

UNSERE MONATLICHE EINSCHÄTZUNG DER ASSET-ALLOKATION



➤ NICHT ALLE AKTIEN SIND GLEICH

Aufgrund des stabilen globalen Wachstums und der begrenzten Schwellenländerkrise tendieren wir weiterhin zur Risikobereitschaft und zu US-Aktien

Der allgemein günstige wirtschaftliche Hintergrund bleibt trotz der Krise der türkischen Lira und der begrenzten Ausweitung auf anfällige Schwellenländerwerte bestehen. Dies gilt insbesondere für die Industrieländer und die USA. Die Dynamiken des Wachstums, der Inflation und der Geldpolitik haben sich nicht verändert und werden konstant bleiben, solange sich die Schwellenländerkrise auf einige wenige Volkswirtschaften mit strukturellen Schwächen begrenzt. Davon gehen wir in unserem Basisszenario aus. Deshalb nehmen wir trotz des Kursverfalls bei einigen Schwellenländerwerten, der anhaltenden Handelsspannungen und der Besorgnis über den italienischen Haushalt weiterhin eine risikobereite Haltung ein. Dabei bevorzugen wir gut isolierte US-Aktien, die im Zentrum unserer Anhebung der Risikobereitschaft im Juni standen.

Angesichts der konstanten Zinssätze und Bewertungen bleibt unsere Duration unverändert

An diesem Punkt könnte die Versuchung zwar gross sein, die Duration zu erhöhen, um das Portfoliorisiko abzusichern – oder wenigstens zu mindern. Doch die Dekorrelationsvorteile eines solchen Schritts sind derzeit ziemlich gering. Solange das globale Bild unverändert bleibt – und kein Einbruch des Wachstums und der Inflation erwartet wird – wäre es vernünftiger, das Risiko in den Portfolios zu reduzieren. Angesichts der aktuellen Bewertungen und unserer Konjunkturanalysen geht der Weg des geringsten Widerstands für die Zinssätze immer noch nach oben. Deshalb hegen wir nach wie vor eine leichte Abneigung gegenüber der Duration.

Im Zuge der Rückkehr wertorientierter Anlagen dürfte der NASDAQ-Index – der von wachstumsstarken Aktien getragen wird – fallen, sobald sich das Wachstum und die Geldpolitik in verschiedenen Ländern – und damit auch die globalen Aktien – annähern

Die Marktbedingungen waren in diesem Jahr schwierig: Die NASDAQ-Aktien entwickelten sich höchst unterschiedlich – der Anstieg konzentrierte sich auf einige hochkarätige Aktien – während die übrigen Märkte in den Industrieländern Mühe hatten und einige Schwellenländer sogar in eine Baisse abrutschten. Das Steinsche Gesetz, dass «alles, was nicht ewig andauern kann, irgendwann ein Ende hat», gilt auch für dieses Phänomen. Deshalb müssen wir uns eine Vorstellung machen, ob und wann der Rest der globalen Aktien zu den USA aufholen wird oder ob die NASDAQ die Lücke schliesst. Unsere Konjunkturzyklus-, Bewertungs- und Risikoausgleich-Ausschüsse tendieren zu Letzterem: Vor dem Jahresende sollte es zu einer Neugewichtung von Substanz- gegenüber Wachstumswerten kommen.

Was den Impuls dafür angeht, und um die Frage nach dem «wann» zu beantworten, weisen wir darauf hin, dass dies erst dann eintreten wird, wenn die Unterschiede bei den Wachstums-, Inflations- und geldpolitischen Dynamiken unter den wichtigsten Volkswirtschaften abgenommen haben. Sobald die Anleger überzeugt sind, dass das Wachstum in Europa und China den Tiefpunkt erreicht hat und sich das US-Wachstum nicht weiter beschleunigen wird, oder sich die US-Notenbank (Fed) einem neutralen Zinsniveau nähert, während die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of Japan eine weniger expansive Geldpolitik verfolgen, dürften die Nachzügler beginnen, die aktuellen Spitzenreiter des Marktes zu übertreffen. Wenn wir recht behalten, sollte die Stärke des US-Dollar zu Ende gehen. Damit würden die Kurse und die Stimmung weltweit Auftrieb erhalten – während der aktuelle Optimismus gegenüber dem US-Technologiesektor gedämpft würde.

