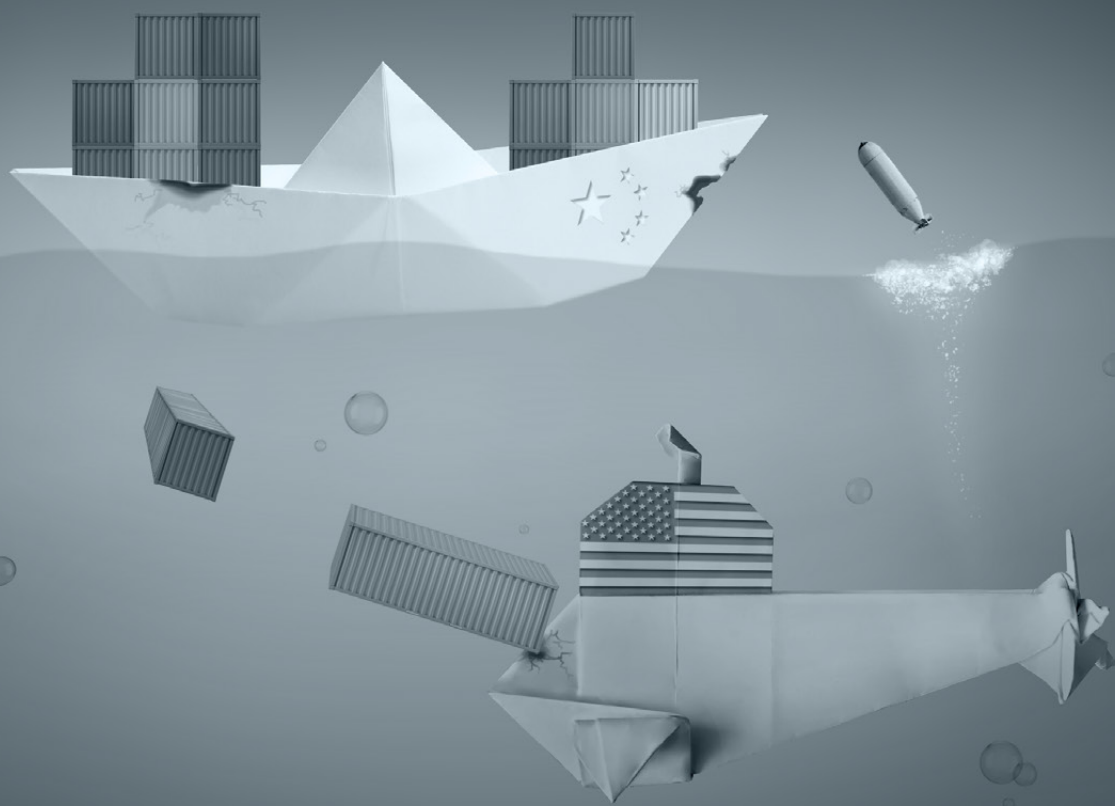


JUNI 2019

Anlageguide



USA gegen China

Mehr als (nur) ein Handelskrieg

RAIFFEISEN

Unsere Sicht auf die Märkte



IN DIESER AUSGABE ZU LESEN

- S.3** Fokusthema: USA gegen China – Mehr als (nur) ein Handelskrieg
- S.5** Unsere Einschätzungen:
 - Obligationen
 - Aktien
 - Alternative Anlagen
 - Währungen
- S.8** Anlagethema: Millennials: Mit grosser Zukunft
- S.10** Unsere Prognosen:
 - Konjunktur
 - Inflation
 - Geldpolitik

Handelsstreit eskaliert: Die Auseinandersetzung zwischen den USA und China ist in den letzten Wochen weiter eskaliert. US-Präsident Trump hat erneut an der Zoll-Schraube gedreht und China hat mit weiteren Gegenzöllen geantwortet. Eine schnelle Einigung wird immer unwahrscheinlicher, denn der Konflikt ist mehr als (nur) ein Handelskrieg. Beide Parteien möchten das Gesicht wahren. Für eine «Lösung» bedarf es möglicherweise grösseren Drucks von Seiten der Finanzmärkte. Schon heute ist klar, dass der Schlagabtausch in diesem Jahr auf beiden Seiten Wirtschaftswachstum kosten wird.

