



UNSERE MONATLICHE EINSCHÄTZUNG DER ASSET-ALLOKATION



➤ GOLD: WARUM EINE NULLRENDITE BESSER IST ALS EINE NEGATIVE RENDITE

Eine Bärenmarkt-Rally ist kein Bullenmarkt

Die Aktienmärkte sind bisher mit viel Schwung in das neue Jahr gestartet, ganz im Gegensatz zu der Weltuntergangsstimmung im letzten Dezember. Die entscheidende Frage lautet deshalb: «Ist dies eine Bärenmarkt-Rally oder ein neuer Bullenmarkt?» Wir neigen zu ersterer These. Ende 2018 gab es ganz offensichtlich gewisse Verzerrungen, Übertreibungen und einige Schnäppchen für die Mutigsten. Aber was hat sich in den letzten Wochen wirklich verändert, das uns optimistischer stimmen könnte – vor allem nach der jüngsten schnellen Erholung?

Keine konjunkturelle Stabilisierung vor dem Frühjahr

Auf der makroökonomischen Seite hat sich der Hintergrund für das Wirtschaftswachstum weiter verschlechtert. Dies ist zum Beispiel in Europa und Japan zu beobachten, die sich mittlerweile am Rande der Stagnation befinden, aber auch in den USA, da die fiskalischen Impulse allmählich an Wirkung verlieren. Die Haushaltssperre dürfte die Zahlen für das 1. Quartal auch nicht gerade verbessern. In China gab es einige zaghafte Anzeichen einer Stabilisierung der Konjunkturdaten und vage Ankündigungen zusätzlicher Lockerungsmassnahmen. Zuletzt kam auch eine gewisse Hoffnung auf ein Handelsabkommen mit den USA auf, das sich aber lediglich als Waffenstillstand erweisen könnte. Vor dem Frühjahr ist deshalb nicht mit einer Stabilisierung des Wachstums zu rechnen – möglicherweise aber auch erst später.

Fed-Rhetorik rettet die Anlegerstimmung

Die Inflation ist nach wie vor verhalten und gut unter Kontrolle, obwohl die Expansionsphase in den USA und den grossen Industrieländern mittlerweile schon zehn Jahre andauert. Die Anleihen- und Inflationssäulen, die im letzten Jahr endlich einmal für kurze Zeit Gehör fanden, sind im 4. Quartal plötzlich verschwunden, als die Ölpreise und die Kurse von Risikoanlagen abstürzten.

Die einzige wirkliche Veränderung war somit die Rhetorik der US-Notenbank (Fed). Was Jerome Powell im Oktober angerichtet hatte, als er sich allzu restriktiv gab, hat er nun wieder repariert, indem er die Anlegerstimmung mit Worten wie «geduldig», «flexibel» und «datenabhängig» besänftigte. Die Fed trat gerade rechtzeitig auf den Plan, um den Blutverlust zu stoppen, bevor er ausser Kontrolle geriet. Wie geht es nun weiter?

Im Jahr 2019 ist eine Rückkehr des Wachstums oder eine weiche Landung möglich

Es gibt zwei potenzielle Szenarien. Entweder zieht das Wachstum in der zweiten Hälfte des Jahres an und die Fed muss ihre Normalisierung fortsetzen – ebenso wie die anderen Zentralbanken von Industrieländern. Dies würde die Bewertungen von Anlagen drücken, die möglicherweise nicht attraktiv genug sind, um im Vergleich mit den positiven realen Renditen von einfachen Geldmarkttitle zu bestehen. Oder das Wachstum ebbt langsam zu einer langgezogenen weichen Landung ab – im Augenblick glauben wir nicht an ein hässliches, abruptes Rezessionszenario – und die Märkte träumen in den nächsten Quartalen von einer positiven Überraschung bei den Gewinnen.

Vorsichtshalber Optionen offen halten – Gold ist jetzt sicherer als Aktien

Als Schlussfolgerung können wir feststellen, dass die Aktienkurse weiter seitwärts tendieren dürften und das Aufwärtspotenzial der Renditen in den nächsten Monaten begrenzt ist. Deshalb blieben wir vorsichtig zuversichtlich, sind allerdings sowohl bei Aktien als auch bei der Duration etwas untergewichtet, vor allem auf der Euro-Kurve. Andererseits halten wir auch etwas Pulver trocken, um Mittel für Anlagen zur Verfügung zu haben, wenn die Bewertungen attraktiver werden. Da die Schuldenuhr weiter tickt und den Zentralbanken der Industrieländern kaum mehr wirkungsvolle Waffen zur Verfügung stehen, erscheint eine Allokation in Gold heute sinnvoll. Eine Nullrendite ist tatsächlich besser als das Versprechen einer negativen Rendite auf rund USD 8 Bio. Anleihen von hochverschuldeten Staaten.

