

WENN DIE EUPHORIE DIE SCHWACHSTELLEN VERDECKT



Nicolas Besson
Chief Investment Officer

Die traditionelle «Kristallkugel»-Übung zum Jahresende, bei der die Perspektiven und Überzeugungen für die kommenden zwölf Monate aufgezählt werden, hat oft viel vom Wahrsagen an sich – deren Schlussfolgerungen sind in der Regel nach wenigen Wochen hinfällig, sobald das Unerwartete wieder auftaucht. Dies scheint uns heute besonders zutreffend nach einem Jahr voller Unsicherheiten und einem eher chaotischen November. Wir ziehen es daher vor, uns auf die Identifikation der wesentlichen zugrunde liegenden Risiken und der damit verbundenen Marktsignale zu konzentrieren.

UNTER DER OBERFLÄCHE: SPANNUNGEN

Die Herausforderungen sind zahlreich. Als Erstes der Ausgangspunkt: Die wichtigsten Börsenindizes liegen heute auf oder nahe bei ihren historischen Höchstständen. Dies lässt sich zwar durch günstige wirtschaftliche Fundamentaldaten (das globale Wachstum hat dieses Jahr klar positiv überrascht) und sehr lockere Finanzierungsbedingungen erklären, deren zugrunde liegende Treiber jedoch zunehmend fragwürdig erscheinen – mit einer übermässigen Nutzung fiskal- und geldpolitischer Hebel unter dem wachsenden Einfluss populistischer Führungskräfte.

Die Liquidität ist reichlich vorhanden und hat die meisten Anlageklassen auf Bewertungsniveaus getrieben, die zumindest angespannt wirken – ganz zu schweigen vom fast übertriebenen Hype um KI, dessen Hoffnungen zwangsläufig teilweise enttäuscht werden... Zum Beispiel: Der Buchwert der Unternehmen im S&P500 sowie der Barwert ihrer erwarteten Gewinne über drei Jahre machen nur rund 30%

des Indexniveaus aus, der Rest kann als «Hopes and Dreams» bezeichnet werden... Behalten wir im Hinterkopf: Auf zehn Jahre betrachtet erklärt die anfängliche Bewertung von Vermögenswerten den Grossteil der Variabilität zukünftiger Renditen!

DIE RISSE WERDEN SICHTBAR

Während die Wirtschaft robust ist und die Märkte Höhenflüge erleben, sind diese stimulierenden Politiken wirklich vernünftig? Die Kehrseite der Medaille birgt wohl ein Wiederaufkommen von Inflationsdruck, um den sich kaum jemand zu kümmern scheint – einschliesslich der Zentralbanken, insbesondere der Fed. Druck, den die US-Zölle weiter anheizen werden, sobald die dadurch verursachten Preissteigerungen letztlich an die Verbraucher weitergegeben werden. Die Zentralbanken, Schiedsrichter des Gleichgewichts zwischen Wachstum und Inflation, scheinen einer ungesunden Politisierung ausgesetzt, wie die Federal Reserve, was ihre Orthodoxie verzerrt und ihre Glaubwürdigkeit untergräbt.

„Greifbare Warnsignale sind heute bereits sichtbar.“

Die bisher beobachtete «künstliche» Gelassenheit, die insbesondere zu einer Unterbewertung der Risiken führt, basiert zudem auf instabilen Fundamenten. Zu den bereits besorgniserregenden staatlichen Schuldenniveaus kommt ein unaufhaltsames Anwachsen der Haushaltsdefizite hinzu, das normalerweise die «Bond Vigilantes» dazu veranlassen sollte, höhere Renditen für den Besitz langfristiger Anleihen dieser Länder zu verlangen, deren Finanzlage Anlass zur Sorge gibt.

Greifbare Warnsignale sind heute bereits sichtbar: Die Zunahme der Laufzeitprämien bei Anleihen, die die Steilheit der Kurven verstärkt, ist ein markantes Beispiel – besonders in Japan, wo die Spanne zwischen dem Leitzins und der Rendite der 30-jährigen JGB seit Anfang 2022 um mehr als 2% gestiegen ist! In den USA liegt die Rendite der 30-jährigen Staatsanleihe heute über den Fed Funds und steigt seit Beginn der geldpolitischen Lockerung im September 2024 kontinuierlich um bereits 150 Basispunkte – etwas, das in den meisten vorherigen Lockerungszyklen nicht zu beobachten war.

Die zweite Anpassungsvariable ist der Wechselkurs, wie die Schwäche des Dollar oder Yen zeigt, während der Schweizer Franken in die Höhe schiesst!

Wie solche Phänomene eindämmen? Wenn sich die Lage zuspitzt, wird der Rückgriff auf unkonventionelle Massnahmen (quantitative Lockerung, «Twist»-Operationen und Steuerung der Zinskurve) unvermeidlich sein; Massnahmen, die die «faire» Vergütung von Vermögenswerten verzerren und das Sparen in künstlich gesteuerten Märkten bestrafen.

