1 MONAT IN 10 BILDERN

Juli 2019

Zusammenfassung

1. Fed öffnet die Tür für Senkungen der Zinssätze
2. Draghi stellt die EZB wieder auf geldpolitische Lockerung
3. Renditen italienischer Staatsanleihen im Juni dramatisch gesunken
4. Britische Wirtschaft verliert angesichts anhaltender Unsicherheiten über den Brexit an Fahrt
5. Rally bei Schwellenländeranleihen dank lockerer Geldpolitik

6. Argentinien – Hat der ARS die Talsohle durchschritten?
7. Devisenmarkt: US-Dollar wieder gesunken
8. Rohstoffe: Goldpreis erreichte Fünf-Jahres-Hoch
9. Bis zur Unendlichkeit und noch (viel) niedriger
10. Gewinner und Verlierer



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager



Maurizio Quarighetti
Senior Portfolio Manager



01

Fed öffnet die Tür für Senkungen der Zinssätze

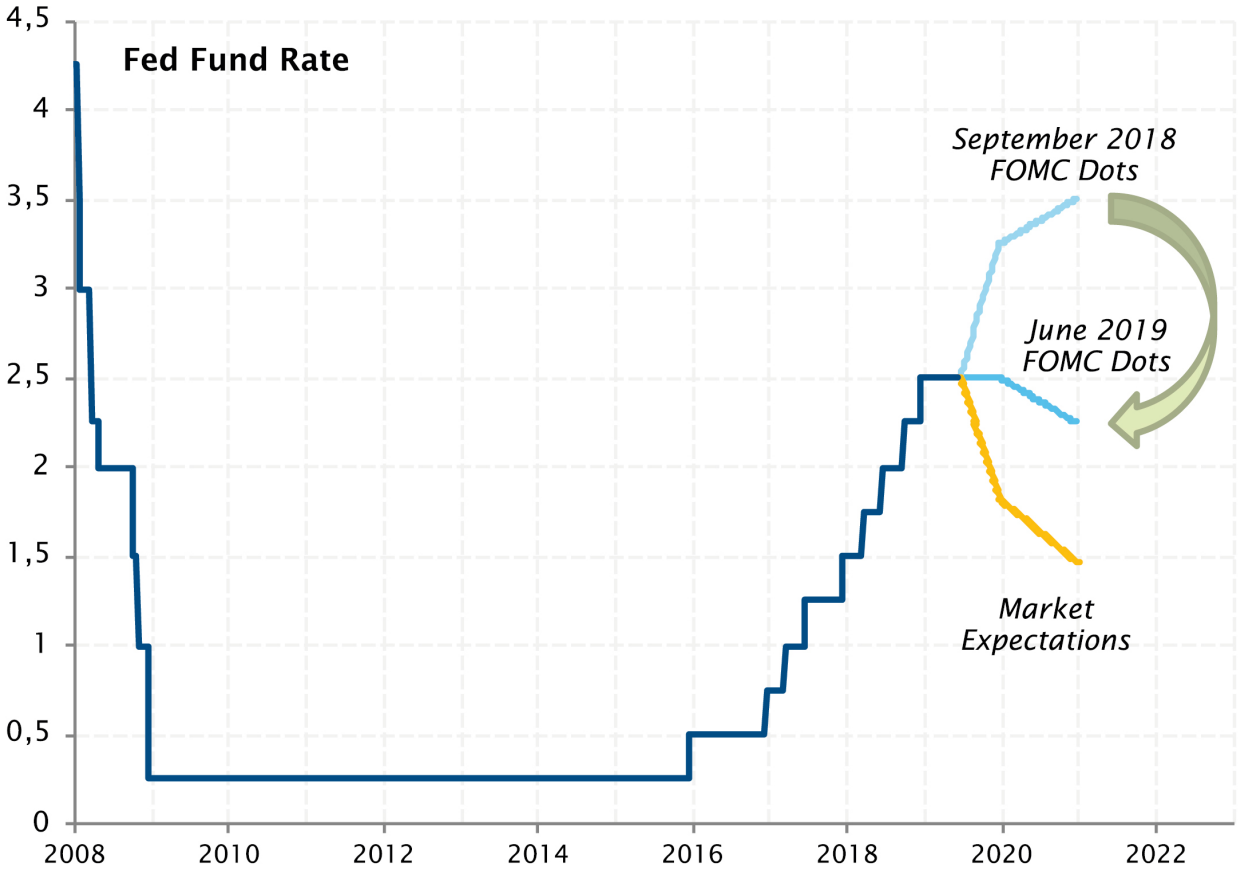
Die eindrucksvolle Kehrtwende der Fed bei ihrem Ausblick für die Geldpolitik ist im Juni noch einen Schritt weiter gegangen. Auch wenn die Mitglieder des Offenmarktausschusses (FOMC) der US-Notenbank mehrheitlich davon ausgehen, dass die Fed den kurzfristigen Leitzinssatz bis Ende des Jahres nicht ändern wird, erwartet eine wachsende Zahl von ihnen nun Zinssenkungen im Umfang von 50 Basispunkten in den nächsten sechs Monaten. Vor nur neun Monaten erwarteten die FOMC-Mitglieder bis Ende 2019 noch Zinsanhebungen im Umfang von 75 Basispunkten.

Diese plötzliche und recht ungewöhnliche Kehrtwende lässt sich einer Kombination von Faktoren zuschreiben: schwächeres Wirtschaftswachstum in der Welt, die Gefahr von anhaltenden und möglicherweise zunehmenden Handelsspannungen, nachlassende Wachstumsdynamik in den USA seit Beginn dieses Jahres und die gesunkenen mittelfristigen Inflationserwartungen. Die Erwartungen zur Teuerung sind inzwischen auf den niedrigsten Stand seit drei Jahren gesunken. Für die Fed ist dies eine beunruhigende Entwicklung, denn im Kontext niedriger Arbeitslosigkeit läuft sie der herkömmlichen Wirtschaftstheorie zuwider.

In ihrer Pressemitteilung im Juni öffnete die Fed die Tür für die Möglichkeit von Zinssenkungen in den kommenden Monaten, je nach den Entwicklungen am US-Arbeitsmarkt, bei der Inflation und den „finanziellen und internationalen Entwicklungen“. Anleger gehen bereits davon aus, dass diese Faktoren eine deutliche Lockerung der Geldpolitik rechtfertigen werden: Bei Futures ist eine Senkung der Federal Funds Rate um 100 Basispunkte in den nächsten zwölf Monaten eingepreist.

