



UNSERE MONATLICHE EINSCHÄTZUNG DER ASSET-ALLOKATION



➤ ACHTUNG LAWINENGEFAHR

Frischer Pulverschnee lädt zum Skifahren ein, doch nehmen Sie sich vor Lawinen in Acht

In der Schweiz ist es üblich, dass man im Februar mit der Familie eine Woche Skiurlaub in den Bergen macht. Dieses Jahr hatten wir besonders viel Glück. Während der Schulferien gab es Schnee im Überfluss und so gut wie perfekte Wetterbedingungen. Die warmen Nachmittage waren perfekt für ein Nickerchen nach dem wohlverdienten Mittagessen auf der Panoramaterrasse. Wer träumt nicht von einem schönen sonnigen Skitag an der frischen Bergluft? Und dann auch noch mit frischem Pulverschnee – das kommt dem Paradies sehr nahe. Allerdings werden jährlich leider viele Unfälle durch Schneelawinen verursacht, welche das Leben dieser glücklichen Familien für immer zerstören.

Die Märkte hatten bisher ein gutes Jahr, doch Risiken kündigen sich an

Das aktuelle Marktumfeld erinnert sowohl an die guten als auch an die schlechten Erinnerungen, die mit Skifahren in Verbindung gebracht werden. Die Bewertungen verbesserten sich Ende letzten Jahres und gaben damit den Anlegern endlich frischen Pulverschnee. Die Wetterbedingungen klärten sich dank der Kehrtwende der US-Notenbank und wurden durch die moderatere Haltung in anderen Industrieländern verstärkt. Ohne inflationäre Wolken am Horizont haben wir seit Jahresbeginn eine geschmeidige Fahrt durch die Finanzmärkte genossen. Auch wenn wir vielleicht bereuen, dass wir diese angenehme Reise über die letzten zwei Monate nicht mehr ausgenutzt haben – jetzt ist nicht die Zeit, um das Erlebnis verlängern zu wollen. Das würde nur die Risiken und potenziellen Schwierigkeiten in der Zukunft verstärken. Die Lawinengefahr nimmt stetig zu, während die Schneedecke immer brüchiger wird. In anderen Worten, die Bewertungen sind weniger attraktiv, weil die Zusicherungen der Zentralbanken wieder einmal zu Übertreibungen und Massenspekulation geführt haben. Wie kann eine Staatsverschuldung von USD 8 - 9 Bio. mit negativer Rendite gerechtfertigt werden, wenn nicht durch finanzielle Repression seitens der Zentralbanken?

Durch Optionen und Neutralität üben wir uns in Vorsicht

Die gegenwärtige Rally ist zu schnell zu weit gegangen. Da wir uns über die steigende Lawinengefahr im Klaren sind, nehmen wir in unseren Portfolios eine vorsichtig neutrale Haltung ein. Wir haben Gewinne mitgenommen und Absicherungen durch Optionsstrategien für Aktien sowie für Anleihen eingesetzt. Selbst Gold scheint jetzt taktisch weniger zu glänzen. Es ist definitiv an der Zeit für eine Pause auf einer sonnigen Terrasse.



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist

Autoren

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

DER WIRTSCHAFTLICHE HINTERGRUND AUF EINEN BLICK UND AUSBLICK AUF DIE WELTWIRTSCHAFT

Kehrtwende der Zentralbanken dämpfte den Abschwung...

Die optimistische Stimmung der Investoren, die wir seit Jahresbeginn beobachten, wurde im Grunde von einer untragbaren Mischung makroökonomischer Faktoren genährt. Der Abwärtstrend beim Wachstum, der Ende letzten Jahres zum Tragen kam, hält weiter an, was schon an sich kaum ein Grund zum Feiern ist. Allerdings hat dies in Verbindung mit dem fehlenden Inflationsdruck dazu geführt, dass Zentralbanken in den Industrieländern sämtliche Erwägungen zu einer strafferen Geldpolitik komplett zur Seite geschoben haben und sowohl die Federal Reserve und die Europäische Zentralbank als auch die Bank of Japan ihre Bereitschaft zur quantitativen Lockerung im Bedarfsfall signalisieren. Dies stellt eine äusserst bemerkenswerte Kehrtwende der Fed dar, die noch vor zwei Monaten die Zinsen erhöht hat, sowie von der EZB und der BoJ, deren kurzfristige Zinsen sich noch im negativen Territorium befinden.

