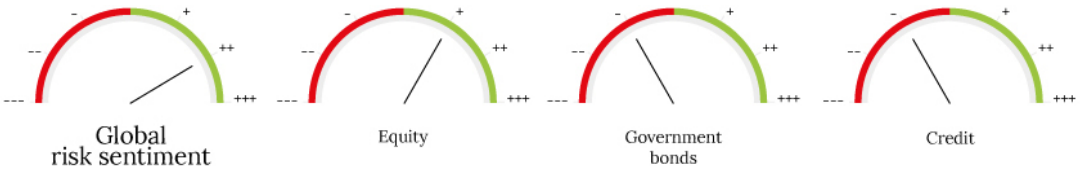
SYZ PRIVATE BANKING

ASSET ALLOCATION INSIGHTS

Oktober 2018

UNSERE MONATLICHE EINSCHÄTZUNG DER ASSET-ALLOKATION



DER ZYKLUS IST NICHT TOT – NOCH NICHT

Der Marktzyklus stirbt nicht an Altersschwäche

Die wiederkehrenden Bedenken über mögliche Ursachen (z.B. Handelszölle) oder Symptome (z.B. die flachere Renditekurve) für eine Wende im US-Konjunkturzyklus sind in diesem Stadium durchaus legitim, aber immer noch verfrüht. Nach dem über Erwarten kräftigen Wachstum der letzten Quartale sind Enttäuschungen unvermeidlich. Es wird jedoch nicht zu einer richtiggehenden Rezession kommen – solange die Inflation im Rahmen bleibt und die Geldpolitik nicht allzu restriktiv ist. Der Grundsatz lautet, dass «der Zyklus stirbt, wenn ihn die Fed abschiesst», entweder durch einen geldpolitischen Fehler oder durch die Hand der Inflation.

Die wirtschaftlichen Probleme Europas werden überschätzt

Das Gleiche gilt für Europa: Angesichts der aktuellen Haltung der EZB und des Niveaus der Kerninflation sollten wir uns keine allzu grossen Sorgen über die schwache Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone machen. Bis zu einem gewissen Grad ist diese darauf zurückzuführen, dass die Produktion der Volkswirtschaften im Euroraum unter ihrem Potenzial liegt.

Greifbare Anzeichen der Stabilisierung im Euroraum

Die Binnennachfrage hat immer noch reichlich Aufholpotenzial. Nachdem somit absolut kein Anzeichen eines wirtschaftlichen Überschwangs zu erkennen ist, könnte eine längere Kontraktionsphase bevorstehen. Ermutigenderweise könnten die jüngsten Anzeichen der Stabilisierung der Wirtschaftsaktivität in der Eurozone in Verbindung mit dem passablen bis schwungvollen Wachstum in anderen Ländern auf dem Kontinent dazu beitragen, die Zuversicht nach dem italienischen Haushaltsdrama wiederherzustellen.

Bodenbildung in China könnte die Stimmung verbessern

Damit bleibt noch China, wo die Regierung jetzt versucht, die im letzten Jahr angestossene Verlangsamung des Kreditwachstums abzumildern und indirekt zu korrigieren. Eine Bodenbildung der Aktivität in China, die immer noch möglich ist, sollte die Stimmung gegenüber Nicht-US-Aktien und insbesondere gegenüber Schwellenländerwerten verbessern.

Die relative Präferenz für die USA hat Bestand (vorerst)

Deshalb haben wir unsere wesentliche Ausrichtung nicht geändert und bevorzugen nach wie vor Aktien gegenüber Anleihen. Aktien der Eurozone und Japans wurden taktisch hochgestuft. Somit besteht unsere relative Präferenz für US-Aktien zwar weiter, wurde aber indirekt reduziert. Solange die Musik spielt, sollten wir weitertanzen.

Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist

Autoren

Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist
Maurice Harari
Senior Portfolio Manager
Adrien Pichoud
Economist
Luc Filip
Head of Private Banking Investments

SYZ Private Banking
Tel. +41 (0)58 799 10 00 - info@syzgroup.com - www.syzbank.com

Bitte beachten Sie den vollständigen rechtlichen Hinweis

DER WIRTSCHAFTLICHE HINTERGRUND AUF EINEN BLICK UND AUSBLICK AUF DIE WELTWIRTSCHAFT

Dank der Stabilisierung des Wachstums und der eingepreisten Risiken können sich die Märkte wieder auf die Drosselung der quantitativen Lockerung konzentrieren. Doch die US-Zwischenwahlen könnten erneut für Unruhe sorgen

Der Weltwirtschaft beginnt das 4. Quartal in einer Situation der «instabilen Stabilisierung». Einige der Sorgen dieses Sommers sind allmählich weniger akut geworden. Erstens unterstützt die Binnennachfrage in Europa die Konjunktur, trotz der fortgesetzten Verlangsamung in exportorientierten industriellen Sektoren. In China zeigen sich erste Anzeichen einer Stabilisierung des Wachstums, die allerdings noch bestätigt werden müssen. Dies deutet darauf hin, dass sich die geldpolitischen und fiskalischen Impulse allmählich auf die Wirtschaft auswirken. Während sich die Endergebnisse des anhaltenden Handelskriegs zwischen den USA und China, der Brexit-Verhandlungen und der Haushaltspolitik der italienischen Regierung schwer vorhersagen lassen, sind die Risiken im Zusammenhang mit diesen drei Problemen jetzt besser bekannt und an den Finanzmärkten berücksichtigt. Die Verhandlungen Argentiniens wegen der IWF-Unterstützung stoppten den Wertverfall des Peso, während die massive – wenn auch verspätete – Zinserhöhung der türkischen Zentralbank endlich dafür sorgte, dass die Preise türkischer Vermögenswerte nicht ins Bodenlose fallen. Nach dem ausserordentlich volatilen Sommer sind diese Entwicklungen sehr willkommen.

Damit können sich die Finanzmärkte jetzt zum Herbstbeginn wieder auf die laufende geldpolitische Normalisierung in den USA und die allmähliche Beendigung der quantitativen Lockerung in der Eurozone konzentrieren. Die meisten Probleme der letzten Monate sind jedoch noch nicht definitiv geregelt und könnten die Anleger in der nächsten Zeit erneut nervös machen. Daneben sollten die Anleger auch auf den politischen Terminplan in den USA achten, wo die Zwischenwahlen die Trumponomics untergraben könnten, die für US-Aktien und den US-Dollar bisher so vorteilhaft waren. Deshalb ist es durchaus möglich, dass die jüngste Marktstabilisierung keinen Bestand hat.

Wachstum

Die weltweiten Wachstumsunterschiede nehmen nicht mehr zu

Die im bisherigen Jahresverlauf beobachteten Wachstumsunterschiede zwischen der US-Wirtschaft und dem Rest der Welt – wo Europa und China in Führung liegen – weiten sich nicht weiter aus. Das heisst, dass sich das Wachstum der Weltwirtschaft auf einem positiven, aber verhalteneren Expansionskurs einpendeln dürfte.

Die Wachstumsdynamik schwächt sich in den Schwellenländern ab und stabilisiert sich in Europa

Quellen:
SYZ Asset Management
Stand der Daten: 20. September 2018

Inflation

In den Industrieländern treiben die Löhne und Energiepreise eine leichte Inflation an; in den Schwellenländern geben die Wechselkurse den Ausschlag

In den Industrieländern befindet sich die Inflation nach wie vor in einem sehr leichten Aufwärtstrend, der von einer Kombination aus Lohnwachstum – das dem Einzelhandel eine gewisse Preisgestaltungskraft verleiht – und steigenden Energiepreisen getragen wird. In den Schwellenländern bleiben die Wechselkurse der entscheidende Faktor für die Inflationsdynamik.

Geldpolitik

In Europa, Japan und China bleibt die Geldpolitik akkommodierend

Allgemein gesehen wird die Geldpolitik weltweit weniger vorteilhaft, da die USA die Leitzinsen normalisiert und die Zentralbanken mehrerer grosser Schwellenländer den Kurs geändert haben. In einigen Wirtschaftsräumen sind die Finanzierungsbedingungen jedoch immer noch akkommodierend, zum Beispiel in Europa, Japan und China.