Autoren

Fabrizio Quirighetti
CIO, Co-Head of Multi-Asset

Maurice Harari
Portfolio Manager

Adrien Pichoud
Chief Economist -
Portfolio Manager

Luc Filip
Head of Private Banking
Investments



Fabrizio Quirighetti
CIO, Co-Head of Multi-Asset



DER WIRTSCHAFTLICHE HINTERGRUND AUF EINEN BLICK UND AUSBLICK AUF DIE WELTWIRTSCHAFT

Die Turbulenzen in der Türkei verschleiern das globale Wirtschaftswachstum, das durch positive Wachstums-, Inflations- und geldpolitische Dynamiken unterstützt wird

In der letzten Zeit wurden die makroökonomischen Schlagzeilen von den Spannungen in der Türkei dominiert. Der diplomatische Bruch mit den USA wegen eines festgenommenen US-Pastors war der Tropfen, der das Fass zum Überlaufen brachte. Die achtgrößte Volkswirtschaft unter den Schwellenländern war ohnehin höchst anfällig, und das wirtschaftliche Umfeld verschlechterte sich. Dadurch stürzte die Lira auf einen neuen historischen Tiefstwert ab. Vor dem Hintergrund des unerwartet schwachen globalen Wachstums, der Verlangsamung in China, der Abwertung des Yuan und der Handelsspannungen schürten die Entwicklungen in der Türkei Fragen und Bedenken wegen des Wachstums der Schwellenländer, insbesondere, ob sie in der Lage sein würden, der geldpolitischen Normalisierung der Fed mit höheren Zinssätzen und einem stärkeren US-Dollar standzuhalten.

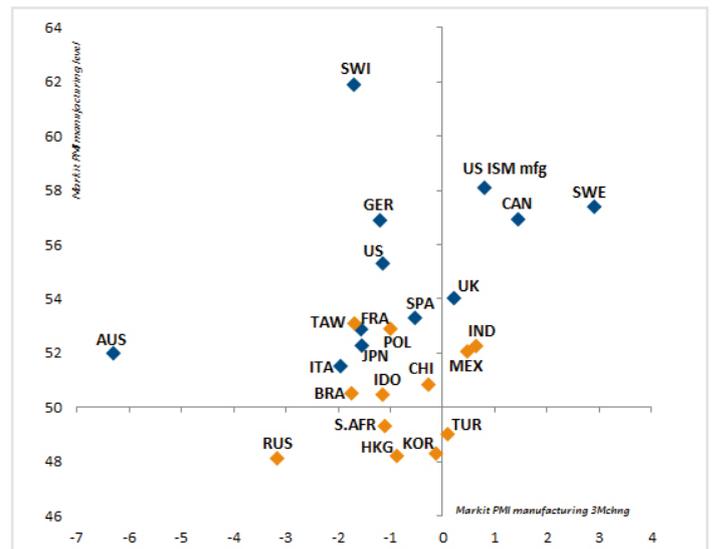
Hinter diesen Schlagzeilen zeigt die Weltwirtschaft jedoch weiterhin ein breit abgestütztes Wachstum, das von der soliden Nachfrage in den Industrieländern angetrieben wird. Vor diesem Hintergrund wird die Türkei mit ihrer Kombination aus unverantwortlichen Staatsausgaben, massiver Abhängigkeit von Auslandsgeldern und unorthodoxer Geldpolitik als Extremfall angesehen, nicht als Frühwarnsignal für die globalen Schwellenländer. Nachdem sich die Aktivität in Europa und den meisten asiatischen Schwellenländern nach der Wachstumsdelle im 1. Halbjahr auf einem passablen Niveau stabilisiert hat, während das kräftige Wachstum in den USA anhält, befindet sich die Weltwirtschaft immer noch auf einem Wachstumskurs, auch wenn dieser weniger eindrucksvoll und holpriger verläuft als im letzten Jahr.

