weniger eindeutig: Die Unternehmensinvestitionen haben im Laufe der ersten Jahreshälfte abgebremst, da die Unternehmen mit Gegenwinden wie einem stärkeren Euro und Zollandrohungen der USA konfrontiert sind und das Geschäftsklima durch Unsicherheiten über die Entwicklung des Welthandels untergraben wird. Sinkende Arbeitslosenquoten und günstige Kreditkonditionen unterstützen dagegen den Binnenkonsum. Dies zeigte sich auch in der Erholung des Dienstleistungssektors im Juni. Diese unsichere Situation, in einem Umfeld, in dem die Inflation ebenfalls an Dynamik verliert, ist der Grund für das vorsichtige Signal der EZB

im Juni. Interessanterweise ist der Konjunkturzyklus in europäischen Ländern ausserhalb der Eurozone, zum Beispiel in der Schweiz oder in Schweden, immer noch stark und wird von der Abschwächung ihrer Währungen unterstützt.

Schwellenländer

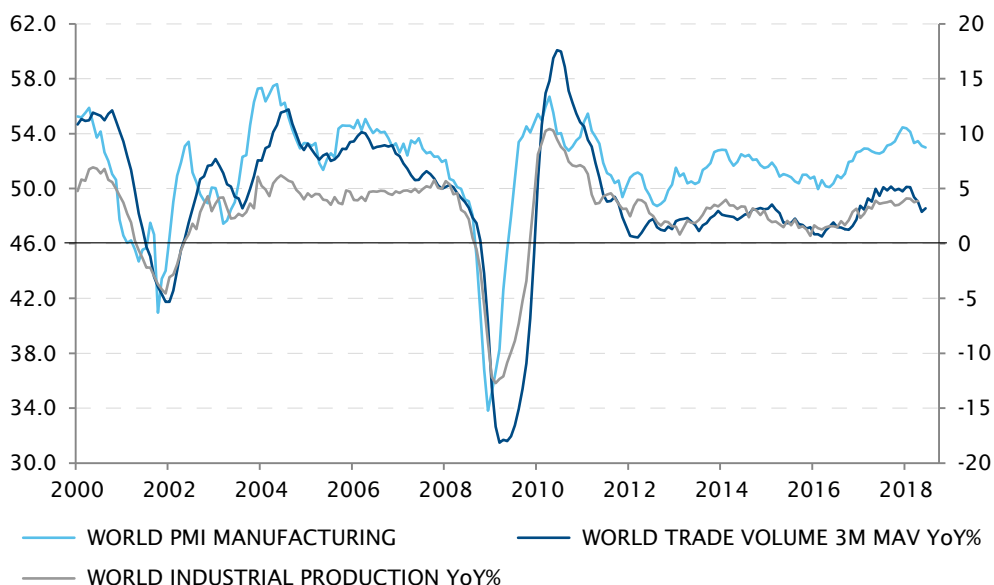
Mexiko und die Türkei haben inzwischen Präsidenten gewählt, die in den kommenden Jahren die Richtung vorgeben werden. Die Ergebnisse lösten jedoch eine etwas unerwartete Marktreaktion aus. Die Entscheidung der Türkei für die Kontinuität unter Erdogan – und seiner Vision einer untergeordneten Zentralbank, die die Zinssätze niedrig hält – liess die Lira auf ein neues Allzeithoch steigen, da die Inflation rasant steigt. In Mexiko wurde der erwartete Wahlsieg des linksorientierten Kandidaten AMLO von den Märkten begrüsst, nachdem der designierte Präsident ermutigende Signale für die Wirtschaft gegeben hatte. Die für Oktober angesetzten Wahlen in Brasilien sind das nächste grosse politische Ereignis in den Schwellenländern.

China befindet sich nach wie vor in einer Wachstumsdelle. Bisher ist dies wahrscheinlich eher auf die Ende 2017 beschlossenen restriktiveren Kreditkonditionen zurückzuführen, als auf Handelsbeschränkungen. Letztere könnten jedoch allmählich die Stimmung im übrigen Asien belasten, das stark vom Welthandel und von der chinesischen Wirtschaft abhängt.

Adrien Pichoud

Economist

Das globale Wachstum bleibt positiv, aber die Unsicherheit über die Zölle bedroht den ohnehin nachlassenden Welthandel



Quellen: Factset, SYZ Asset Management
Daten per 17. Juli 2018



ERKENNTNISSE DER ANLAGESTRATEGIE-GRUPPE UND ANLAGEBEWERTUNG

Risiko und Duration

Zu Beginn der Sommerflaute wurden keine Veränderungen an der Beurteilung vorgenommen. Wir hegen nach wie vor eine leichte Präferenz für Risiko und eine leichte Abneigung gegenüber der Duration.

Aktienmärkte

Unsere Entscheidungsfindung stützt sich auf den Gedanken, eine Asset Allocation mit hohem Aktienrisiko zu halten, die dennoch ausgewogen und eigentlich langweilig ist. In diesem Sinne haben wir beschlossen, an unserer relativen Präferenz für US-Aktien festzuhalten. An der Aktienallokation wurden ebenfalls keine weiteren Änderungen vorgenommen.