Autoren

Fabrizio Quirighetti
 Macroeconomic Strategist
 Maurice Harari
 Senior Portfolio Manager
 Adrien Pichoud
 Economist



Fabrizio Quirighetti
 Macroeconomic Strategist



DER WIRTSCHAFTLICHE HINTERGRUND AUF EINEN BLICK UND AUSBLICK AUF DIE WELTWIRTSCHAFT

Mögliche Stabilisierung des Wachstums im Jahr 2019

Aus der makroökonomischen Sicht sind wir froh, dass das Jahr 2018 vorbei ist. Es war ein Jahr mit einer enttäuschenden Wirtschaftsaktivität, zunehmenden globalen Risiken und weniger günstigen Kreditkonditionen. Die letzten Wochen des Jahres änderten nichts an diesen Trends. Es gab schwächere Konjunkturindikatoren in Europa, China und sogar den USA. Hinzu kam eine weitere Zinserhöhung der US-Notenbank und die Bestätigung der EZB, dass die quantitative Lockerung beendet werde. Trotz der vorherrschenden Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft ist die wahrscheinlichste Entwicklung in diesem Jahr eine Stabilisierung des globalen Wachstums auf einem passablen Niveau.

Abwärtsrisiken, wenn die Fed die Zinsen anhebt und bei einer weiteren Verlangsamung in Europa/China

Ob diese Abwärtsrisiken eintreten oder nicht, hängt von drei wichtigen Faktoren ab. Der erste ist der geldpolitische Unterschied zwischen den USA und dem Rest der Welt. Da das Wachstum der Weltwirtschaft an Schwung verliert, sollte die Zinsnormalisierung pausieren. Tatsächlich waren die Aussagen der Fed-Vertreter in der letzten Zeit recht beruhigend, denn im Gegensatz zu ihrer restriktiven Haltung vor einigen Monaten erklärten sie, man müsse «geduldig» sein.

Die beiden anderen Elemente, die für einen konstruktiven makroökonomischen Rahmen in diesem Jahr nötig wären, sind Anzeichen der Stabilisierung in Europa und China. Die Konjunkturverlangsamung im letzten Jahr war unangenehm. Doch das Wachstum lag nach wie vor im positiven Bereich. Beim aktuellen Niveau könnte eine weitere Verschlechterung jedoch problematisch werden. Die akkommodierende Finanz- und Geldpolitik spricht für eine künftige Stabilisierung. Es gibt jedoch eine ganze Reihe von politischen Risiken, wie etwa die Handelsdiskussionen, der Brexit und die Europawahl. Hinzu kommt die schwächere Stimmung im Privatsektor, sodass die Risikobilanz eher negativ ausfällt.

Kurzfristig werden die Zweifel Bestand haben

Deshalb bieten diese drei Punkte keine ausreichende Beruhigung, um schon Entwarnung zu geben. Die vorsichtiger Haltung der Fed ist eine positive Entwicklung, aber nicht sehr tragfähig. Die Wachstumsaussichten Chinas sind immer noch unsicher und werden von den US-Zöllen bedroht. Und in Europa sind noch keine konkreten Anzeichen einer Bodenbildung der Aktivität zu erkennen. Unser Basisszenario sieht zwar nach wie vor ein verbessertes makroökonomisches Umfeld später im Jahr vor. Doch die Unsicherheiten und Risiken des Jahres 2018 dürften auch in den kommenden Monaten weiterbestehen.

