





## DER WIRTSCHAFTLICHE HINTERGRUND AUF EINEN BLICK UND AUSBLICK AUF DIE WELTWIRTSCHAFT

*Zentralbanken ändern die Geldpolitik, da die Gegenwinde zunehmen*

Die Zentralbanken haben angesichts der Anhäufung negativer Entwicklungen und der zunehmenden Abwärtsrisiken nun doch nachgegeben. Angesichts der Kombination aus globaler Wachstumsverlangsamung, schwacher Inflation, sinkenden Erwartungen, zunehmenden geopolitischen Spannungen und anhaltenden Auswirkungen der Handelsspannungen kamen die Entscheidungsträger in Washington, Frankfurt und Tokio zu dem gleichen Schluss – es ist Zeit, die Geldpolitik konkret zu lockern. Der EZB-Präsident und der Offenmarktausschuss der Fed warnten, dass die kurzfristigen Zinssätze in den kommenden Monaten gesenkt werden könnten, während der Gouverneur der Bank of Japan (BoJ) in Bezug auf das langfristige Renditeziel eine gewisse Flexibilität (nach unten) signalisierte.

Dieser simultane Schwenk der Zentralbanken hängt offensichtlich mit dem allgemeinen Trend der nachlassenden Aktivität in Industrie- und Schwellenländern zusammen. Entgegen den Erwartungen einer Belebung der Aktivität, insbesondere in Europa und China, blieb die globale Wachstumsdynamik eher schwach und verliert weiter an Schwung. Die jüngsten Indikatoren deuten sogar auf eine Verlangsamung des Wachstums in den USA hin. Im Augenblick verhindert die robuste Binnennachfrage in den meisten Industriestaaten jedoch ein Abrutschen ihrer Wirtschaft in eine Rezession und hinderte die Zentralbanken bisher daran, die Geldpolitik tatsächlich zu lockern. Der letzte Tropfen, der das Fass vermutlich zum Überlaufen brachte, war der Rückgang der tatsächlichen und erwarteten Inflationsraten. Dies gefährdete die Inflationsziele der Zentralbanken – die ohnehin verfehlt wurden, vor allem in der Eurozone. Ob die geldpolitische Lockerung die Inflationsraten beeinflussen wird, bleibt abzuwarten. Solange die Wachstums- und Inflationsdynamik so verhalten bleibt, haben die Zentralbanken jedoch einen Grund, die Geldpolitik zu lockern und weiterhin sehr expansiv zu halten, wenn auch nur, um ihre Glaubwürdigkeit zu schützen.

*Die globale Wachstumsdynamik schwächt sich ab*

### Wachstum

Die anhaltende Wachstumsverlangsamung in den Industrieländern und die Handelsspannungen zwischen den USA und China fordern nun doch endlich ihren Tribut von der ermutigenden Dynamik, die in den letzten Monaten in vielen Schwellenländern zu beobachten war. Mit wenigen Ausnahmen bremst die gesamte Weltwirtschaft ab ...