Bitte beachten Sie den vollständigen rechtlichen Hinweis

Industriestaaten

Erste Anzeichen einer Verlangsamung in den USA reichen nicht aus, um die Normalisierung zu stoppen

Obwohl die US-Daten einen ziemlich starken Wachstumshintergrund anzeigen, gibt es auch erste Anzeichen für eine leichte Abschwächung der Konjunkturdynamik. Das ist jedoch keineswegs eine totale Wachstumsverlangsamung – durch die fiskalischen Impulse und die niedrige Arbeitslosigkeit wird die Binnennachfrage nach wie vor unterstützt. Die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Beschleunigung oder einer nachhaltigen Expansion mit einer Jahresrate von 4% ist allerdings begrenzt. Doch für die Fed reicht dies aus, um ihre geldpolitische Normalisierung vorerst fortzusetzen.

Trotz Gegenwinden rechtfertigt die gute Nachfrage in Europa die Rücknahme der quantitativen Lockerung

In der Eurozone werden die industriellen Sektoren nach wie vor durch zyklische Gegenwinde belastet, zu denen unter anderem die globalen Handelsspannungen und das schwache Wachstum in China zählen. Die robuste Binnennachfrage ermöglicht jedoch eine Stabilisierung im Dienstleistungssektor, allerdings mit Ausnahme von Italien, wo die Konjunkturdynamik nach wie vor durch die politische Unsicherheit gehemmt wird. Vor diesem Hintergrund bestätigte die EZB ihre Absicht, die quantitative Lockerung im 4. Quartal auslaufen zu lassen. Sie räumte aber auch ein, dass die Abwärtsrisiken für den Ausblick «in der letzten Zeit an Gewicht gewonnen» hätten. In Grossbritannien ist ebenfalls Unsicherheit angesagt, da die Brexit-Verhandlungen offenbar ins Stocken geraten sind, obwohl der Stichtag für die Einigung schnell näher rückt.

In Japan könnte die Wirtschaftsaktivität vorübergehend durch Naturkatastrophen beeinträchtigt werden. Doch die zugrunde liegende Wachstumsdynamik bleibt positiv. Sie wird durch eine nachhaltige Binnennachfrage und die Abwertung des Yen unterstützt, die den Exporten zugute kommt.

Schwellenländer

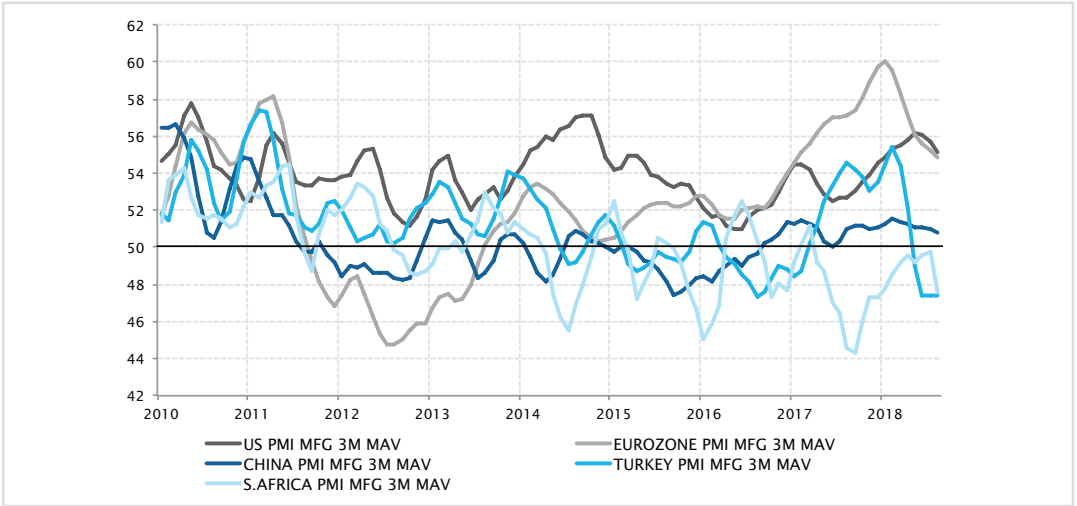
In den meisten Schwellenländern hat sich die Wachstumsdynamik abgeschwächt, während die Geldpolitik restriktiver geworden ist.

