



UNSERE MONATLICHE EINSCHÄTZUNG DER ASSET-ALLOKATION



FINANZIELLE REPRESSION, TEIL 2

Künstliche Verlängerung des Konjunkturzyklus ruft erneut Goldilocks auf den Plan

Es ist jedoch zu spät, noch auf den Zug aufzuspringen

Geringe Änderungen an der Allokation in diesem Monat

Zurückhaltende Fed dürfte Schwellenländeranleihen in Lokalwährung unterstützen

Auf Titel mit attraktivem Carry, Wachstum, günstigen Bewertungen und Diversifizierung setzen

Die politischen Risiken sind in den Kursen berücksichtigt, doch was ist mit Goldilocks?

Selbstzufriedenheit ist das grösste Risiko in diesem Jahr

Mit einer neuen Runde der geldpolitischen Akkommodierung dürfte es den Zentralbanken in den Industrieländern gelingen, den Konjunkturzyklus – künstlich – zu verlängern, wobei sie von einer Normalisierung der Zinsen absehen, um das System zu stützen. Nach einem Jahrzehnt der finanziellen Repression ist die Verschuldung nach wie vor zu hoch, und das nominale Wachstum ist trotz eines Jahrzehnts der ultralockeren Geldpolitik zu gering. Das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern wird Schätzungen zufolge gegen Ende des ersten Quartals die Talsohle erreichen. Anschliessend dürfte es zu einem Anstieg in die Nähe des Potenzialwachstums kommen. Das ist weder ideal, noch dürfte es ausreichen, um Inflationssorgen auszulösen. Wir befinden uns daher wieder in einer Situation, die man fast als Goldilocks-Szenario bezeichnen könnte: keine Rezession, geringe Inflation und keine Zinserhöhungen. Die zusätzliche Liquidität hat die Volatilität gesenkt, die Vermögenspreise aufgebläht und erneut eine Jagd nach Rendite ausgelöst. Da die Wirkung der geldpolitischen Stimuli schon bald nachlassen dürfte und die Bewertungen nicht besonders attraktiv sind, ist es allerdings zu spät, der Rally hinterherzujagen.

Deshalb nahmen wir in diesem Monat keine grösseren Änderungen an der Allokation vor. Wir setzen weiterhin auf Titel mit attraktivem Carry, Wachstum, relativ günstigen Bewertungen und Diversifizierung. In diesem Zusammenhang bevorzugen wir Schwellenländeranleihen in Hartwährung und nachrangige Anleihen aufgrund des Carry und relativ günstiger Bewertungen. Gleichzeitig werden auch Schwellenländeranleihen in Lokalwährung für uns interessanter angesichts der geduldischen und gemässigten Haltung der US-Notenbank, die sowohl den Anstieg der US-Renditen als auch die Stärke des US-Dollar begrenzen dürfte. Im Aktienbereich halten wir an der Übergewichtung der USA als Wachstumsmotor und der Übergewichtung Chinas sowie Grossbritanniens aus Bewertungsgründen fest. In Europa und Japan, wo wir kurzfristig keine Wachstumsimpulse sehen, und in den Schwellenländern ohne Asien, wo die Bewertungen weniger attraktiv sind, sind wir hingegen untergewichtet. Was die Diversifizierung betrifft, spielen die Duration, Gold und ein Engagement im japanischen Yen für uns eine wichtige Rolle.