doch Wachstumsstabilisierung dürfte die moderate Haltung wieder umkehren

Die Weltwirtschaft ist nun an einem Scheideweg angelangt. Entweder die Kombination aus Zentralbankunterstützung, Binnennachfrage und der allmählichen Zerstreuung externer Risiken ermöglicht letztendlich eine Stabilisierung des Wachstums, oder der Verlangsamungstrend setzt sich fort, und eine Rezession wird zu einer realen Bedrohung. Im letzteren Falle reicht eine Lockerung der Geldpolitik unter Umständen nicht aus, um die «Wohlfühlstimmung» am Markt aufrechtzuerhalten. Im ersteren Falle lassen die Zentralbanken ihre moderate Haltung möglicherweise wieder so schnell fallen, wie sie sie angenommen haben. Wir sind weiterhin der Überzeugung, dass das konstruktive Wachstumsszenario anhalten wird. Dabei vergessen wir jedoch nicht, dass eine solche Entwicklung – ausdrücklich oder implizit – weniger Unterstützung von den Zentralbanken bedeutet.

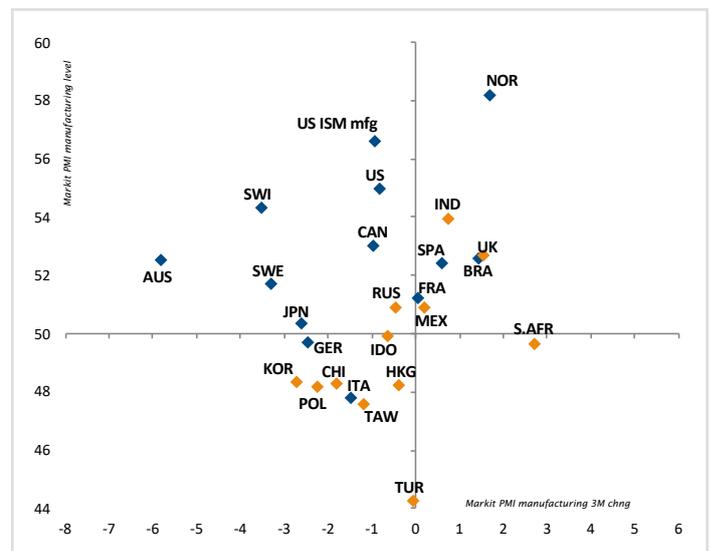
Erholung der Schwellenländer hängt von den Industrieländern, den Wechselkursen und den Zentralbanken ab

Wachstum

Das globale Wachstum verlangsamt sich noch immer aufgrund der schwächeren Dynamik in den Industrieländern. Einige Schwellenländer sind dabei, sich zu erholen und zeigen eine positive Dynamik. Um anzuhalten benötigt dieser Trend allerdings positives Wachstum in den grossen Industrieländern sowie günstige USD-Wechselkurse und geldpolitische Entwicklungen.

Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft verlangsamt sich weiter

Quellen: SYZ Asset Management
Stand der Daten: 20. Februar 2019



Nachlassende Nachfrage treibt Inflation in den Industrieländern an, während Schwellenländer ihren Blick auf Währungen richten

Inflation

Die Inflationsdynamik in den Industrieländern ist nach wie vor verhalten, da die rückläufige Nachfrage die potenziellen Auswirkungen des zaghaften Lohnauftriebs unterdrückt. Währungstrends bleiben weiterhin der wichtigste Treiber für die Inflationsdynamik in Schwellenländern.

Moderate Geldpolitik der Industrieländer reduziert Druck auf Schwellenländer

Geldpolitik

Die allgemeinen Aussichten für die Geldpolitik in den Industrieländern haben sich rasch von einem zaghaften Trend zur Normalisierung – mit unterschiedlichem Zeithorizont – zu einer leicht optimistischen, aber neutralen Haltung gewendet. Indem dies den Aufwärtsdruck auf den US-Dollar verringert, werden gleichzeitig die Zentralbanken der Schwellenländer entlastet, die durch die Geldpolitik der Fed zu einer restriktiveren Haltung gezwungen worden waren.