Idiosynkratische Probleme und schwächeres Wachstum in China führen zu einer restriktiven Politik in den Schwellenländern; von Impulsen in China wird jedoch langfristig eine Linderung erhofft

In der Türkei, Argentinien und Südafrika tritt dies besonders deutlich in Erscheinung. Durch massive Währungsabwertungen vor dem Hintergrund hoher Leistungsbilanzdefizite waren die Zentralbanken gezwungen, einen restriktiven Kurs einzuschlagen. Zugleich mussten die Staatsausgaben gedrosselt werden, was die wirtschaftliche Zuversicht und Aktivität sofort belastete.

Abgesehen von diesen Extremfällen wirkt sich das schwächere Wachstumsumfeld in China auch auf die Konjunkturdynamik in den anderen Schwellenländern aus. Der damit verbundene Abwärtsdruck auf Schwellenländerwährungen zwang mehrere Zentralbanken zu einer strafferen Geldpolitik, um den Inflationsdruck einzudämmen. Es wird jedoch erwartet, dass die chinesischen fiskalischen und geldpolitischen Impulse das Wachstum letztendlich unterstützen und zur Stabilisierung des Schwellenländerkomplexes beitragen werden.

Adrien Pichoud
Economist



Rezession in der Türkei, Südafrika und Argentinien; fortgesetzte Abkühlung in China

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

Bitte beachten Sie den vollständigen rechtlichen Hinweis

ANLAGEBEWERTUNG UND BERICHT DER ANLAGESTRATEGIE-GRUPPE

Risiko und Duration

Angesichts der Stabilisierung der Bewertungen, der Schwellenländer und des US-Dollars bleibt die Risikobereitschaft unverändert

Der wirtschaftliche Hintergrund bleibt vorteilhaft, und die Bewertungen haben sich nicht verschlechtert. Im Euroraum haben sie sich unter dem Strich sogar verbessert, und in Europa sind greifbare Anzeichen einer Stabilisierung der Aktivität zu erkennen.

Zur gleichen Zeit ergreifen einige Zentralbanken in Schwellenländern nötige Schritte – die türkische Zentralbank hat den Leitzins zum Beispiel stärker angehoben als erwartet – und der US-Dollar wird unserer Meinung nach beim aktuellen Niveau nicht mehr sehr viel stärker werden. Ausserdem rechnen wir mit einer Verbesserung der Konjunktur in China, die risikoreichere Anlagen zusätzlich unterstützen dürfte. Deshalb hat sich unsere Risikobeurteilung nicht verändert und lautete weiter auf eine «Präferenz».

Die leichte Abneigung gegen Duration bleibt bestehen

Für eine Anhebung der Duration ist es unserer Meinung nach zwar noch zu früh. Doch solange die Zinssätze im Einklang mit der Verbesserung des nominalen Wachstums steigen, machen wir uns keine allzu grossen Sorgen. Deshalb lautet unsere Durationswertung weiter auf eine «leichte Abneigung».

Aktienmärkte

Durch die Hochstufung von japanischen und EU-Aktien hat sich die Präferenz für US-Aktien de facto verringert

Wir haben einige Änderungen an unserer Aktienallokation vorgenommen. Erstens haben wir Japan und die Eurozone auf eine «leichte Präferenz» angehoben und damit unsere relative Präferenz für US-Aktien indirekt reduziert. Im Hinblick auf die Sektorallokation haben wir in Europa Finanzwerte hochgestuft und bevorzugen nach wie vor Energie- und Pharmatitel. In den USA bleiben Energie und Industrie unsere bevorzugten Sektoren.

Unserer Meinung nach haben diese Märkte und Sektoren angesichts der gesamtwirtschaftlichen Verbesserung im Rest der Welt und der insgesamt höheren Zinssätze in den Industrieländern ein gewisses Aufholpotenzial. Mit Blick auf die weitere Entwicklung glauben wir nicht, dass US-Aktien noch viel weiter steigen werden. Die USA werden nicht am meisten von der Konjunkturerholung oder dem erneuten Aufschwung im Rest der Welt profitieren. Dennoch bieten die US-Märkte nach wie vor die besten risikobereinigten Anlagen unter den Aktienmärkten weltweit.