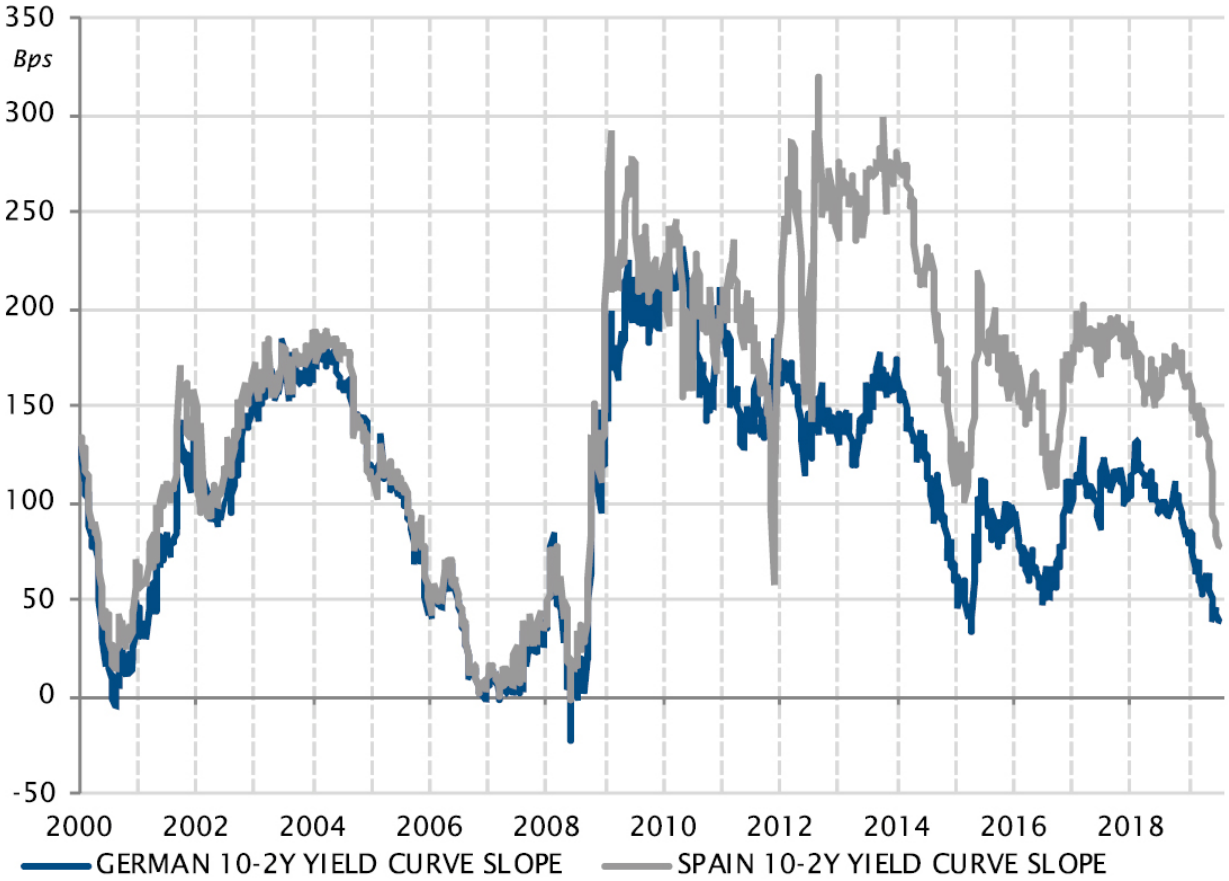
Von mehrfachen Anhebungen zu mehrfachen Senkungen der Zinssätze ...

Quellen: Quelle: SYZ AM, Bloomberg. Stand der Daten: 8. Jul. 2019



Abflachung der Renditekurven von EUR-Staatsanleihen nach Draghis Rede in Sintra

Quelle: SYZ AM, Bloomberg. Stand der Daten: 8. Jul. 2019



02

Draghi stellt die EZB wieder auf geldpolitische Lockerung

Mario Draghi hat es schon wieder getan. Sieben Jahre nach seiner berühmten Rede mit dem Ausspruch „Alles, was nötig ist“, die der Geldpolitik der EZB de facto einen Rahmen gab, hat der amtierende EZB-Präsident im Juni in Sintra – auch dieses Mal wieder außerhalb einer förmlichen EZB-Sitzung zur Geldpolitik – eine weitere entscheidende Rede gehalten, die wahrscheinlich über das Ende seiner Amtszeit hinaus für die Geldpolitik der Eurozone bestimmend sein wird.

Im Gegensatz zur Fed hatte die EZB in den letzten Jahren keine Möglichkeit, die kurzfristigen Zinssätze anzuheben, und der Einlagenzins ist mit -0,4% immer noch negativ. Und doch betonte Mario Draghi letzten Monat in Sintra, angesichts der auf dem Wachstums- und Inflationsausblick lastenden Abwärtsrisiken seien weitere Senkungen der Zinssätze und eine Wiederaufnahme der Wertpapierkäufe durch die Zentralbank praktikable Optionen. Diese unerwartete, offensichtlich auf die wirtschaftlichen Entwicklungen gemünzte Ankündigung vermittelt dennoch eine sehr starke Botschaft: Die Geldpolitik der EZB wird in absehbarer Zukunft nicht gestrafft werden. Stattdessen ist weiteres Lockerungspotenzial vorhanden.

An den Zinsmärkten kam die Botschaft laut und deutlich an, hauptsächlich mit zwei Folgen: das Absinken der Zinsen auf neue historische

Tiefstände und die rasche Abflachung der Renditekurven von EUR-Staatsanleihen. Die eindrucksvollste Bewegung fand möglicherweise bei den spanischen Renditen statt. Die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen sank auf 0,4% und die Renditedifferenz zwischen 10-jährigen und 2-jährigen Staatsanleihen fiel auf weniger als 100 Basispunkte.