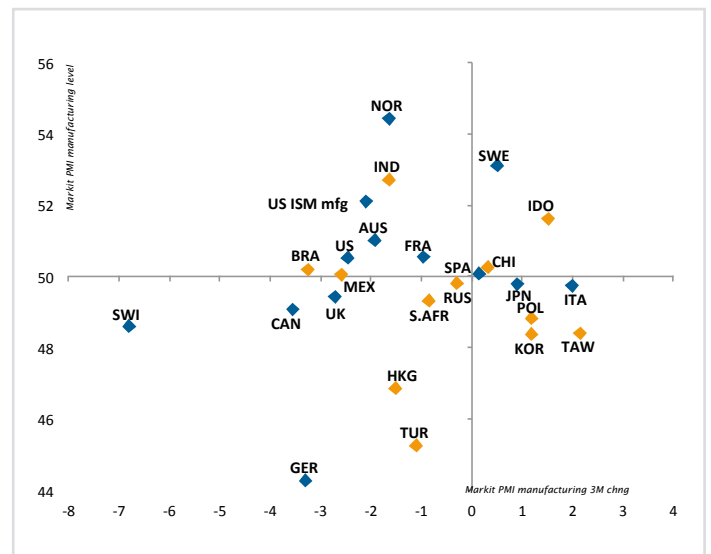
*Globale Japanifizierung*

### Inflation

Die Inflationsdynamik bleibt auf der ganzen Linie mässig, und der jüngste Rückgang der Ölpreise, der sich in der Gesamtinflation niederschlägt, war in dieser Hinsicht auch nicht gerade hilfreich. Für die Zentralbanken ist es jedoch beunruhigender, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen ebenfalls gesunken sind. Der Welt wird zunehmend «japanisch» ...

### Wachstumsverlangsamung auf breiter Basis in Industrie- und Schwellenländern

Quellen: Factset, SYZ Asset Management  
Stand der Daten: 27.06.2019



*Die geldpolitische Lockerung breitet sich auf Schwellenländer aus*

### Geldpolitik

Jenseits der lautstark angekündigten, spektakulären Wende der Zentralbanken in den grossen Industrieländern zu einer expansiveren Geldpolitik erfasst der Lockerungstrend auch allmählich die Zentralbanken der Schwellenländer. Dies spielt sich vor dem Hintergrund schwacher Wachstums- und Inflationsraten in Verbindung mit einem nicht mehr aufwertenden US-Dollar ab.

*Konvergenz nach unten*

**Ausblick auf die Weltwirtschaft**

Kein grosses Industrieland wurde von der Verlangsamung der Wachstumsdynamik seit dem letzten Jahr verschont. Obwohl sich die Indikatoren für den Fertigungssektor in Europa offenbar stabilisiert haben, verharren sie auf ziemlich niedrigen Niveaus. Damit besteht erneut ein Risiko, dass sich diese zyklische Schwäche auf die bisher robuste, vom Konsum getragene Seite der Wirtschaft ausweitet. Ein gewisser Schaden könnte bereits angerichtet sein, da sich die Stimmung weiter eintrübt und die Beschäftigungsdynamik ins Stocken gerät, sogar in Deutschland. In den USA gibt



*Washington, Frankfurt und Tokio kamen angesichts der Kombination aus globaler Wachstumsverlangsamung und schwacher Inflation zu dem gleichen Schluss: Es ist Zeit, die Geldpolitik wieder zu lockern.*

**Adrien Pichoud**

*Handelskrieg zwischen den USA und China dämpft das BIP-Wachstum*

es Anzeichen für ähnliche Trends: Hier ist nicht nur eine Annäherung der Indikatoren für den Fertigungssektor an die schwachen Niveaus in der restlichen Welt zu beobachten, sondern auch ein schleppenderes Beschäftigungswachstum und ein nachlassendes Konsumentenvertrauen. Ein Teil davon ist sicherlich darauf zurückzuführen, dass die Effekte der fiskalischen Stimulationsmassnahmen aus dem Jahr 2018 nachlassen. Das schwache Wachstum der Weltwirtschaft und die Unsicherheit über den Handel üben jedoch ebenfalls Abwärtsdruck auf den Konjunkturzyklus aus. Japan ist keine Ausnahme. Der Exportsektor des Landes leidet unter dem schwachen Wachstum in China, der Handelsunsicherheit und der Aufwertung des Yen, während die Binnenwirtschaft durch die drohende Umsatzsteuererhöhung im Oktober belastet wird. Bei Rohstoffproduzenten wie Australien oder Kanada macht sich zudem die schwächere globale Nachfrage (vor allem in China) bemerkbar.

*Die politische Unsicherheit schafft weitere Gegenwinde*

**Schwellenländer**

Ähnlich wie die Eurozone liess die chinesische Wirtschaft ebenfalls kein Anzeichen der im 1. Quartal erhofften Belebung erkennen. Die fortgesetzten und sogar intensivierten Handelsspannungen mit den USA belasten nicht nur den exportabhängigen Fertigungssektor der Wirtschaft, sondern auch den Binnenkonsum. Dadurch verharren die südostasiatische Länder wie Korea oder Taiwan hat.