China im Auge behalten: Wenn die Impulse Wirkung zeigen, wäre eine Hochstufung möglich

Unter den Schwellenländern behalten wir China weiter für eine mögliche Hochstufung im Auge – derzeit stufen wir den Markt mit einer «leichten Präferenz» ein. Wir warten auf einen Katalysator, der das Schlagzeilenrisiko und die Unsicherheit für chinesische Aktien beseitigen könnte, aber auch darauf, dass die verstärkten binnenwirtschaftlichen Impulse die Handelsängste ausgleichen – die allmählich überzogen sind.

Zu viele Risiken vor dem Brexit – deshalb stufen wir britische Aktien herab

Zu guter Letzt haben wir britische Aktien auf eine «leichte Abneigung» herabgestuft, da die Volatilität in den Endrunden der Brexit-Verhandlungen zunimmt. Wir befürchten, dass sich das britische Pfund und der britische Aktienmarkt parallel entwickeln könnten. Dies ist ein binäres Risiko, das wir nicht eingehen möchten.

> *Die US-Märkte bieten die besten risikobereinigten Aktienanlagen. Bei Aktien aus Japan und der Eurozone ist jedoch ein etwas grösseres Wertsteigerungspotenzial festzustellen.*
>
> ***Maurice Harari***

Anleihenmärkte

Die niedrige Inflation unterstützt eine leichte Präferenz für Nominalanleihen gegenüber inflationsgebundenen Anleihen

Im Hinblick auf die Asset Allocation bei Anleihen haben wir in den letzten zwei Monaten keine Änderungen vorgenommen. Im Sommer hatten wir Investment-Grade-Unternehmensanleihen auf eine «leichte Abneigung» hochgestuft, und High-Yield-Anleihen beurteilen wir weiterhin mit «Abneigung».

Wir bevorzugen nach wie vor nominale Staatsanleihen – mit einer «leichten Präferenz» – gegenüber inflationsgebundenen Anleihen – mit einer «leichten Abneigung». Gründe dafür sind ihre Bewertungsdynamik und der vorteilhafte wirtschaftliche Hintergrund. Die Realzinsen dürften steigen, da die Zentralbanken in den Industrieländern ihre quantitativen Lockerungsprogramme beenden und mit der Normalisierung der Zinssätze beginnen, obwohl sich die Inflation kaum beschleunigt.

Japanische und deutsche Staatsanleihen wurden hochgestuft, da sie um den Status als sicherer Hafen konkurrieren

Japan und Deutschland wurden jeweils um eine Stufe auf eine «Abneigung» bzw. «leichte Abneigung» hochgestuft, da sie mittlerweile mit US-Treasuries konkurrieren – in die Basiswährungen abgesichert.

In den Schwellenländern sind wir in Fremdwährungsanleihen – mit einer «leichten Präferenz» – nach wie vor gegenüber Lokalwährungsanleihen – mit einer «leichten Abneigung» – übergewichtet.

Währungen, alternative Anlagen und liquide Mittel

In diesem Monat hat sich unsere Einschätzung nicht geändert. Wir hegen nach wie vor eine «leichte Präferenz» für den Euro und den japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar.

Maurice Harari
Senior Portfolio Manager

Dieses Marketingdokument 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 Nutzer tragen die alleinige Verantwortung dafür, zu prüfen, ob ihnen der Bezug der hierin enthaltenen Informationen gesetzlich gestattet ist. Diese Materialien sind lediglich zu Informationszwecken bestimmt und dürfen nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments oder als Vertragsdokument aufgefasst werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben sind nicht dazu bestimmt, als Beratung zu Rechts-, Steuer- oder Buchhaltungsfragen zu dienen, und 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 erachtet, jedoch übernimmt die SYZ-Gruppe keine Garantie für ihre Vollständigkeit oder Richtigkeit. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.