Offensichtliche Risiken für das Wachstum in den USA

Industriestaaten

In den USA waren die Wirtschaftsindikatoren in letzter Zeit eher volatil und «durchwachsen», doch sie deuten insgesamt auf eine rückläufige Wachstumsrate hin. Dies könnte auf die Kombination aus nachlassenden fiskalischen Impulsen und den Auswirkungen der Haushaltssperre zurückzuführen sein. Allerdings hat sich die Risikobilanz in Bezug auf die Wachstumsaussichten der USA zum Negativen gewendet – insbesondere vor dem gegenwärtigen Hintergrund des schwächeren globalen Wachstums. Dies erklärt den raschen Gesinnungswandel der US-Notenbank hin zu einer eindeutig expansiven Haltung.



Wir sind weiterhin der Überzeugung, dass ein konstruktives Wachstumsszenario anhalten wird. Dabei vergessen wir jedoch nicht, dass eine solche Entwicklung weniger Unterstützung von den Zentralbanken bedeutet.

Adrien Pichoud

Europa schwankt zwischen Stabilisierung und Rezession

In der Eurozone zwingen die anhaltend niedrigeren Konjunktur- und Stimmungsindikatoren die EZB zu einer noch akkommodierenderen Zinspolitik, insbesondere da die Kerninflation trotz steigender Löhne hartnäckig bei 1% verharrt. Deutschland ist im 4. Quartal nur knapp einer technischen Rezession entgangen und weist auch für das zweite Quartal in Folge kein Wachstum auf, während Italien praktisch seine dritte Rezession in zehn Jahren verzeichnet. Die Fundamentaldaten für die Binnennachfrage deuten nach wie vor darauf hin, dass das Wachstum wieder zunehmen und für die gesamte Währungsunion positiv bleiben sollte. Doch die Sicherheitsmarge zwischen Stabilisierung und einer ausgewachsenen Rezession in Europa ist jetzt sehr schmal. Ein harter Brexit könnte der Tropfen sein, der das Fass zum Überlaufen bringt, jedoch lassen jüngste Entwicklungen darauf schliessen, dass das britische Parlament, so gespalten es auch sein mag, vor allem entschlossen ist, diesen Ausgang zu vermeiden.

BoJ steht bereit, um einzulenken

Vor der in diesem Jahr bevorstehenden Umsatzsteuererhöhung wird die japanische Wirtschaft aufgrund eines schwächeren globalen Wachstums sowie der Ungewissheit über die Handelsaussichten für China von Gegenwinden belastet. Infolgedessen hat die BoJ – der Fed und der EZB folgend – ihre Optionen überdacht und die Anleger ausdrücklich erinnert, dass sie im Bedarfsfall zur Lockerung bereit ist.

Schwellenländer

Positive Daten könnten das Ende des chinesischen Abschwungs markieren – entscheidend für Asien und das globale Wachstum

Die seit Langem erwartete Stabilisierung der chinesischen Konjunktur ist entscheidend für die Erholung des globalen Wirtschaftswachstums. Diesbezüglich sind seit Anfang des Jahres erste ermutigende Anzeichen in Form von steigenden Exporten, einem Aufschwung des inländischen Kreditgeschäfts und ansteigenden Konjunkturindikatoren deutlich geworden. Zusätzlich zu den Aussichten auf ein sich herauskristallisierendes Handelsabkommen zwischen den USA und China bekräftigen diese Daten die These, dass die fiskalische und geldpolitische Lockerung der Verlangsamung des BIP-Wachstums nun endlich ein Ende bereitet. Dies würde eine Entlastung für ganz Südostasien bedeuten, das deutlich von dem Abschwung in China und der Ungewissheit in Bezug auf den Handel betroffen war.

Ermutigende Trends in Brasilien und Mexiko mit neuen Staatsoberhäuptern

Die zwei lateinamerikanischen Riesen, Brasilien und Mexiko, verzeichnen eine ermutigende Wachstumsdynamik, die vom Optimismus über die Auswirkungen der erwarteten Politik der neuen Präsidenten angetrieben wird. Dennoch unterscheiden sich die beiden sehr stark bezüglich ihres Schwerpunktes und ihres Ansatzes. Die Wahl von Herrn Bolsonaro in Brasilien löste Hoffnungen auf lange überfällige strukturelle Reformen zur Unterstützung von Unternehmensinvestitionen aus, während die Wahl von AMLO in Mexiko aufgrund der Versprechen höherer Mindestlöhne bei den Haushalten Anklang fand.