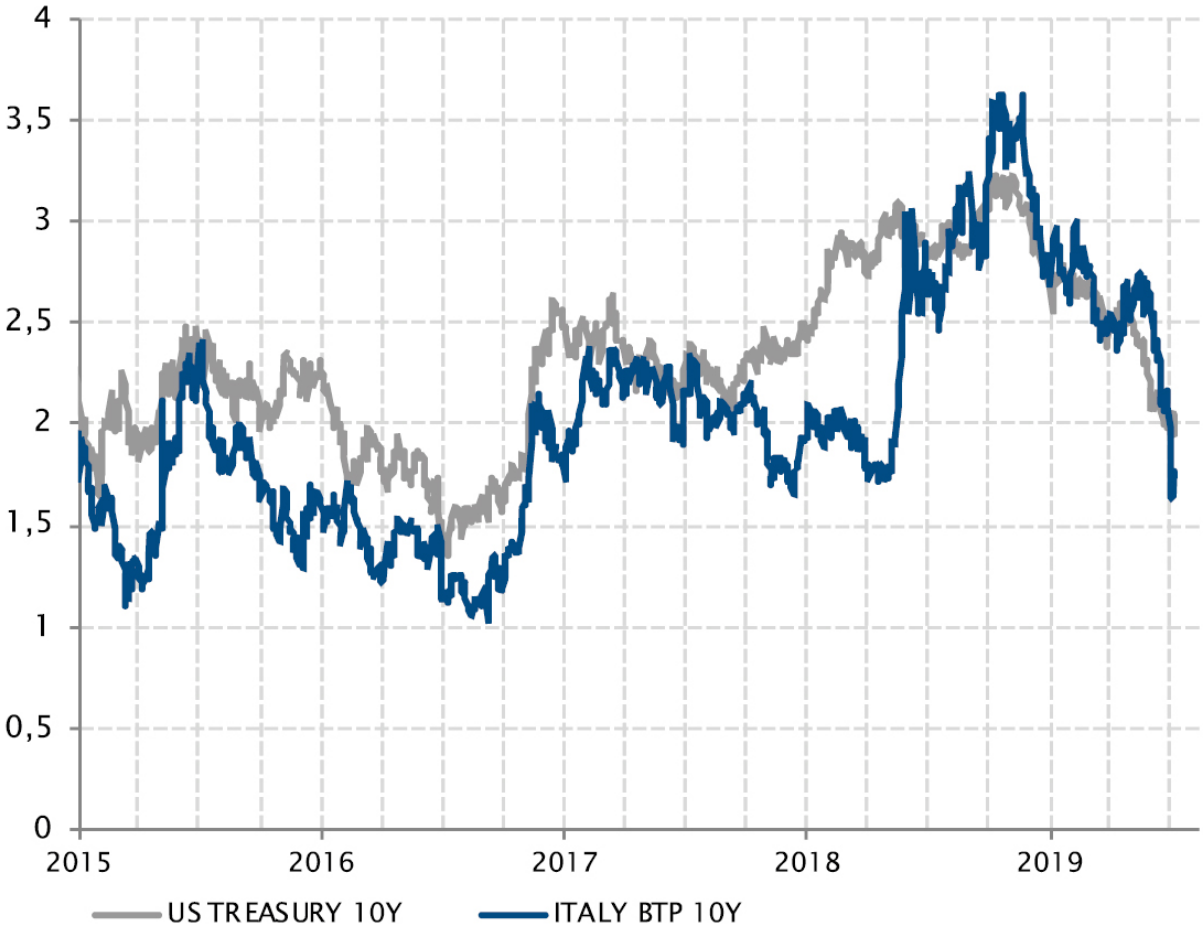
03

Renditen italienischer Staatsanleihen im Juni dramatisch gesunken

Italienische Staatsanleihen verzeichneten in den letzten drei Monaten eine Performance, die zu den besten im Segment der Staatsanleihen gehörte. Nach der Volatilität und den negativen Nachrichten im Jahr 2018, als die Regierung aus Lega und Fünf-Sterne-Bewegung das Steuer im Land übernahm und den haushaltspolitischen Rahmen der EU in Frage stellte, konnten italienische Staatsanleihen von einer ganzen Reihe unterstützender Entwicklungen profitieren.
Das ist zum einen die Verschiebung des Einflusses in der Regierung nach deutlichen Einbußen der Fünf-Sterne-Bewegung bei der letzten Europawahl aufgrund von teuren Wahlversprechen. Ein zweiter Punkt ist die erklärte Bereitschaft der italienischen Regierung, weiter im haushaltspolitischen Rahmen der EU zu bleiben. Drittens besteht die Aussicht, dass die EZB ihre Geldpolitik erneut lockert. Und letztens ist da noch die im Vergleich zu anderen Staatsanleihen der Eurozone zunehmend attraktive Relative-Value-Dynamik.
In der Folge sind die Renditen 10-jähriger italienischer Staatsanleihen im Juni um 57 Basispunkte gefallen, erstmals seit einem Jahr auf unter 2%. Im Vergleich dazu fiel der Rückgang bei den Renditen 10-jähriger deutscher Staatsanleihen viel bescheidener aus (-13 Basispunkte), das heißt, der Spread zwischen BTP und deutschen Bundesanleihen verringerte sich deutlich. Interessanterweise fielen die Renditen 10-jähriger italienischer Staatsanleihen im Zuge dessen auf Werte deutlich unter der Rendite 10-jähriger US-Treasuries, so wie es vor dem Amtsantritt der Regierung aus Lega und Fünf-Sterne-Bewegung im Mai 2018 der Fall gewesen war. Schlüsselfaktor für die Entwicklung der italienischen Renditen ist im aktuellen Kontext wahrscheinlich die Zusage, im haushaltspolitischen Rahmen der EU zu bleiben. So lange, wie die Unterstützung durch die EZB-Politik und die Attraktivität positiver Renditen anhalten, werden sie die Nachfrage nach italienischen Staatsanleihen wahrscheinlich aufrechterhalten.