Wachstum

Obwohl sich der Konjunkturzyklus in den meisten grossen Volkswirtschaften allgemein abschwächt, ist das absolute Wachstum immer noch positiv. Die wichtigsten Faktoren der Endnachfrage in den Industriestaaten sind unverändert: die positive Arbeitsmarkt- und Lohndynamik sowie die günstigen Kreditkonditionen, die den Immobiliensektor stützen.

Trends und Niveau der Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe

Quellen: Factset,
SYZ Asset Management
Stand der Daten: 22. August 2018





Inflation

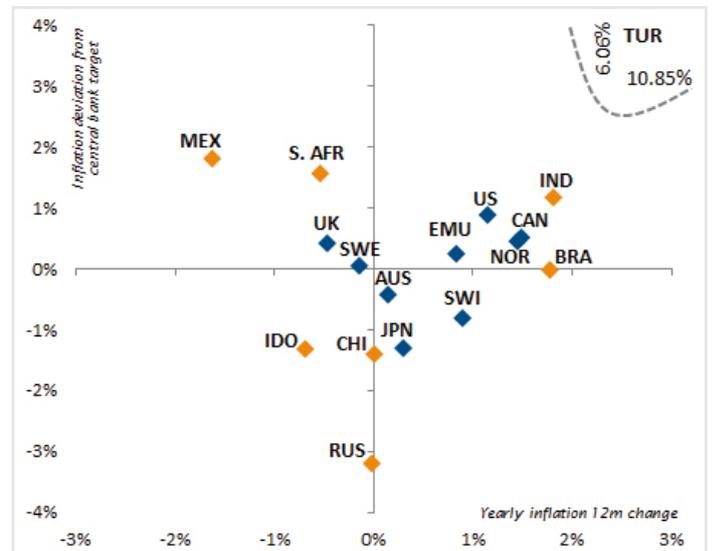
In den Industrieländern bleibt die Inflationsdynamik leicht positiv, denn das Wirtschaftswachstum und die steigenden Löhne unterstützen ein moderates Tempo der Preiserhöhungen – auch wenn dies immer noch durch strukturelle Gegenwinde gehemmt wird. In den Schwellenländern sind die Inflationsdynamiken unterschiedlicher, da endogene Trends häufig durch Wechselkursbewegungen verstärkt werden.

Geldpolitik

Trotz der jüngsten Zinserhöhung der Bank of England ist das allgemeine Umfeld nach wie vor von einer sehr akkommodierenden Geldpolitik in den Industrieländern geprägt. In den USA ist der Weg des geringsten Widerstands für die Fed eine Fortsetzung ihrer allmählichen Zinserhöhungen zu einer leicht restriktiven Geldpolitik.

Inflationstrend und Abweichung vom Ziel der Zentralbank

Quellen: Factset, Markit,
SYZ Asset Management
Stand der Daten: 22. August 2018





Industriestaaten

Die Wirtschaft in den G3-Ländern stabilisiert sich – wobei die Dynamik in den USA bald abnehmen könnte

Nach einem recht guten 2. Quartal startete die US-Wirtschaft, die immer noch vom schwungvollen Binnenkonsum getragen wurde, ähnlich solide in den Sommer. Das Potenzial für eine zusätzliche Beschleunigung wird jedoch durch Kapazitätsengpässe begrenzt, und unter dem Strich scheint es wahrscheinlicher, dass sich die gesamtwirtschaftliche Dynamik in den USA in den kommenden Monaten stabilisieren oder etwas verlangsamen wird – allerdings immer noch auf einem ziemlich hohen Niveau. Die fortgesetzte geldpolitische Straffung wird durch fiskalische Impulse aufgewogen, die weiterhin ein solides Wirtschaftswachstum unterstützen.