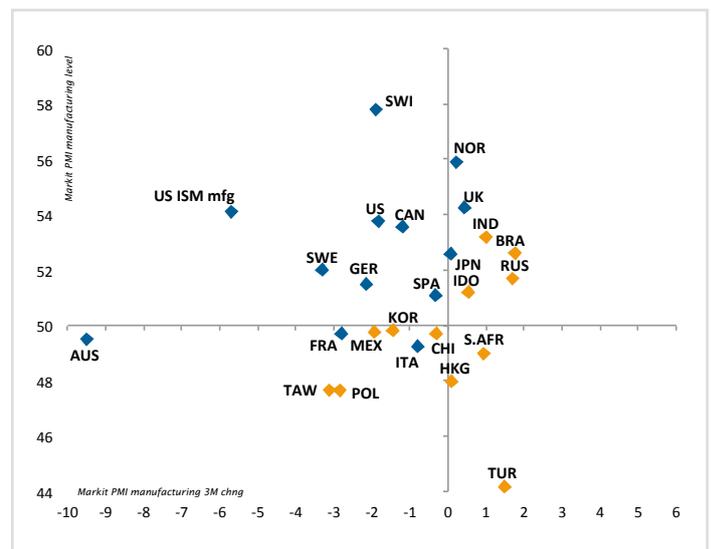
Wachstum

Von Europa und China ausgehende Verlangsamung

Europa und China beeinflussen die globale Wachstumsverlangsamung direkt und indirekt, da die Entwicklung ihrer Wirtschaft Auswirkungen auf alle Volkswirtschaften hat, die auf die Endnachfrage in diesen beiden Grossmächten angewiesen sind. Nordamerika hat in letzter Zeit ebenfalls an Dynamik verloren.

Schwächere Wachstumsdynamik auf der ganzen Linie

Quellen: SYZ Asset Management
Stand der Daten: 21. Januar 2019



Inflation

Angesichts der niedrigen Inflation bleibt die Geldpolitik akkommodierend

Die Dynamik der Gesamtinflation wird durch die Basiseffekte der Energiepreise gebremst, während das Umfeld vom schwachen Inflationsdruck in den Industrieländern und einigen Schwellenmärkten geprägt ist.

Geldpolitik

Vor dem Hintergrund der schwächeren Wachstumsdynamik, dem fehlenden Inflationsdruck und dem allgemeinen Trend zur geldpolitischen Normalisierung ist die Geldpolitik immer noch akkommodierend, aber weniger als vor einigen Monaten.

Zyklischer Abschwung in den Industrieländern ausser Japan

Industriestaaten

Ende 2018 wurden alle Industrieländer durch zyklische Gegenwinde belastet. In der Eurozone setzte sich der Verlangsamungstrend fort. Insbesondere in Frankreich bremste die Wirtschaft aufgrund der sozialen Unruhen – unter denen der Einzelhandel besonders stark zu leiden hatte – erheblich ab. In den USA schwächt sich die Wachstumsdynamik ab. Im Augenblick ist jedoch noch unklar, ob die Ursache dafür nur im Nachlassen des fiskalischen «Zuckerrausches» besteht, zu dem sich externe Faktoren gesellen, insbesondere die Handelskonflikte, oder ob es sich um eine besondere Entwicklung mit Bezug zur Dynamik des Binnenwachstums handelt. Interessanterweise befindet sich Japan nach wie vor auf einem unspektakulären, aber ziemlich konstanten Wachstumskurs, der durch die Binnennachfrage unterstützt wird.



Die Aussicht auf ein verbessertes makroökonomisches Umfeld später im Jahr 2019 ist zwar nach wie vor unser Basisszenario. Doch die Unsicherheiten dürften auch in den kommenden Monaten weiterbestehen.

Adrien Pichoud

Stimulation dürfte Verlangsamung in China lindern

Schwellenländer

Die Verlangsamung in China war eine der wichtigsten makroökonomischen Entwicklungen des Jahres 2018. Die Wirtschaftspolitik wurde in den letzten Monaten auf eine stärkere Unterstützung ausgerichtet und dürfte dazu beitragen, die Wirtschaftsaktivität im Laufe des Jahres zu stabilisieren. Der Effekt dieser Massnahmen muss sich jedoch erst noch in den Konjunkturdaten zeigen. Die schwächere Dynamik in China belastet auch die benachbarten Volkswirtschaften in Südostasien, ähnlich der Entwicklung in Osteuropa, wo sich die Verlangsamung der Eurozone allmählich bemerkbar macht.

Peripherieländer in Asien und Europa leiden unter der Verlangsamung der Konjunkturlokomotiven

In Brasilien profitiert die Wirtschaft unter dem neuen Präsidenten Jair Bolsonaro nach wie vor von der Verbesserung der Stimmung nach seiner Wahl. Brasilien ist auch eines der wenigen grossen Schwellenländer mit einer positiven Dynamik. Die strukturellen Schwierigkeiten bestehen natürlich weiter, insbesondere die enorm wichtige Pensionsreform. Doch die kurzfristige Dynamik ist vorteilhaft.