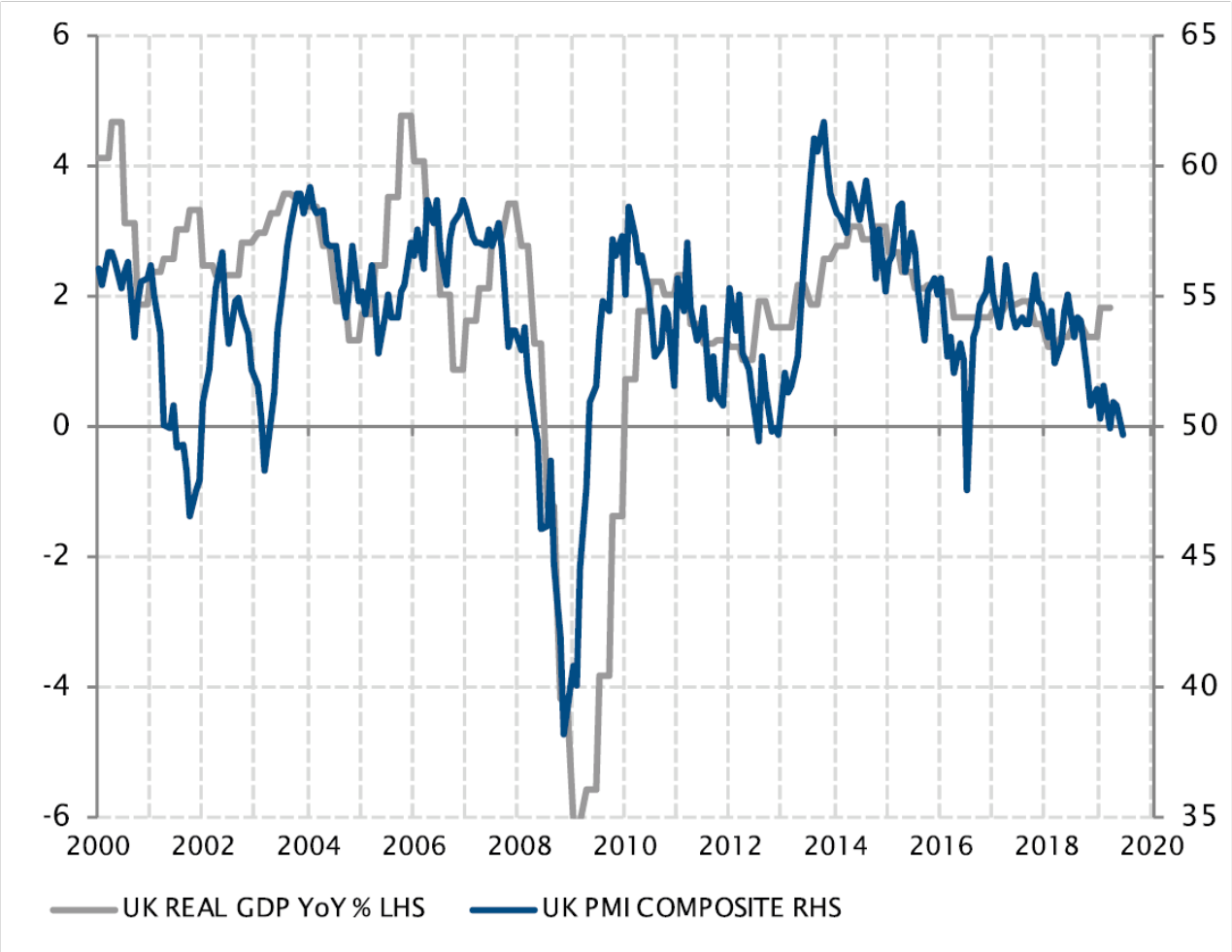
Renditen 10-jähriger italienischer Staatsanleihen sind im Juni auf ein 1-Jahres-Tief gefallen

Quelle: SYZ AM, Bloomberg. Stand der Daten: 8. Jul. 2019



Britische Wirtschaft verliert deutlich an Fahrt

Quelle: SYZ AM, Factset. Stand der Daten: 8. Jul. 2019



04

Britische Wirtschaft verliert angesichts anhaltender Unsicherheiten über den Brexit an Fahrt

Theresa May hat letztendlich das Handtuch geworfen. Nach monatelangen Versuchen, für ihren Brexit-Vertrag mit der EU die parlamentarische Zustimmung zu bekommen, musste sie einräumen, dass im zersplitterten britischen Parlament für ihren Plan keine Mehrheit möglich war. Jetzt hat Boris Johnson übernommen und wird selbst den Versuch unternehmen können, vor Ablauf der Frist am 31. Oktober einen Vertrag mit der EU zu schließen.

Die Brexit-Saga ist also keineswegs beendet, und sie belastet zunehmend die Wirtschaft. Tatsächlich haben sich die Wirtschaftsdaten nach der im ersten Quartal überraschend stark ausgefallenen Wirtschaftstätigkeit nun im zweiten Quartal durchweg eingetrübt.

Die Industrieproduktion ist stark gefallen, die Zahl der Antragsteller auf Arbeitslosenunterstützung ist weiter gestiegen, die Einzelhandelsumsätze sind zurückgegangen und die Indikatoren der Wirtschaftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe und im Bauwesen sind im Juni deutlich gefallen. Die Wirtschaftstätigkeit im Dienstleistungssektor hat sich ebenfalls verlangsamt, sie ist aber vorerst noch

positiv. Alles in allem sind die Daten Anzeichen für eine Wirtschaft, die mit dem herannahenden Sommer ins Stocken geraten ist. Wenn zur Brexit-Misere allgemeine wirtschaftliche Schwierigkeiten hinzukommen, wird die Mission des neuen britischen Premierministers wohl noch komplexer werden.