Wo liegen die Risiken? Auf politischer Ebene ist der Handelskrieg noch lange nicht vom Tisch; es wird keine Rückkehr zu den guten alten Zeiten einer «flachen» Welt der Globalisierung geben; und in der unendlichen Brexit-Geschichte beginnt gerade ein weiteres Kapitel. Doch das sind bekannte Unbekannte, die möglicherweise noch nicht vollständig in den Kursen berücksichtigt sind, aber breit diskutiert werden. Mehr Sorge bereitet mir die Frage, inwieweit das Goldilocks-Szenario bereits eingepreist ist, wie solide es ist und wie lange es somit anhalten kann. Ich bin nicht davon überzeugt, dass es dauerhaft Bestand haben kann, da die Konjunkturdaten schon bald entweder eine Stabilisierung des nominalen Wachstums bestätigen werden, sodass wenig später Erwartungen von Zinserhöhungen aufkommen dürften, oder im Gegenteil auf ein erhöhtes Rezessionsrisiko hindeuten werden. «Silverlocks»-Szenario beschreibt die aktuelle Situation möglicherweise besser als Goldilocks-Szenario. Selbstzufriedenheit angesichts einer niedrigen Inflation, ausbleibender Zinserhöhungen sowie einer ausbleibenden Rezession ist in diesem Jahr das Hauptrisiko.

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

Allgemein schwaches Wachstum spricht für eine moderate Geldpolitik

Der wirtschaftliche Hintergrund hat sich in den letzten Wochen nicht wesentlich verändert. Die globale Wachstumsdynamik nimmt weiter ab, da die Industriekativität in Europa weiter schwach ist. Ausserdem verlangsamt sich die Dynamik in den USA im Vergleich zur starken Entwicklung im Jahr 2018, da die fiskalpolitischen Impulse nachlassen; und die konjunkturellen Stimulierungsmassnahmen in China schlagen sich bisher noch nicht vollumfänglich in der chinesischen Wirtschaft nieder. Während das absolute Wachstum in den wichtigsten Volkswirtschaften nach wie vor positiv ist, bleibt der Wachstumstrend schwach.

Die erwartete leichte Wachstumsbeschleunigung ist bisher noch nicht eingetreten

Vor allem die weiter bestehende Unsicherheit, ob das Wirtschaftswachstum nach der anhaltenden Abschwächung einen Boden findet, veranlasst die Zentralbanken zu einer noch neutraleren und entgegenkommenderen Haltung. Dies setzt voraus, dass vor dem Hintergrund einer niedrigen Inflation und eines gedämpften Inflationsdrucks weiterhin Abwärtsrisiken für das Wachstum bestehen. Implizit bedeutet dies auch, dass die Notenbanker verhindern wollen, dass die Erwartung einer Verschärfung der Kreditbedingungen die Wachstumsdynamik bremst.

Wir sind weiterhin der Ansicht, dass sich die Weltwirtschaft an einem Wendepunkt befindet. Einerseits bestehen keine Hinweise auf eine stärkere Abschwächung oder Rezession. Andererseits gibt es auch noch keine konkreten Belege für unser Szenario einer leichten Wachstumsbeschleunigung im Vergleich zum schwachen Niveau im ersten Quartal. Wir erwarten, dass die robuste Binnennachfrage in den Industrieländern, unterstützt durch die Geldpolitik der Zentralbanken und die Lockerung der Fiskal- und Geldpolitik in China, zu einer Belebung des globalen Wachstums führen wird. Doch bevor wir hierauf bauen, brauchen wir Belege.

Wachstum

Binnennachfrage stützt das Wachstum in den Industriestaaten; Situation in den Schwellenländern verbessert sich

Wir rechnen mit einer Fortsetzung der Entwicklung des Vormonats. Die Wirtschaft in den Industriestaaten verlangsamt sich weiter. Dank der Inlandsnachfrage bleiben die Länder aber vorerst auf Expansionskurs. Ausserdem gibt es erste Anzeichen einer Verbesserung in Schwellenländern.