Positive Dynamik in Brasilien; Inflation in einigen Schwellenländern

Trotz des allgemein recht schwachen Inflationsumfelds verzeichnen einige Volkswirtschaften, wie Mexiko, Russland und die Türkei, immer noch einen aufwärts gerichteten Inflationsdruck. Dies ist hauptsächlich auf binnenwirtschaftliche Faktoren zurückzuführen, die die Zentralbanken zu einer restriktiveren Haltung zwingen.

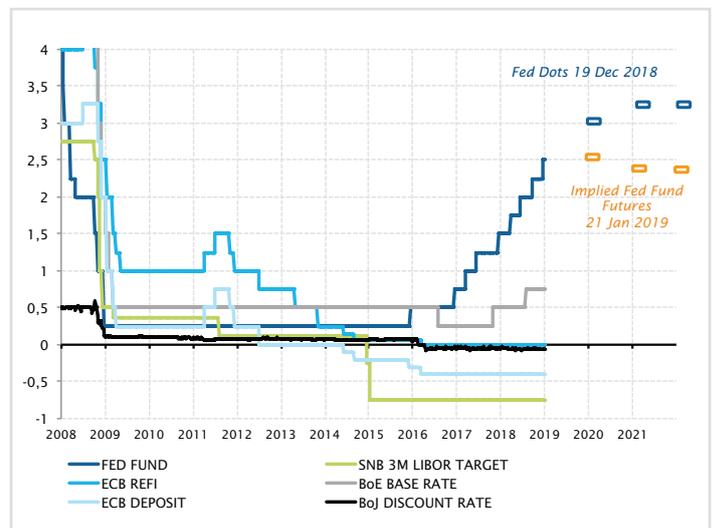


Adrien Pichoud
Economist

Wichtige Leitzinsen

Die Fed wird 2019 wahrscheinlich eine Pause einlegen, und andere Zentralbanken werden ihre Geldpolitik wohl nicht stark normalisieren können. Die Zinssätze werden 2019 niedrig bleiben.

Quellen: Bloomberg, SYZ Asset Management
Stand der Daten: 21. Januar 2019



➤ ANLAGEBEWERTUNG UND BERICHT DER ANLAGESTRATEGIE-GRUPPE

Risiko und Duration

Das schleppende Wachstum und die Handelsunsicherheiten gebieten Vorsicht in Bezug auf Risiken

Der wirtschaftliche Hintergrund ist nicht gut genug, um eine Anhebung unserer Risikobereitschaft zu rechtfertigen. Das Wachstum der Weltwirtschaft verlangsamt sich – sogar in den USA. Und die jüngsten Daten aus China sprechen nicht für eine Erholung der chinesischen Wirtschaft. Ausserdem bestehen immer noch Unsicherheiten über ein Handelsabkommen zwischen den USA und China. Deshalb sind wir bereit, auf mehr Klarheit zu warten, bevor wir unsere Risikobereitschaft anheben. Im Augenblick glauben wir, dass eine Aktienrally begrenzt sein dürfte. Sie würde einerseits durch Zinserhöhungen der US-Notenbank gezügelt, falls sich die Wirtschaftsaktivität verbessern sollte, und andererseits durch Bedenken über das Wachstum gehemmt. Darüber hinaus glauben wir nicht, dass die Zentralbanken ihre Haltung demnächst dramatisch ändern werden, sofern nicht tatsächlich eine Rezession droht und/oder systemische Risiken eintreten – womit wir nicht rechnen.

Qualitativ hochwertige Dividendenaktien zahlen sich aus

Vor diesem Hintergrund halten wir unsere Risikobereitschaft auf einer «leichten Abneigung». Wir haben keine Sektorvorlieben, favorisieren aber statt Unternehmensanleihen eher qualitativ hochwertige Dividendenaktien, die mit einer Rendite von über 4% einen attraktiven Zinsvorteil bieten und weniger volatil sind als der Rest des Marktes. Wir ziehen den US-Aktienmarkt immer noch gegenüber Europa vor.

Mögliche spätere Hochstufung von Schwellenländern

Mit Blick auf die weitere Entwicklung könnten wir Schwellenländer gegenüber Europa hochstufen, wenn sich die Konjunkturdaten verbessern, Fortschritte in Bezug auf die Handelszölle zu erkennen sind und sich der US-Dollar stabilisiert oder nachgibt.