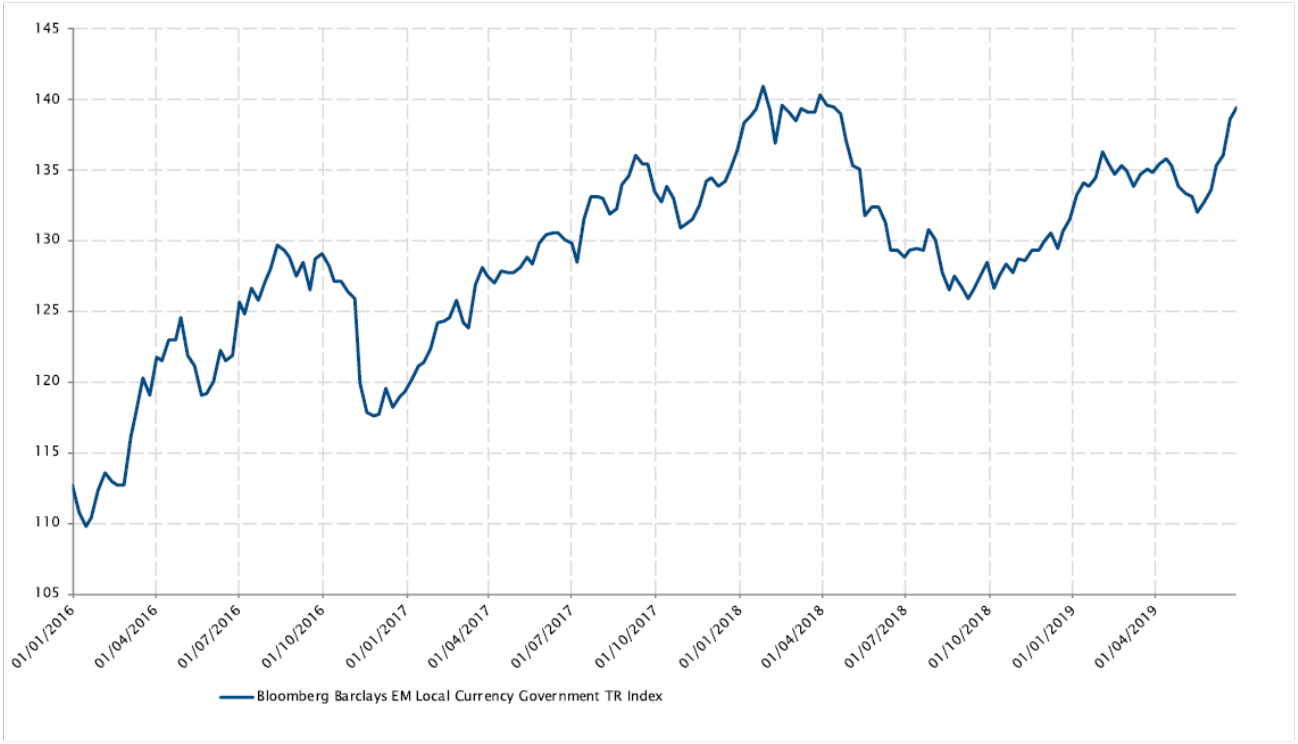
05

Rally bei Schwellenländeranleihen dank lockerer Geldpolitik

Der Bloomberg Barclays EM Local Currency Government Index verzeichnete in diesem Monat mit 4,4% Rendite die stärkste Performance seit drei Jahren.
Die Kehrtwende der Fed hin zu einer lockeren Politik – für niedrige Zinssätze in den USA und einen schwachen US-Dollar – hat den Zentralbanken der Schwellenländer die Tür für eine Lockerung der Geldpolitik geöffnet. Die Renditen von Staatsanleihen werden dadurch nach unten gezogen.
Angesichts des nachlassenden Wachstums und der gedämpften Inflation haben die Zentralbanken mehrerer Schwellenländer die Zinssätze in diesem Jahr bereits gesenkt, beispielsweise in Indien und Russland. Unterdessen haben diejenigen, die bisher noch vorsichtig waren, ihren Ton schon geändert und eine mögliche Lockerung der Geldpolitik angedeutet, zum Beispiel Indonesien.
In einer Welt, in der etwa ein Viertel des Bloomberg Global Bonds Index Renditen im Negativbereich verzeichnet, sind Schwellenländeranleihen in lokaler Währung gut aufgestellt, um vom Renditehunger der Anleger zu profitieren, denn sie sind eine attraktive Quelle für Carry.

Staatsanleihen der Schwellenländer verzeichnen die beste monatliche Performance seit drei Jahren

Quelle: SYZ AM, Bloomberg. Stand der Daten: 30. Jun. 2019



Argentinischer Peso wertet im Juni gegenüber dem US-Dollar auf

Quelle: SYZ AM, Bloomberg. Stand der Daten: 30. Jun. 2019



06

Argentinien – Hat der ARS die Talsohle durchschritten?

Nachdem er seit Jahresbeginn unter Druck gestanden hatte, verzeichnete der argentinische Peso im Monat Juni unter den Währungen der Schwellenländer die beste Performance und legte 5,4% gegenüber dem US-Dollar zu.
Zum einen kam dem argentinischen Peso nach der Kehrtwende der Fed zu einer lockeren Politik die für Hochzinswährungen positive Anlegerstimmung zugute, zum anderen erhielt er Unterstützung durch Faktoren im Inland.
In der Politik verkündete der argentinische Präsident Macri, dass der Oppositionsführer, Senator Pichetto, bei den Wahlen im Oktober als sein Kandidat für das Amt des Vizepräsidenten antreten wird. Mit der so getroffenen Auswahl wird die Wählerschaft Macris breiter und seine Chancen auf Wiederwahl steigen. Was die Wirtschaft angeht, waren die Inflationszahlen leicht rückläufig. Für Macri ist das ebenfalls von Vorteil. Darüber hinaus erklärte die Zentralbank Ende April, dass sie ihre Eingriffe am Devisenmarkt verstärken wird, um den Verfall der Währung zu stoppen.
Trotz des weltweit insgesamt bestehenden Risikoappetits auf Währungen der Schwellenländer könnte die Rally beim argentinischen Peso jedoch nur von kurzer Dauer sein, denn die Wiederwahl Macris ist sehr ungewiss und die Inflation ist nach wie vor hoch.