Politische Unsicherheit ist ein weiterer Gegenwind für die Wachstumsdynamik, insbesondere in einigen grossen Schwellenländern, wo vor Kurzem Wahlen abgehalten wurden und die Umsetzung von Reformen für die langfristige Stabilität wichtig ist. In Brasilien steht eine Pensionsreform an. Südafrika und Mexiko kämpfen mit den Schuldenbergen der Staatsunternehmen Eskom bzw. Pemex. Und die Türkei vollzieht eine ausserordentlich prekäre Gratwanderung zwischen der Stabilisierung der Lira, um sich den Zugang zu den globalen Kapitalmärkten zu erhalten, und der Bereitschaft, dem Präsidenten eine ausreichende Unterstützung im Inland zu verschaffen.

In Russland wird die Wachstumsdynamik durch die Entwicklung der Ölpreise belastet. Da die Inflation jedoch offenbar ebenfalls zurückgegangen ist, erhält die Zentralbank Spielraum, um ihre bisher ziemlich restriktive Geldpolitik endlich zu lockern.



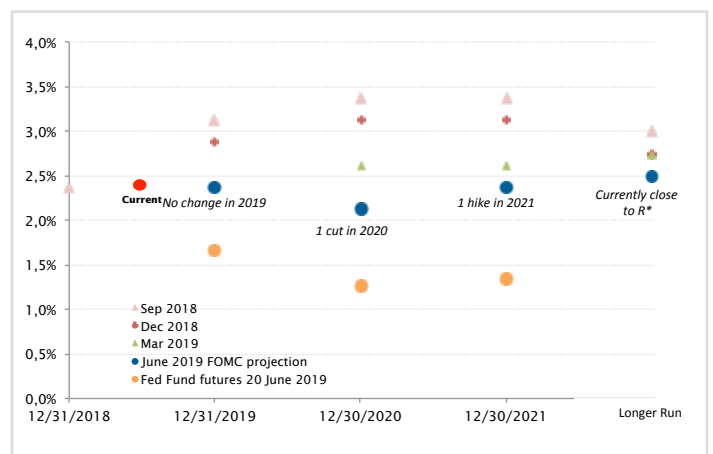
**Adrien Pichoud**

Chief Economist - Portfolio Manager

**Einschätzungen der Mietglieder im US-Offenmarktausschuss zur angemessenen Höhe der Fed Funds Rate und marktbasierter Erwartungen**

Innerhalb eines Jahres ist die Fed von der Erwartung einer Zinserhöhung auf die Erwartung von Zinssenkungen umgeschwenkt. Die Terminmärkte nehmen Zinssenkungen um 100 Basispunkte in den nächsten zwölf Monaten vorweg.

Quellen: US-Notenbank, Bloomberg, SYZ Asset Management  
Stand der Daten: 20.06.2019



## ANLAGEBEWERTUNG UND BERICHT DER ANLAGESTRATEGIE-GRUPPE

### Risiko und Duration

*Die moderate Wende wird  
signifikante Auswirkungen auf die  
Märkte haben*

In unserer Asset-Allokation haben wir unsere Risikobereitschaft im Berichtsmonat wieder auf eine «leichte Abneigung» abgehoben. Die Duration sehen wir jedoch nach wie vor mit einer «leichten Abneigung».

Die Kehrtwende der US-Notenbank und der EZB zu einer expansiveren Haltung wird den künftigen Kurs der Geldpolitik beeinflussen und signifikante Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben (weitaus stärker als die Wachstums- oder Inflationsdynamik). Dies wird die Marktteilnehmer zwingen, weiterhin Risikoanlagen zu halten oder aufzustocken, um die monetären Kräfte der finanziellen Repression zu vermeiden.