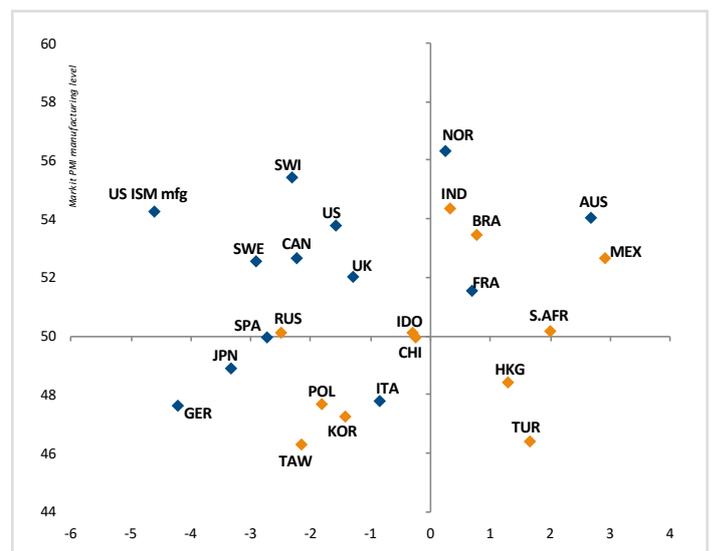
Inflation

Inflation bleibt gedämpft

Die Inflation in den Industriestaaten ist niedrig und zeigt keinen klaren Trend. In den Schwellenländern ergibt sich ein gemischteres Bild, doch auch hier ist die Inflation abgesehen von wenigen Ausnahmen weiter schwach.

Wachstumsdynamik in den Industrieländern verlangsamt sich weiter

Quellen: SYZ Asset Management
Stand der Daten: 22. März 2019



Pause bei der Normalisierung in den Industrieländern; Schwellenländern kommt der schwächere US-Dollar zugute

Geldpolitik

Die Zentralbanken in den grossen Industrieländern haben eine Pause in der Normalisierung der Geldpolitik eingelegt. Sie warten auf Anzeichen für eine Wachstumsbelebung, bevor sie die im letzten Jahr ins Auge gefasste Normalisierung fortsetzen. Auch das Ende der Aufwertung des US-Dollar nimmt Druck von den Zentralbanken der Schwellenländer.

US-Wirtschaft schwächt sich ab, während die Entwicklung im Dienstleistungssektor nach wie vor stark ist

Ausblick auf die Weltwirtschaft

Die gesamtwirtschaftliche Dynamik in den USA nimmt weiter ab. Die meisten Indikatoren deuten jedoch weiterhin auf ein solides BIP-Wachstum hin. Der inländische Dienstleistungssektor scheint sich gut zu behaupten, wie der Anstieg der Dienstleistungsindizes zeigt, die im Februar erneut ein hohes Niveau erreichten. Vor diesem Hintergrund dämpfte die US-Notenbank die Erwartungen an eine Normalisierung der Geldpolitik und befindet sich nun in einer abwartenden Haltung.



Wir sind weiterhin der Ansicht, dass sich die Weltwirtschaft an einem Wendepunkt befindet.

Adrien Pichoud

Schwache Dynamik in den vier grossen Volkswirtschaften der Eurozone

In der Eurozone ist die Konjunkturdynamik insgesamt weiter schwach. Die Industrieaktivität in Deutschland ist nach wie vor stark rückläufig, gemessen am Einkaufsmanagerindex für die Industrie, ifo-Geschäftsklimaindex und an der Industrieproduktion. Dank der Inlandsnachfrage verzeichnet die Wirtschaft jedoch eine leichte Expansion. Die Einzelhandelsumsätze legten im Januar zu, und die Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor erholten sich im Februar. Möglicherweise kann daher eine Rezession vermieden werden. Die französische Wirtschaft wird auch von der Binnennachfrage und vom Konsum der privaten Haushalte gestützt und erholt sich von der Schwäche infolge der Proteste der Gelbwesten-Bewegung. Italien befindet sich hingegen bereits am Rande einer Rezession, wobei externe Faktoren und politische Unsicherheit im Inland die Wirtschaft belasten. Die spanische Wirtschaft verliert zwar an Dynamik, verzeichnet aber immer noch das höchste Wachstum der vier grössten Volkswirtschaften der Eurozone. Angesichts der Unsicherheit hinsichtlich der Wachstumsaussichten, die durch den nahenden Brexit-Termin verstärkt wird, dämpfte auch die EZB die Erwartungen einer Normalisierung der Geldpolitik in den nächsten zwölf Monaten. Sie gab bekannt, die Zinsen frühestens 2020 anheben zu wollen, und kündigte neue gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) an, um eine ungerechtfertigte, passive Straffung zu vermeiden, zu der es gekommen wäre, hätte sie das aktuelle TLTRO-Programm ersatzlos auslaufen lassen.