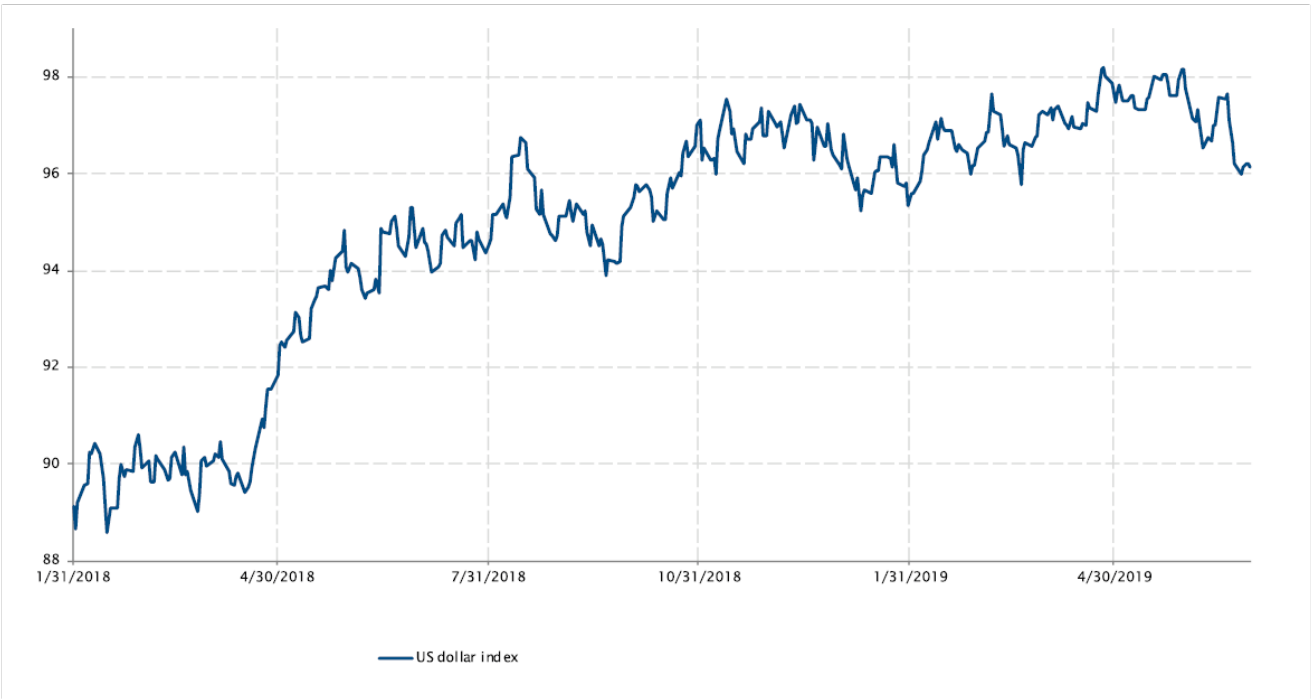
07

Devisenmarkt: US-Dollar wieder gesunken

Eine weitere Bestätigung dafür, dass die US-Notenbank die Normalisierung ihrer Geldpolitik aufgegeben hat, kam auf der letzten FOMC-Sitzung im Juni. Die Eskalation des Handelskriegs könnte als ein wichtiger Faktor dafür betrachtet werden, dass trotz des über den Schätzungen für das Wachstumspotenzial liegenden Wachstums zu einer weniger straffen Geldpolitik übergegangen wird.
Die Anpassung der US-Geldpolitik lässt gleichzeitig die US-Zinssätze auf neue Tiefstände fallen (Rendite 2-jähriger US-Treasuries bei 1,8%, Rendite 10-jähriger US-Treasuries bei 2,0%) und trägt dazu bei, dass der US-Dollar wieder sinkt.
In diesem Kontext verzeichnete der US-Dollar-Index, nachdem er vier Monate in Folge gestiegen war, im Juni ein Minus von 1,7% und lag wieder auf dem Stand von Ende letzten Jahres. Gegenüber dem Euro wertete der US-Dollar im Juni 1,8% ab. Der Euro erwies sich als stärker, obwohl die Europäische Zentralbank die Zinszügel weiter lockerließ.
Ein letzter Punkt: Auch wenn einige strukturelle Faktoren für das Gegenteil (einen schwächeren US-Dollar) sprechen, bleibt der Dollar mangels Alternativen stärker als andere Währungen der Industrieländer ...