*Die Risikobereitschaft wurde um eine Stufe auf eine «leichte Abneigung» hochgestuft. Hierzu heben wir das Engagement in risikoreicheren festverzinslichen Anlagen an, die durch die allgemein akkommodierendere Geldpolitik in den meisten wichtigen Industrieländern unterstützt werden.*

**Maurice Harari**

*Aktienmärkte dürften volatil  
bleiben*

Solange es keine greifbaren Anzeichen für eine Wiederbeschleunigung des Wirtschaftswachstums gibt, dürften die Aktienmärkte volatil bleiben und nur ein begrenztes Aufwärtspotenzial bieten. Angesichts der künstlich niedrig gehaltenen Renditen sollte die Aktienallokation sehr taktisch und am Wachstumstrend ausgerichtet sein, während die Bewertungen an Bedeutung verlieren. Wir drücken diese höhere Risikobereitschaft jedoch über einige festverzinsliche «Carry»-Anlagen aus. Hierzu setzen wir auf Unternehmensanleihen sowie auf Schwellenländeranleihen in Fremdwährungen, die Zinsvorteile bieten.

*Ausgewählte festverzinsliche  
Anlagen bieten eine bessere  
relative Risikodynamik*

Da wir nicht voll an der Zinsrally bei Kern-Staatsanleihen partizipiert haben, sind wir an diesem Punkt nicht bereit, die reine Duration anzuheben (nach einer solchen Rally erwarten wir einen vorübergehenden Rückschlag und eine deutliche Verbesserung der Bewertungen). Wir gehen jedoch indirekte Durationsrisiken ein, indem wir bei Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen in harten Währungen aufstocken.

Dadurch wird die Anhebung des Risikos nur über den «risikoreicheren» Teil des Anleihenmarktes umgesetzt, nicht über den Aktienmarkt.

### Aktienmärkte

Die Aktienmärkte Europas, Chinas und Japans werden mit einer «leichten Abneigung» beurteilt, während Engagements in den USA und den Schwellenländern allgemein etwas höher mit einer «leichten Präferenz» eingestuft sind.

Europa, China und Japan dürften die ersten direkten oder Kollateralopfer einer Wachstumsenttäuschung und einer Zuspitzung im Handelskrieg in den nächsten Monaten sein.

*Aktien mit hohen Dividenden  
könnten im Niedrigzinsumfeld  
glänzen*

Darüber hinaus möchten wir nach wie vor keine allzu starken Sektortendenzen zum Ausdruck bringen – weder bei defensiven oder bei zyklischen Werten. Denn kein Sektor weist sowohl vorteilhafte Bewertungen als auch eine gute Gewinndynamik auf.

Aktien mit hohen Dividenden sind jedoch nach wie vor interessant. Sie dürften weniger von einer zinsbedingten vorübergehenden Neubewertung gefährdet sein und in diesem Niedrigzinsumfeld eine echte mittel- bis langfristige Alternative bieten.

### Anleihenmärkte

Nach der Hochstufung in unserer Risikobeurteilung beschlossen wir, Investment-Grade-Unternehmensanleihen um zwei Stufen auf eine «leichte Präferenz» und High-Yield-Anleihen um eine Stufe auf eine «leichte Abneigung» anzuheben. Wir hegen nach wie vor eine Präferenz für europäische gegenüber US-amerikanischen Unternehmensanleihen. Dies beruht auf Bewertungsgründen in Verbindung mit der Steilheit der Euro-Renditekurve und der expansiven Haltung der EZB.

*Präferenz für  
europäische High-Yield-  
Unternehmensanleihen*

Bei den Investment-Grade-Unternehmensanleihen wurden die USA auf eine «leichte Abneigung», Europa auf eine «leichte Präferenz» und Grossbritannien auf eine «Abneigung» hochgestuft.

Bei unseren Präferenzen von realen gegenüber nominalen Staatsanleihen und von Schwellenländeranleihen in Hartwährungen gegenüber solchen in Lokalwährung gab es keine Veränderung.