In Russland belastet der im 4. Quartal 2018 zu beobachtende Rückgang des Ölpreises jetzt die Konjunkturindikatoren, doch aufgrund des Inflationsanstiegs auf den höchsten Stand seit zwei Jahren hält die Zentralbank an einer restriktiven Haltung fest.



Adrien Pichoud
Economist

Inflation (KPI im Vorjahresvergleich) in den USA, der Eurozone, Grossbritannien und China

Die Zentralbanken sind aufgrund der Abschwächung bei Wachstum und Inflation moderater geworden

Quellen: Factset, SYZ Asset Management
Stand der Daten: 20. Februar 2019



➤ ANLAGEBEWERTUNG UND BERICHT DER ANLAGESTRATEGIE-GRUPPE

Risiko und Duration

Die unterstützende Geldpolitik wird nicht für immer anhalten, aber wir erwarten keine radikalen Veränderungen

Ungeachtet der Wachstumsentwicklung werden Aktien ein Plateau erreichen

Die Märkte und Wertpapierpreise werden nun wieder von einer akkommodierenden Geldpolitik unterstützt. Nach der Kehrtwende der Federal Reserve ist der Zentralbank-Put wieder in Position, doch die gegenwärtige Situation kann nicht für immer anhalten. Wenn das globale Wachstum sich erholt, werden wir gegebenenfalls beginnen, unsere Risikobereitschaft anzuheben und die Duration zu verringern. Geschieht allerdings das Gegenteil und das Wachstum verlangsamt sich noch stärker, würden wir die Duration steigern und unsere Risiken senken.

Obwohl wir ein günstiges Szenario mit einer sich stabilisierenden Wachstumsrate für die zweite Jahreshälfte 2019 erwarten, sind wir nicht überzeugt, dass es in absehbarer Zeit radikale Veränderungen geben wird. Angesichts der hohen Bewertungen und der anhaltenden politischen Ungewissheit halten wir unsere Risikobereitschaft auf einer «leichten Abneigung».

Wir sind der Überzeugung, dass die Rally an den Aktienmärkten schon bald beendet sein wird – einerseits durch Zinserhöhungen der US-Notenbank, falls sich die Wirtschaftsaktivität verbessern sollte, und andererseits durch Bedenken über das Wachstum, selbst wenn die Fed wieder die Zinsen senken sollte.



Wir rennen der Rally nicht hinterher und halten unsere Risikobereitschaft auf einer «leichten Abneigung». Die Wertentwicklung von Aktien könnte bald durch eine weniger akkommodierende Geldpolitik gebremst werden, besonders in den USA.

Maurice Harari

Es ist an der Zeit, unsere hohen Gewinne zu schützen

Wir bevorzugen hochwertige Dividendenaktien

Begrenztes Aufwärtspotenzial bei Anleihen erklärt leichte Abneigung gegenüber Duration – Zinsen werden wahrscheinlich nicht stark ansteigen

Angesichts der hohen Gewinne, die wir bisher mitgenommen haben, ist es an der Zeit, «billige» und asymmetrische Absicherungen umzusetzen, um unsere positive Wertentwicklung seit Jahresbeginn zu konsolidieren.

Wir haben noch immer keine Sektorvorlieben, favorisieren aber weiterhin qualitativ hochwertige Dividendenaktien, die einen attraktiven Zinsvorteil bieten. Sie sollten weniger volatil als der Rest des Aktienmarktes sein und wir bevorzugen sie gegenüber Unternehmensanleihen.

Die Duration lautet unverändert zum letzten Monat auf eine «leichte Abneigung». Anleihen haben jetzt ein begrenztes Aufwärtspotenzial, da die Zinsen wieder bei einem historisch niedrigen Niveau angekommen sind – insbesondere bei den hohen Bewertungen in Europa. Es lohnt sich jedoch, eine gewisse Duration im Portfolio zu halten, um Risiken auszugleichen.

Zudem verliert die Konjunkturdynamik noch immer an Stärke, und die Pause in der Normalisierung der Geldpolitik spricht nicht für einen signifikanten Anstieg der Renditen. Die Zinsen könnten taktisch in die Höhe schnellen, auf 3% für 10-jährige US-Treasuries und auf 0,5% für 10-jährige deutsche Bundesanleihen, wenn das Wirtschaftswachstum rapide an Dynamik gewinnt, doch dies ist derzeit nicht unser Basisszenario.