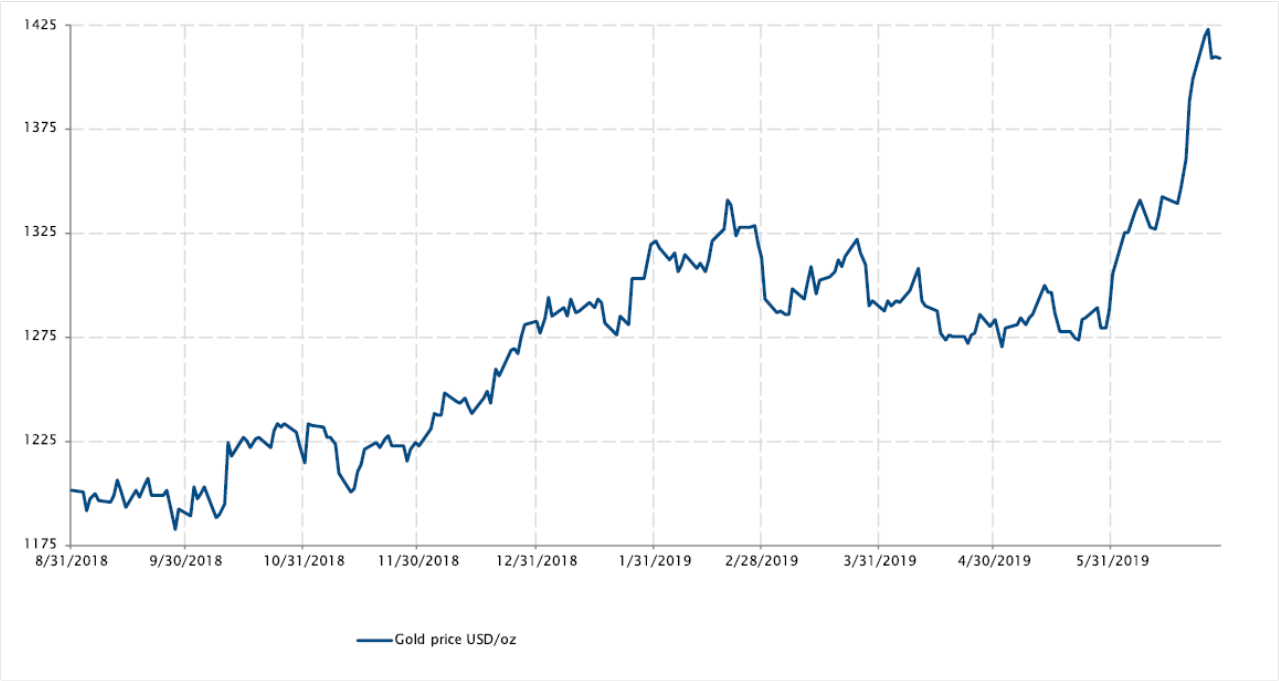
Entwicklung des US-Dollar-Index

Quelle: SYZ AM, Bloomberg. Stand der Daten: 3. Jul. 2019



Schwacher Dollar lässt Gold noch mehr glitzern

Quelle: SYZ AM, Bloomberg. Stand der Daten: 3. Jul. 2019



08

Rohstoffe: Goldpreis erreichte Fünf-Jahres-Hoch

Der Goldpreis präsentiert sich seit dem vierten Quartal des letzten Jahres wieder in strahlendem Licht. Ende Juni kletterte der Goldpreis auf USD 1409 je Feinunze, ein Plus von 8,0% seit Monatsbeginn und von 11,2% seit Jahresbeginn.
In den Industrieländern drückten die Zentralbanken mit ihrer lockeren Geldpolitik die Zinsen (besonders die realen US-Renditen mit etwa 0%) auf sehr niedrige Niveaus und die Märkte haben für dieses Jahr drei Zinssenkungen in den USA eingepreist. Ein weiterer bestimmender Faktor für den Goldpreis ist zudem, dass der US-Dollar im Juni etwas schwächer notierte: Der US-Dollar-Index verzeichnete ein Minus von 1,7%. Die Kombination dieser Faktoren hat Gold attraktiver gemacht.
Ferner riefen geopolitische Spannungen in Verbindung mit Unsicherheiten hinsichtlich des Handelskriegs die Erinnerung an die Attraktivität von Gold zur Absicherung und Diversifizierung von Portfolios wieder wach.
Wegen seiner schon immer bestehenden Eigenschaften als sicherer Hafen vertrauen die Anleger diesem Edelmetall wieder stärker. Zur gleichen Zeit sind zwei der größten Bedrohungen für Gold abgeklungen: höhere Zinssätze und ein stärkerer US-Dollar.

09

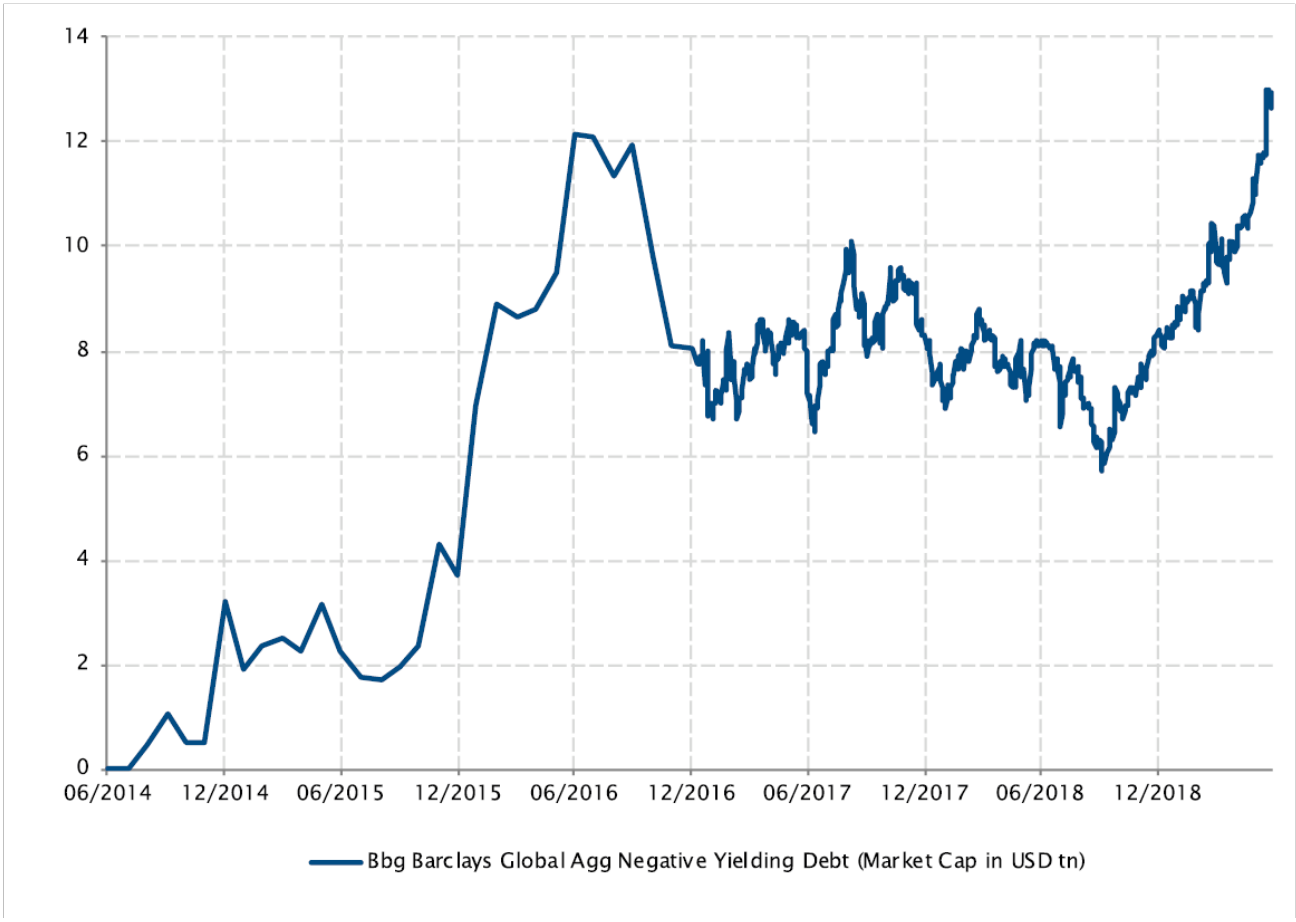
Bis zur Unendlichkeit und noch (viel) niedriger

Nach dem auf der Fed-Sitzung Ende Mai angeschlagenen taubenhaften Ton stieß dann Mario Draghi beim Jahrestreffen der EZB in Sintra die Tür für Zinssenkungen noch weiter in den negativen Bereich hinein auf. Gleichzeitig wiederholte er auch, dass „beträchtlicher

Spielraum“ für das Anleihekaufprogramm der Zentralbank vorhanden sei. Im Kontext der immer noch enttäuschenden Wirtschaftsdaten und der Erwartungen von sinkender Inflation zogen diese Aussagen eine massive Rally bei Anleihen nach sich. In Deutschland erreichten die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen letzten Monat ein neues Rekord-Tief (im negativen Bereich). Negativ sind jedoch nicht nur die Renditen auf deutsche und japanische Staatsanleihen, sondern inzwischen sogar beispielsweise auch auf 10-jährige französische sowie 5-jährige spanische und portugiesische Anleihen. Die verzweifelte Jagd nach Rendite drückt nun sogar das kurze Ende des Kreditmarktes auf unter 0%. Im Ergebnis ist der Gesamtmarktwert der Schuldtitel mit negativen Renditen im letzten Monat auf ein neues Rekord-Hoch von USD 13 Billionen gestiegen, nachdem er vor neun Monaten noch weniger als USD 6 Billionen betragen hatte. Da werden sich die Medici wohl im Grabe umdrehen.