EZB verschiebt die Normalisierung

Japanische Wirtschaft verliert ebenfalls ein Schwung; Zentralbank signalisiert Unterstützung

Die Wachstumsdynamik in Japan lässt ebenfalls nach, da Unsicherheiten hinsichtlich des Welthandels und das schwache Wachstum in China das Geschäftsklima und die Konjunktur belasten. Auch hier hat die Zentralbank klar signalisiert, dass sie an ihrer akkommodierenden Geldpolitik mindestens festhalten wird.

Einige positive Entwicklungen, doch die sich erholende Wirtschaft in China belastet nach wie vor Südostasien

Schwellenländer

In China hat die Binnennachfrage nach der deutlichen Verlangsamung im letzten Jahr noch nicht wieder angezogen. Einige Anzeichen für eine positive Entwicklung, insbesondere die Zunahme der Kreditvergabe in China, deuten darauf hin, dass sich die geld- und fiskalpolitische Lockerung allmählich auf die Realwirtschaft auswirkt. Dies ist erforderlich, um die Auswirkungen der US-Handelszölle auszugleichen, die sich in diesem Jahr bemerkbar machen dürften. Diese globalen Handelsunsicherheiten bleiben in Südostasien insgesamt eine starke Belastung.

Neue Präsidenten beflügeln die Stimmung in Lateinamerika

Lateinamerika sticht hervor. Die Wachstumsdynamik erhöhte sich dank der positiven Auswirkungen auf die Stimmung, die die Wahl neuer Präsidenten mit sich brachte, in Brasilien, wo sich das Vertrauen der Unternehmen verbesserte, und in Mexiko, wo die Stimmung der Haushalte profitierte.

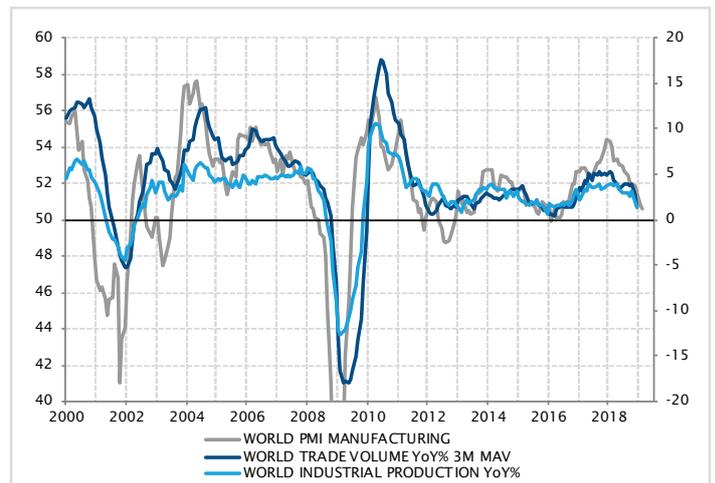


Adrien Pichoud
Economist

Globaler Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe, Handel und Industrieproduktion

Weltwirtschaft am Scheideweg: Wachstum verlangsamt sich, ist aber weiter positiv

Quellen: Factset, SYZ Asset Management
Stand der Daten: 22. März 2019



➤ ANLAGEBEWERTUNG UND BERICHT DER ANLAGESTRATEGIE-GRUPPE

Risiko und Duration

Das «Goldilocks Light»-Umfeld wird nicht ewig andauern – das Wachstum wird entweder anziehen oder nachlassen

Bei der Asset-Allokation blieben wir im Berichtsmonat bei einer leichten Abneigung gegenüber Risiko und Duration.