“ Unsere Entscheidungsfindung stützt sich auf den Gedanken, eine Asset Allocation mit hohem Aktienrisiko zu halten, die dennoch ausgewogen und eigentlich langweilig ist. In diesem Sinne haben wir beschlossen, an unserer relativen Präferenz für US-Aktien festzuhalten. ”

Hartwig Kos
Multi-Asset Strategist

Anleihenmärkte

In den letzten Monatengabes an den Anleihenmärkten signifikante Veränderungen der Bewertungen und der Preisdynamik. US-Treasuries bieten jetzt eine gute Werthaltigkeit, und der Dreifacheffekt aus steigenden Anleihenrenditen, Aufwertung des US-Dollars und Handelskonflikt zwischen den USA und dem Rest der Welt hatte zur Folge, dass sich Schwellenländeranleihen in einem gewissen Schwebestadium befinden. Trotz der günstigen Bewertungen von Schwellenländeranleihen ist es unserer Meinung nach noch etwas zu früh, um wieder voll einzusteigen. Abgesehen von diesen Themen – die wir in der Vergangenheit bereits ausführlich behandelt haben – gab es im Universum der Unternehmensanleihen einige subtile Veränderungen.

Insbesondere in Europa haben sich die Spreads ausgeweitet. Dem ICE BofAML BBB Euro Corporate Index zufolge sind die optionsbereinigten Spreads seit Anfang Februar um über 60 Basispunkte (Bp.) gestiegen – von 0,9% auf über 1,5%. Der Unterschied zwischen den optionsbereinigten Spreads im europäischen Index und seinem US-Äquivalent beträgt jetzt nur noch magere 10 Bp., während der US-Index eine fast zwei Jahre längere Duration aufweist.

Bei den europäischen High-Yield-Anleihen sind die Spreads gemessen am ICE BofAML BBB Euro High Yield Index noch erheblich weiter geworden. Im Februar waren die optionsbereinigten Spreads mit 2,57% um über 70 Bp. niedriger als bei US-High-Yield-Werten. Jetzt bewegen sich beide Marktsegmente, die USA und Europa, auf dem gleichen Niveau von 3,55%, obwohl Europa ein etwas besseres Durationsprofil und eine erheblich bessere Qualität der Indexzusammensetzung aufweist. US-High-Yield-Anleihen bestehen aus über 10% relativ geringwertigen Energieemittenten. Bei europäischen High-Yield-Titeln ist dies nicht der Fall.

Wie kam es zu der signifikanten Anpassung? Ein grosser Teil dieser Entwicklung war auf Bedenken über die Beendigung des Anleihenkaufprogramms der EZB und den daraus folgenden Rückzug der Privatanleger zurückzuführen. Die Rückgaben bei europäischen Fonds für Investment-Grade-Unternehmensanleihen in diesem Jahr nähern sich den Niveaus der Finanzkrise. Da das Gespenst der grossen Positionsaufösungen bei der EZB weiter Schlagzeilen machen dürfte, wird die negative Stimmung gegenüber der Anlageklasse vermutlich Bestand haben. Die Bewertungen erreichen jedoch Niveaus, auf denen wir unsere negative Einschätzung der Anlageklasse überprüfen müssen.

“ Ein grosser Teil des Abverkaufs bei europäischen Unternehmensanleihen war auf Bedenken über die Beendigung des Anleihenkaufprogramms der EZB und den daraus folgenden Rückzug der Privatanleger zurückzuführen. Die Rückgaben bei europäischen Fonds für Investment-Grade-Unternehmensanleihen in diesem Jahr nähern sich den Niveaus der Finanzkrise. ”

Hartwig Kos
Multi-Asset Strategist

Jetzt ist definitiv nicht der richtige Zeitpunkt, sich auf europäische Unternehmensanleihen zu stürzen, während sich die EZB, der grösste Käufer am Markt, allmählich zurückzieht. Eine allzu negative Einschätzung der Anlageklasse ist aber ebenfalls keine angemessene Haltung, denn die Bewertungen haben sich erheblich verbessert und die Unternehmen sind in der Erwartung des geldpolitischen Richtungswechsels der EZB eindeutig bemüht, Schulden abzubauen. Deshalb haben wir Investment-Grade-Unternehmensanleihen um eine Stufe auf eine leichte Abneigung hochgestuft. Allgemein haben wir unsere Beurteilung von High-Yield-Unternehmensanleihen aber nicht verändert: Wir hegen immer noch eine Abneigung. Im Hinblick auf unsere Präferenzen innerhalb der Anlageklasse haben wir Europa sowohl bei Investment-Grade- als auch bei High-Yield-Anleihen von einer Abneigung auf eine leichte Abneigung hochgestuft.

Zur gleichen Zeit haben wir deutsche Bundesanleihen von einer leichten Abneigung auf eine Abneigung herabgestuft. Diese Veränderung hatte zwei Gründe. Erstens hat die EZB die Zinssätze bis weit in das Jahr 2019 hinein verankert. Zweitens ist die Rendite der zehnjährigen deutschen Bundesanleihen durch die jüngste Rally wieder auf 0,35% zurückgekehrt, was wir als ziemlich teuer ansehen. Damit ist der Bundesanleihenmarkt ein sehr gutes Absicherungsinstrument, zum Beispiel zur Absicherung der Duration von europäischen Investment-Grade-Unternehmensanleihen, die wir soeben leicht hochgestuft haben.

Währungen und liquide Mittel

Keine Änderung der Einschätzung.

Hartwig Kos
Multi-Asset Strategist