Wir liessen unsere globalen Risiko- und Durationsbeurteilungen unverändert, da der wirtschaftliche Hintergrund und die Bewertungen nicht ausreichen, um Hochstufungen zu rechtfertigen. Britische Vermögenswerte erscheinen jedoch im Hinblick auf die Bewertungen und die risikobereinigten Erträge allmählich attraktiv.

Maurice Harari

Eine gewisse Duration hilft, Risiken einzudämmen

Die Duration lautet unverändert zum letzten Monat auf eine «leichte Abneigung». Das Potenzial für einen Rückgang der Renditen ist begrenzt, da sie nach wie vor niedrig sind. Es lohnt sich jedoch, eine gewisse Duration im Portfolio zu halten, um Risiken auszugleichen. Zudem verliert die Konjunkturdynamik allmählich an Stärke, und die Pause in der Normalisierung spricht nicht für einen signifikanten Anstieg der Renditen.

Aktienmärkte

Verbesserte Bewertungen von Industrieländerwerten, immer noch nicht billig

Im Grossen und Ganzen haben sich die Aktienrisikoprämien an fast allen Aktienmärkten der Industrieländer im Laufe des Monats verbessert, ohne aber «spottbillige» Niveaus zu erreichen. Diese Verbesserung war auf die niedrigeren Anleihenrenditen im Dezember und die höheren Kapitalkosten zurückzuführen. In den Schwellenländern haben sich die Bewertungen nicht nennenswert verändert, denn diese Märkte waren im Dezember widerstandsfähiger und die Bewertungen waren ohnehin ziemlich günstig.

Britische Werte nehmen einen höchst unvorteilhaften Brexit vorweg, dies schafft Aufwärtspotenzial

Britische Aktien wurden um eine Stufe auf eine «leichte Präferenz» hochgestuft. Sie bieten attraktive Bewertungen, höhere Dividendenrenditen und waren in letzter Zeit recht unbeliebt. Britische Aktien sind nach wie vor günstig bewertet und ihre Kurse nehmen ebenso wie das britische Pfund bereits eine Menge schlechter Nachrichten vorweg. Deshalb bieten sie bessere Chancen für positive Überraschungen, aber nur ein begrenztes Abwärtsrisiko. Ein Brexit ohne Austrittsabkommen oder ein harter Brexit wären die schlechtesten Szenarien für die Märkte, sind aber sehr unwahrscheinlich.

Südafrika wurde ebenfalls auf eine «leichte Abneigung» hochgestuft. Damit verringern wir unsere Untergewichtung in den Schwellenländern.

Anleihenmärkte

Intakte Präferenz für liquide Aktien gegenüber Unternehmensanleihen

Obwohl sich die Bewertungen leicht verschlechtert haben, sind nominale Staatsanleihen im aktuellen Wirtschaftsumfeld immer noch attraktiv und werden mit einer «leichten Präferenz» eingestuft. Bei inflationsgebundenen Anleihen haben wir nach wie vor eine «leichte Präferenz», da sich die Bewertungen verbessert haben. Die Bewertungen von Investment-Grade- und Hochzinsanleihen haben sich nicht ausreichend verbessert, um eine Hochstufung auszulösen. Nach wie vor bevorzugen wir die Liquidität an den Aktienmärkten gegenüber der weniger liquiden Welt der Unternehmensanleihen. In den Schwellenländern bieten auf harte Währungen lautende Anleihen nach wie vor eine bessere Werthaltigkeit als Lokalwährungswerte.

*Bessere Aussichten für den
Brexit und das britische
Pfund – Yen und Gold als
Diversifikator*

Währungen, alternative Anlagen und liquide Mittel

Wir haben das britische Pfund aufgrund der Bewertungen und der zunehmenden Aussicht auf einen weichen Brexit um eine Stufe auf eine «leichte Präferenz» hochgestuft.

Abgesehen davon gab es in diesem Monat keine Änderungen bei unseren Einstufungen von Währungen. Wir hielten an unserer «leichten Präferenz» für den japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar fest, um eine gewisse Dekorrelation in die Portfolios zu bringen. Beim Schweizer Franken hegen wir nach wie vor eine «Abneigung».

Gold ist aufgrund seiner Diversifikationseigenschaften im aktuellen risikoaversen Umfeld mit einer «leichten Präferenz» eingestuft.



Maurice Harari

Senior Portfolio Manager