In der Eurozone sind nach der Abschwächung des Wachstums in der ersten Jahreshälfte Anzeichen der Stabilisierung zu erkennen. Obwohl das Wachstumstempo die Erwartungen nicht mehr übertrifft, deuten alle Indikatoren nach wie vor auf eine Stabilisierung auf einem annualisierten BIP-Wachstum von rund 1,5% hin. Vor allem aber haben sich die Konsensschätzungen jetzt auf diesem Niveau eingependelt. Damit ist die Eurozone jetzt objektiv bereit, während des restlichen Jahres 2018 ein erwartungsgemässes überdurchschnittliches Wachstum zu bieten. Die Bank of England, die es trotz der Unsicherheiten wegen des Brexit ebenfalls mit einem robusten Wirtschaftswachstum und einer über dem Zielwert liegenden Inflation zu tun hat, beschloss, ihren kurzfristigen Zinssatz auf 0,75% anzuheben.

Auch in Japan hat sich die wirtschaftliche Dynamik stabilisiert, wie an der vom Konsum getragenen BIP-Erhölung im 2. Quartal abzulesen war. Die Bank of Japan unternahm einen sehr kleinen ersten Schritt zur Normalisierung ihrer Geldpolitik und hob im Rahmen ihrer «Renditekurvensteuerung» die Obergrenze für die Rendite der 10-jährigen japanischen Staatsanleihen an. Damit ist sie aber immer noch weit entfernt von einer Rücknahme ihrer sehr expansiven Geldpolitik.

In Australien verlor die wirtschaftliche Dynamik an Schwung, da sie einerseits von der Verlangsamung in China und den US-Zöllen und andererseits von den sinkenden Rohstoffpreisen belastet wird.

Schwellenländer

Der Fall der Türkei ist nicht symptomatisch für die Schwellenländer – das Ansteckungsrisiko bleibt gering – und insgesamt dürfte sich das Wachstum in den Schwellenländern stabilisieren

Die Krise in der Türkei weckte böse Erinnerungen an Phasen, in denen die Schwellenländer durch Zinserhöhungszyklen der US-Notenbank erschüttert und in Krisen gestürzt wurden. Bisher blieb die Entwicklung in der Türkei jedoch eine Ausnahmeerscheinung. Die höheren kurzfristigen Zinsen und der festere US-Dollar sind lediglich zusätzliche Belastungsfaktoren neben der hausgemachten strukturellen Anfälligkeit. Die türkische Wirtschaftspolitik richtet sich gegen die Interessen der Gläubiger, auf die das Land andererseits zur Finanzierung seiner Wirtschaft angewiesen ist. Die Politisierung der Zentralbankpolitik, das Ausbleiben einer sinnvollen Antwort auf den Inflationsschub und der Verfall der Währung sind Faktoren, die ihren Ursprung im eigenen Land haben – zusätzlich zu den diplomatischen Auseinandersetzungen und dem Handelskonflikt mit den USA.