*Günstiges Umfeld für  
Schwellenländeranleihen*

Italienische inflationsindexierte und Nominalanleihen zählen jetzt zu unseren Favoriten (zusammen mit den USA). Die beiden Märkte wurden auf eine «leichte Abneigung» bzw. eine «leichte Präferenz» hochgestuft.

Für Schwellenländeranleihen bleibt das aktuelle Umfeld vorteilhaft, vor allem, wenn die Fed ihre Geldpolitik demnächst lockert und die US-Wirtschaft gemäss unserem zentralen Wirtschaftsszenario kurzfristig nicht in eine Rezession abrutscht. Darüber hinaus sind die Bewertungen nach wie vor attraktiv, vor allem gegenüber Unternehmensanleihen oder Anleihen aus europäischen Peripherieländern.

Im Hartwährungssegment wurde Mexiko auf eine «leichte Abneigung» herabgestuft. Brasilien wurde dagegen auf eine «leichte Präferenz» hochgestuft, da der Markt derzeit von der Unterstützung und der Zuversicht ausländischer Anleger profitiert.

Indonesien (Lokalwährung) wurde auf eine «leichte Abneigung» hochgestuft, da das wirtschaftliche Umfeld nach wie vor vorteilhaft ist: Die Inflation ist unter Kontrolle und die Zentralbank könnte ihre restriktive Haltung lockern. Zudem hob S&P vor Kurzem sein Länderrating an, und Indonesien könnte einer der grössten Nutzniesser einer akkommodierenderen Haltung der US-Notenbank sein.

### Währungen, alternative Anlagen und liquide Mittel

*US-Dollar übertrumpft den  
Euro; der Yen bietet Zuflucht*

Trotz der höheren Bewertung des US-Dollars ziehen wir den US-Dollar gegenüber dem Euro vor, da er bessere Wachstumsaussichten und eine positive Renditedifferenz bietet.

Den japanischen Yen, der mit einer «leichten Präferenz» bewertet ist, beurteilen wir nach wie vorteilhafter als den Schweizer Franken, dessen Status als sicherer Hafen durch die expansive Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank beeinträchtigt wird. Nicht zuletzt stufen wir Gold aufgrund seiner Diversifikationsseigenschaften in einem risikoaversen Umfeld mit einer «leichten Präferenz» ein.



**Maurice Harari**  
Senior Portfolio Manager





**ANLAGEEINSCHÄTZUNGEN**

Dies sind unsere Anlagepräferenzen für den Juli auf Basis der Anlagestrategiesitzung vom 15. Juni 2019.

	---	--	-	+	++	+++
<b>Aktien</b>			China Südkorea Japan Eurozone Grossbritannien Schweiz Skandinavien Australien	USA Kanada Russland Brasilien Indien Mexiko Südafrika		
<b>Asset Allocation in Anleihen</b>			IG-Anleihen Nominale Staatsanleihen Schwellenländeranleihen in lokaler Währung	Hochzinsanleihen Realzinsen von Staatsanleihen Schwellenländeranleihen in harter Währung		
<b>Indexgebundene Staatsanleihen</b>	Grossbritannien Deutschland	Kanada Frankreich	Italien	USA		
<b>Staatsanleihen</b>		Australien Grossbritannien Deutschland Japan	Kanada USA Frankreich	Italien		
<b>IG-Anleihen</b>		Grossbritannien	USA	Europa		
<b>Hochzinsanleihen</b>			USA	Europa		
<b>Schwellenländeranleihen - harte (HW) und lokale Währung (LW)</b>	Türkei (LW) Südafrika (LW) Ungarn (LW)		Polen (LW) Türkei (HW) Mexiko (LW) <span style="color:red">←</span> Polen (HW) Brasilien (LW) Mexiko (LW) Ungarn (HW) Indonesien (LW) Russland (LW)	Brasilien (HW) Russland (HW) Indonesien (HW) Südafrika (HW)		
<b>Währungen</b>	CHF		EUR CAD AUD GBP	JPY Gold		

← Veränderung gegenüber Vormonat →