Aktienmärkte

US-Aktien noch immer widerstandsfähiger als europäische

Märkte in Grossbritannien und der Schweiz ebenfalls gegenüber Eurozone bevorzugt

Interessante Bewertungen bei asiatischen Schwellenländern

Brasilianische Reformen würden Hochstufung auslösen

Wir beobachten die Entwicklungen im Hinblick auf Zukäufe in den Schwellenländern – und Reduzierung in Europa

Wir hielten an unserer relativen Präferenz für US-Aktien gegenüber Aktien der Eurozone fest, obwohl die Aktienrisikoprämie für die USA weniger attraktiv geworden ist und Gewinnkorrekturen sich verlangsamen. In einem fragilen Umfeld bevorzugen wir noch immer ihre Widerstandsfähigkeit und ihre defensiven Eigenschaften gegenüber Aktien aus der Eurozone.

Ausserdem favorisieren wir Grossbritannien und die Schweiz gegenüber der Eurozone – trotz der «sehr billigen» Bewertungen in Deutschland – angesichts fehlender Kaufauslöser und der anhaltenden Risiken in Bezug auf Handelszölle, die auf der europäischen Automobilindustrie lasten. Im Falle von Parlamentswahlen in Grossbritannien würden wir umgehend in Erwägung ziehen, britische Aktien herabzustufen.

Bei den Schwellenländern bevorzugen wir aus Bewertungsgründen Asien – mit Ausnahme von Indien – und Russland gegenüber Lateinamerika und Südafrika.

Es könnte auch einen starken strukturellen «Bullish Call» nach brasilianischen Werten – sowohl Anleihen als auch Aktien – geben, wenn Reformen, insbesondere bezüglich Pensionen, vom Kongress verabschiedet und eingesetzt werden. Im Augenblick hegen wir nach der starken Rally und unter Berücksichtigung der überzeugenden Bewertungen eine «leichte Abneigung» gegenüber brasilianischen Aktien.

Selbst wenn unsere Haltung unverändert ist, unter dem Strich tendieren wir dazu, unsere Allokation in Europa zu reduzieren und in Schwellenländern anzuheben – insbesondere, wenn wir positive Nachrichten bezüglich des Handelskrieges sowie bessere chinesische Wirtschaftsdaten und einen stabilen US-Dollar voraussehen.

*Eine gewisse Duration hilft,
Risiken auszugleichen*

Anleihenmärkte

Nominale Staatsanleihen wurden auf eine «leichte Abneigung» herabgestuft, da die Bewertungen sich über die letzten Monate verschlechtert haben. Sie haben jetzt ein begrenztes Aufwärtspotenzial, da die Zinsen wieder bei einem historisch niedrigen Niveau angekommen sind. Es lohnt sich jedoch, eine gewisse Duration im Portfolio beizubehalten, um die Gesamtrisiken auszugleichen. Zudem verliert die Konjunkturdynamik noch immer an Stärke, und die Pause in der Normalisierung der Geldpolitik spricht nicht für einen signifikanten Anstieg der Renditen.

*Sollte sich das Wachstum
verbessern,
dürften reale Anleihen
weniger leiden als nominale*

Möglicherweise sind reale Staatsanleihen interessanter, da sie weniger leiden dürften, wenn sich die Wachstumsaussichten stabilisieren oder verbessern und die Inflationserwartungen steigen.

In den Schwellenländern werden Hartwährungsanleihen – insbesondere jene, die auf Euro lauten – auf Grundlage ihrer Bewertung noch immer gegenüber Lokalwährungswerten bevorzugt.

*Pfund, Yen und Gold
attraktiver als Dollar, doch
Franken lässt die Vorteile
der Zufluchtwährung
vermissen*

Währungen, alternative Anlagen und liquide Mittel

Im Hinblick auf Währungen halten wir angesichts der Bewertungen an unserer «leichten Präferenz» für das britische Pfund und den japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar fest. Gold ist aufgrund seiner Diversifikationseigenschaften im aktuellen risikoaversen Umfeld weiterhin mit einer «leichten Präferenz» eingestuft. Beim Schweizer Franken hegen wir nach wie vor eine «Abneigung», da die Europäische Zentralbank wahrscheinlich moderater als erwartet agieren und so indirekt den Franken dämpfen wird, der jetzt weniger von seinem Status als Zufluchtwährung profitiert.



Maurice Harari
Senior Portfolio Manager