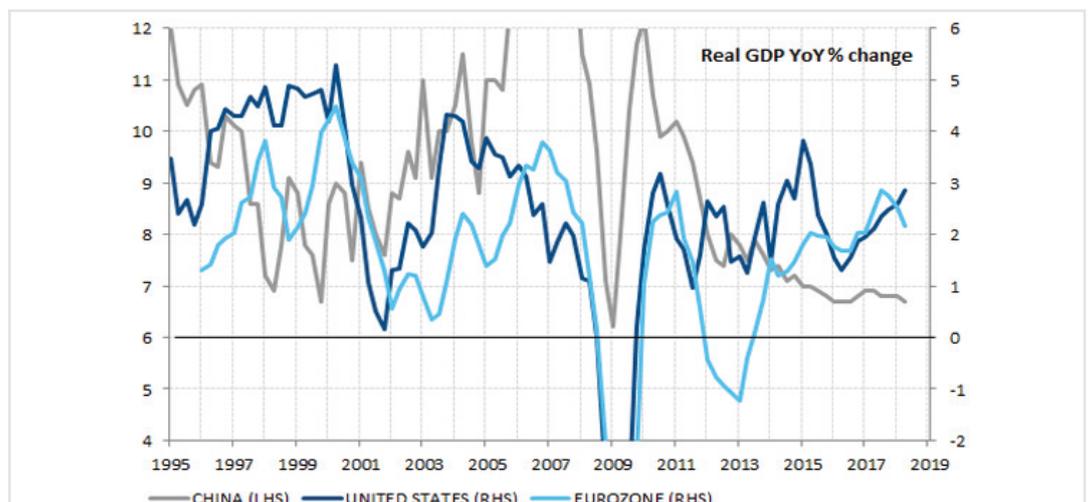
Deshalb erscheint das «Ansteckungsrisiko» für andere Schwellenländer bisher begrenzt. In China und infolgedessen auch in Südostasien hat sich das Wachstum weiter abgeschwächt. Doch die fiskalische und geldpolitische Lockerung in China dürfte eine Stabilisierung, wenn nicht gar eine Erholung der Aktivität bis zum Ende des Jahres erleichtern.



Adrien Pichoud
Chief Economist
Portfolio Manager

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

Quellen: Factset,
SYZ Asset Management
Stand der Daten: 22. August 2018



ANLAGEBEWERTUNG UND BERICHT DER ANLAGESTRATEGIE-GRUPPE

Risiko und Duration

Die leichte Volatilität bot einen Einstiegspunkt und bestätigte unsere Präferenz für Risiko

Die von der Besorgnis über die Türkei und der Abwertung der Lira ausgelöste Sommerpanik liess schnell wieder nach und damit legte sich auch die Marktvolatilität. Der gesamtwirtschaftliche Status quo bleibt unverändert und der vorübergehende Ausschlag der Marktvolatilität – mit einem leichten Rückgang der Aktienmärkte – stellte eher eine Kaufgelegenheit dar. Deshalb hat sich an unserer Risikopräferenz nichts geändert.

Ebenso gab es keine Veränderung an unserer Durationspräferenz. Trotz der signifikanten Anpassungen der Bewertungen von US-Treasuries sind die globalen Anleihenmärkte in den anderen Regionen immer noch ziemlich teuer. Darüber hinaus hat die wichtigste Zentralbank ausserhalb der USA, die EZB, ihren geldpolitischen Kurs noch nicht wesentlich geändert. Damit fällt es schwer, globale Duration positiver einzuschätzen.

Aktienmärkte

Vor einer nennenswerten Allokation in Schwellenländerwerten müssen die Dollar-Stärke und die Handelsspannungen nachlassen

Im Einklang mit unserem Ziel, ausgewogene Portfolios mit hohem Aktienanteil zu halten, ist der US-Aktienmarkt nach wie vor der Anker der Aktienposition in unserer allgemeinen Asset-Allokation. In den letzten Monaten hat sich diese Haltung ausgezahlt und dürfte unserer Meinung nach noch etwas länger funktionieren. Wir sind uns jedoch bewusst, dass die Bewertungslücke zwischen den Märkten der USA und der Schwellenländer immer weiter wird. Der stärkere US-Dollar und die fortgesetzten globalen Handelsspannungen haben zusammen mit der Politik- und Währungskrise in der Türkei einen hohen Tribut von Schwellenländeraktien gefordert. Dieses Marktsegment bietet definitiv Wertsteigerungspotenzial, es ist jedoch immer noch etwas zu früh, um unsere Präferenzen zugunsten der Schwellenländer abzuändern. Zuerst müssten wir mehr Fortschritte bei den Handelsverhandlungen sehen und die Stärke des US-Dollar müsste etwas nachlassen. Die einzigen Veränderungen bei den Schwellenländern waren die Hochstufung Indiens von einer Abneigung auf eine leichte Abneigung und die Herabstufung Südafrikas auf eine leichte Abneigung. Indien hat bereits bedeutende Anpassungen hinter sich, während Südafrika unter ähnlichen Symptomen leidet wie die Türkei.