DEN BODEN BEREITEN

Sind wir deshalb pessimistisch? Nein, aber wachsam. Sisyphos hat wohl noch genug Kraft, seinen Felsen näher zum Gipfel zu schieben. Wir bleiben voll in Aktien investiert, asymmetrieren jedoch unsere Engagements durch den Einsatz taktischer, dank niedriger Volatilität attraktiver Absicherungen.

Wir übergewichten auch reale Vermögenswerte, die nicht durch Verbindlichkeiten gedeckt sind und zudem einen Schutz gegen Inflation darstellen – eine Positionierung, die zu bevorzugen ist. Der beeindruckende Anstieg des Goldpreises ist ein markantes Beispiel!

Die Wahl guter Rendite-Risiko-Paare ist entscheidend, wie der Schweizer Aktienmarkt oder Liquidität, im Gegensatz zu Kredit, der zu teuer geworden ist. Die Auswahl qualitativ hochwertiger Schuldner (privat und staatlich) und eine moderate Duration sind im Anleihesektor entscheidend.

Eine Diversifikation in Schwellenmärkte, die bessere Fundamentaldaten als ihre entwickelten Pendanten aufweisen, wird empfohlen. Schliesslich stärkt ein Engagement in Alternativen (allen voran Hedgefonds) die Robustheit der Portfolios bei steigender Volatilität. Die Sicherheitsgurte sind angelegt, um das Jahr 2026, das Turbulenzen bringen könnte, zu meistern!



REYL
INTESA SANPAOLO

WICHTIGER HINWEIS - Dieser Inhalt wird von der REYL & Cie AG oder/und den mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend "REYL" genannt) ausschliesslich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot, eine Empfehlung oder einen Ratschlag zum Kauf oder Verkauf von Anteilen an den darin erwähnten Finanzinstrumenten, zur Durchführung einer Transaktion oder zum Abschluss einer wie auch immer gearteten Transaktion dar, insbesondere nicht für Empfänger, die keine qualifizierten, akkreditierten, zugelassenen professionellen oder institutionellen Anleger sind. Es ist ausschliesslich für den Gebrauch des Empfängers bestimmt und darf nicht weitergeleitet, gedruckt, heruntergeladen, für andere Zwecke verwendet oder reproduziert werden. Es ist nicht für die Verteilung/Angebot an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Staatsangehörige eines Landes sind oder einer Gerichtsbarkeit unterliegen, deren Gesetze oder Vorschriften eine solche Verteilung/Angebot oder Nutzung verbieten würden. REYL bemüht sich nach besten Kräften, Informationen aus Quellen zu beschaffen, die sie für zuverlässig hält. REYL, seine Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter, Vertreter oder Anteilseigner übernehmen jedoch keine Haftung in Bezug auf diese Inhalte und geben keine Garantie für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zuverlässigkeit der genannten Daten und haften daher nicht für Verluste, die sich aus der Nutzung dieser Inhalte ergeben. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Meinungen und Einschätzungen sind zum Zeitpunkt der Veröffentlichung gültig und können ohne vorherige Ankündigung widerrufen oder geändert werden. Dieser Inhalt ist nur für Empfänger bestimmt, die alle damit verbundenen Risiken verstehen und in der Lage sind, sie zu tragen. Vor dem Abschluss einer Transaktion sollten die Empfänger feststellen, ob das Finanzinstrument, das im Inhalt erwähnt wird, für ihre besonderen Umstände geeignet ist, und sie sollten sicherstellen, dass sie (zusammen mit ihren professionellen Beratern) die spezifischen Risiken, die rechtlichen, steuerlichen und buchhalterischen Folgen und die Zulassungsvoraussetzungen für den Kauf, das Halten oder den Verkauf von Finanzinstrumenten, die im Inhalt erwähnt werden, unabhängig bewerten. REYL, seine Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter, Vertreter oder Anteilseigner können von Zeit zu Zeit Beteiligungen und/oder Übernahmeverpflichtungen an den hier beschriebenen Finanzinstrumenten haben. REYL gibt keine Zusicherung hinsichtlich der Eignung der genannten Informationen, Meinungen oder Finanzinstrumente. Historische Daten über die Wertentwicklung der Finanzinstrumente oder der zugrunde liegenden Vermögenswerte sind kein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der vorliegende Inhalt wurde von einer Abteilung von REYL erstellt, die keine für das Finanzresearch zuständige Organisationseinheit ist. REYL unterliegt unterschiedlichen aufsichtsrechtlichen Anforderungen und bestimmte Dienstleistungen und/oder Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht in allen Rechtsordnungen oder für alle Arten von Empfängern verfügbar. Die Empfänger sind daher dafür verantwortlich, alle geltenden Gesetze und Vorschriften einzuhalten. Es ist nicht beabsichtigt, Dienstleistungen und/oder Finanzinstrumente in Ländern oder Gerichtsbarkeiten anzubieten, in denen ein solches Angebot nach den einschlägigen Gesetzen und Vorschriften rechtswidrig wäre.



SUCCESS. TOGETHER.