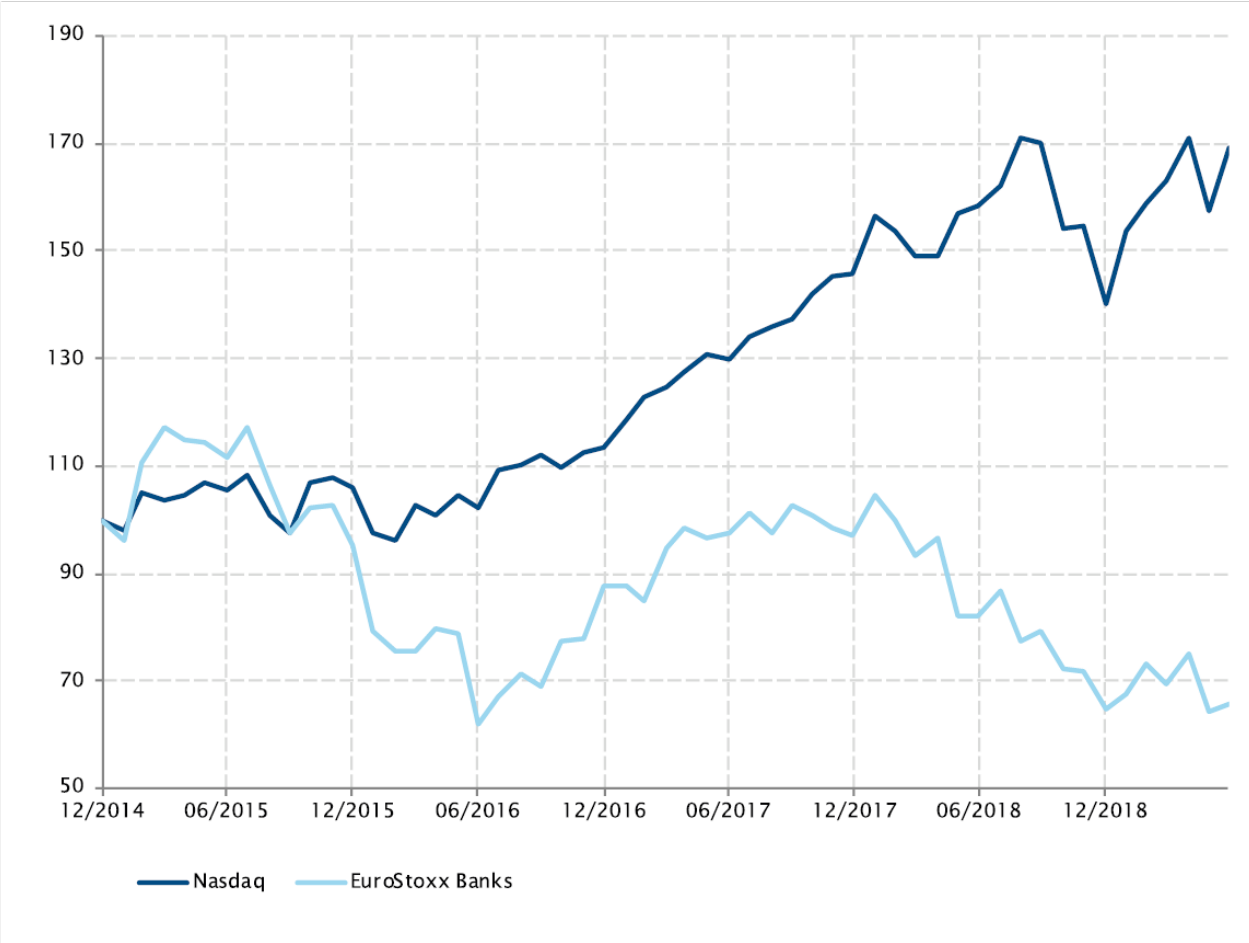
Der Bloomberg Barclays Global Aggregate Negative Yielding Debt Index erreichte ein neues Rekord-Hoch

Quelle: SYZ AM, Bloomberg. Stand der Daten: 1. Jul. 2019



Billiges Geld lässt nicht alle Aktiensegmente in gleichem Maße steigen

Quelle: SYZ AM, Bloomberg. Stand der Daten: 30. Jun. 2019



Gewinner und Verlierer

Da der Markt das Szenario eines noch länger anhaltenden Umfelds niedrigerer Zinsen einpreiste, ließ die zu erwartende neue Billiggeld-Schwemme die Wertpapierkurse im Juni allesamt ansteigen. Die Aktienmärkte blieben davon nicht unberührt. Wieder einmal kam ihnen die finanzielle Repression zugute, trotz schwacher Wirtschaftsdaten und Unsicherheiten im Zusammenhang mit Handelszöllen. Ein genauerer Blick auf die Performance-Zahlen des letzten Monats zeigt, dass der Technologiesektor in den USA auch weiterhin zu den Hauptprofiteuren dieses von niedrigen Zinsen und einem geringen nominalen Wachstum geprägten Umfelds zählte: Der Nasdaq sprang im Juni um +7,4% nach oben und verzeichnete damit eine bessere Performance als der MSCI World Index in Lokalwährung (+5,8%). Auf der anderen Seite des Spektrums verzeichneten europäische Banken wieder einmal nur einen mageren Zugewinn, nämlich +1,6%. Fazit: Nicht in allen Aktiensektoren oder -stilen kommt es durch billiges Geld in gleichem Maße zu Kursanstiegen.

Disclaimer

Dieses Werbedokument 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 Benutzer allein sind für die Prüfung verantwortlich, dass ihnen der Bezug der hierin enthaltenen Informationen gesetzlich gestattet ist. Dieses Material ist lediglich zu Informationszwecken bestimmt und darf nicht als ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments oder als ein Vertragsdokument aufgefasst werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben sind nicht dazu bestimmt, als Beratung zu Rechts-, Steuer- oder Buchhaltungsfragen zu dienen, und sie sind 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 betrachtet, jedoch übernimmt die Syz-Gruppe keine Garantie für ihre Vollständigkeit oder Richtigkeit. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.