“ Der stärkere US-Dollar und die fortgesetzten globalen Handelsspannungen haben zusammen mit der Politik- und Währungskrise in der Türkei einen hohen Tribut von Schwellenländeraktien gefordert.

Italien wurde um eine Stufe von einer leichten Abneigung auf eine Abneigung herabgestuft. Der Grund dafür ist das unsicherere politische Umfeld in Italien, dem die EZB die Unterstützung vorenthält.

Maurice Harari

Anleihenmärkte

Italienische Anleihen wurden um eine Stufe herabgestuft

Nach der Hochstufung von Investment-Grade-Unternehmensanleihen bei der Sitzung im letzten Monat wurden in Bezug auf die Asset-Allokation bei Anleihen keine Veränderungen vorgenommen. Im Segment der Staatsanleihen gab es jedoch zwei kleine Anpassungen. Italien wurde um eine Stufe von einer leichten Abneigung auf eine Abneigung herabgestuft. Der Grund dafür ist das unsicherere politische Umfeld in Italien, dem die EZB die Unterstützung vorenthält. Australien wurde aus Bewertungsgründen um eine Stufe auf eine leichte Abneigung hochgestuft.

Währungen, alternative Anlagen und liquide Mittel

Der Abwärtsdruck auf den Goldpreis reichte nicht aus, um das Metall zu kaufen, gibt aber zu denken

Gold wurde um eine Stufe auf eine leichte Abneigung hochgestuft. Die Stärke des US-Dollar und die Tatsache, dass die Zentralbanken einiger Schwellenländer, wie die türkische CBRT, aggressiv Goldreserven verkaufen mussten, um ihre Währungen zu verteidigen, die sich im freien Fall befanden, übte starken Abwärtsdruck auf den Goldpreis aus. Die Preiskorrektur war beachtlich: Seit Anfang des Jahres hat Gold gegenüber dem US-Dollar um rund 12% an Wert verloren. Wir werden im Augenblick zwar keine nennenswerten Mengen an Gold kaufen, müssen aber unsere ziemlich negative Beurteilung des Metalls revidieren. Abgesehen davon haben wir unsere Einschätzungen nicht geändert.



Maurice Harari
Portfolio Manager



ANLAGEEINSCHÄTZUNGEN

Dies sind unsere Anlagepräferenzen für den September auf Basis der Anlagestrategiesitzung vom 18. August 2018.

	---	---	-	+	++	+++
Aktien		Südafrika ←	Indien →	Mexiko	Russland	USA
Asset Allocation in Anleihen		Hochzinsanleihen	Realzinsen von Staatsanleihen IG-Anleihen Schwellenländeranleihen in lokaler Währung	Nominale Staatsanleihen Schwellenländeranleihen in harter Währung		
Indexgebundene Staatsanleihen	Grossbritannien Deutschland	Kanada Frankreich Italien	USA			
Staatsanleihen	Japan	Deutschland Italien ←	Kanada Grossbritannien Frankreich Australien →	USA		
IG-Anleihen		USA Grossbritannien	Europa			
Hochzinsanleihen		USA	Europa			
Schwellenländeranleihen - harte (HW) und lokale Währung (LW)		Russland (LW) Polen (LW) Südafrika (LW) Indonesien (LW)	Brasilien (HW) Brasilien (LW) Indonesien (HW) Mexiko (LW) Türkei (LW) Ungarn (LW)	Mexiko (HW) Russland (HW) Türkei (HW) Polen (HW) Ungarn (HW) → Südafrika (HW)		
Währungen		CHF	GBP CAD AUD Gold →	EUR JPY		

← Veränderung gegenüber Vormonat →