Unserer Meinung nach werden die Märkte und Wertpapierkurse zwar erneut durch eine akkommodierende Geldpolitik unterstützt, sodass der Zentralbank-Put zurückgekehrt ist. Doch das aktuelle «Goldilocks Light»-Umfeld kann nicht für immer andauern. Entweder erholt sich das globale Wachstum, dann kommen schnell Inflationssorgen und Befürchtungen über ein Ende der akkommodierenden Geldpolitik auf, oder das Wachstum lässt nach und wir finden uns in einer Situation wie in Japan wieder.



Keine grösseren Änderungen an der Asset-Allokation im Berichtsmonat: Wir blieben bei einer ausgewogenen Mischung zwischen riskanten und zinssensitiven Anlagen.

Maurice Harari

Aktienmärkte

Schweizer Aktien wurden herabgestuft

Die Schweiz wurde aus Bewertungsgründen herabgestuft, da sie mittlerweile etwas teuer ist.

US-Wirtschaft ist besser für einen Abschwung gerüstet

Aufgrund ihrer defensiven Eigenschaften ziehen wir US-Aktien Titeln der Eurozone weiterhin vor. Wenn es zu einer Korrektur der globalen Aktienmärkte kommt, bevorzugen wir trotz der höheren Bewertungen ein Engagement in den USA gegenüber Positionen in der Eurozone, da sich die US-Märkte unserer Ansicht nach besser behaupten würden.

Grossbritannien ist vor dem Brexit attraktiv

Britische Aktien erscheinen mit Blick auf ihre Bewertungskennzahlen nach wie vor attraktiv. Sie weisen jedoch ein etwas höheres Risiko auf, da der Brexit-Termin näher rückt. Wir könnten zu einer negativen Einschätzung britischer Aktien gelangen, je nachdem, für welchen Weg sich das Land entscheidet, vor allem falls es zu Neuwahlen kommt.

Schwellenländer: Asien und Russland im Fokus

Bei den Schwellenländern bevorzugen wir aus Bewertungsgründen Asien – auch wenn die Bewertungen zuletzt etwas gestiegen sind – und Russland gegenüber Lateinamerika und Südafrika.

Anleihenmärkte

Relative Präferenz für reale Staatsanleihen und Schwellenländeranleihen in Hartwährung

Unsere Präferenz von realen gegenüber nominalen Staatsanleihen und von Schwellenländeranleihen in Hartwährung gegenüber solchen in Lokalwährung haben wir beibehalten. Unsere Abneigung gegenüber Investment-Grade- und High-Yield-Unternehmensanleihen bleibt bestehen.

Begrenztes Aufwärtspotenzial bei den Kernrenditen, eine gewisse Duration sollte aber beibehalten werden

Wenn sich das Wachstum stabilisiert, weisen die Renditen von Staatsanleihen der Kernländer ein noch geringeres Aufwärtspotenzial auf, da die Renditen erneut auf historisch niedrige Niveaus gefallen sind. Es lohnt sich jedoch, eine gewisse Duration im Portfolio zu halten, um die Gesamtrisiken auszugleichen. Zudem verliert die Konjunkturpolitik noch immer an Stärke, und die Pause in der Normalisierung der Geldpolitik spricht nicht für einen signifikanten Anstieg der Renditen.

Währungen, alternative Anlagen und liquide Mittel

Leichte Präferenz für Pfund, Yen und Gold gegenüber dem Franken

Im Hinblick auf die Währungsallokation hielten wir angesichts der attraktiven Bewertung an unserer leichten Präferenz für das britische Pfund fest. Die Bewertung kompensiert derzeit die potenzielle Volatilität aufgrund des Brexit-Dramas. Wir haben auch weiterhin eine leichte Präferenz für den japanischen Yen. Wir beurteilen die Währung nach wie vor positiv im Vergleich zum Schweizer Franken, der angesichts der lockeren Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank seinen Status als sicherer Hafen verlor. Gold ist aufgrund seiner Diversifikationseigenschaften in einem risikoaversen Umfeld mit einer «leichten Präferenz» eingestuft.



Maurice Harari

Senior Portfolio Manager