Positive Wachstumszahlen: Mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 0.6 % hat die Schweizer Wirtschaft im ersten Quartal 2019 positiv überrascht. Auch im restlichen Europa sowie in Japan fielen die im Mai veröffentlichten Wachstumsdaten erfreulich aus. Die Konjunkturvorlaufindikatoren zeigen bisher allerdings keine nachhaltigen Stabilisierungstendenzen an. Der im Vergleich zum letzten Jahr langsamere Expansionspfad der Weltwirtschaft bleibt damit bestehen.

Europawahlen (fast) ein Non-Event: Die befürchtete Populismus-Welle bei den Europawahlen blieb aus. Das zukünftige Europäische Parlament wird jedoch fragmentierter als je zuvor. Für die Finanzmärkte waren die Wahlen von wenig Belang. Der Blick richtet sich nun

auf das – möglicherweise marktrelevantere – Brüsseler Personalkarussell. Denn bis Herbst ist auch der Chefsessel der Europäischen Zentralbank zu besetzen. Sollte ein geldpolitischer «Falke» den Posten erobern, könnte dies spürbare Implikationen für die europäische Geldpolitik haben.

Versöhnliche Gewinnsaison: Die Berichtssaison für das erste Quartal ist abgeschlossen und das Fazit ist wider Erwarten eher positiv. In den USA konnten die Unternehmensgewinne leicht zulegen, während sie in Europa und Japan stagnierten. Die Umsätze konnten in allen Regionen gesteigert werden. Auch wenn die Ergebnis-Perspektiven für die nächsten Monaten wenig euphorisch stimmen, dürfte im laufenden Jahr zumindest die befürchtete Gewinnrezession vermieden werden.

Noch keine (Kauf-)Gelegenheit: Der Aktienmarkt wurde von der verschärften Gangart Donald Trumps im letzten Monat überrascht und befindet sich in einer Konsolidierungsphase. Diese dürfte noch etwas anhalten und entsprechend ist auch mit weiteren Rückschlägen zu rechnen. Auf tieferen Kursniveaus könnten sich bei Aktien dann taktische Kaufgelegenheiten ergeben. Vorerst bleiben wir leicht untergewichtet. Dies ebenso bei Obligationen, die nach den Kursgewinnen der jüngsten Zeit noch unattraktiver geworden sind.

UNSERE POSITIONIERUNG

Vormonat -----

Liquidität

Obligationen

in Schweizer Franken mit hoher bis mittlerer Kreditqualität

in Fremdwährung mit hoher bis mittlerer Kreditqualität*

Hochzinsanleihen*

Schwellenländeranleihen*

Aktien

Schweiz

Global

Europa

USA

Japan

Schwellenländer

Alternative Anlagen

Alternative Strategien*

Immobilien Schweiz

Edelmetalle / Gold

Rohstoffe

Währungen

US-Dollar

Euro

neutral

leicht unter-/übergewichten

stark unter-/übergewichten

*währungsgesichert

Mehr als (nur) ein Handelskrieg



DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

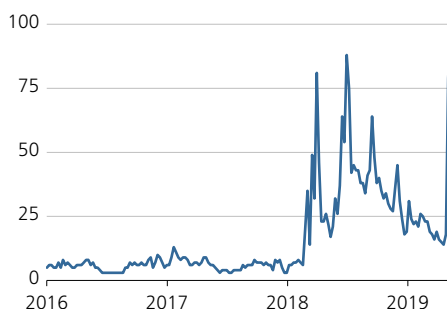
Die (Handels-)Auseinandersetzungen zwischen den USA und China haben in den letzten Wochen eine neue Eskalationsstufe erreicht. Knapp die Hälfte der chinesischen Exporte in die USA ist inzwischen mit Strafzöllen in Höhe von 25 % belegt. Die Chinesen haben ihrerseits die Zölle auf den grössten Teil der US-Einfuhren ebenfalls massiv angehoben. Bereits heute ist absehbar, dass die sich drehende Zoll-Spirale negative Konsequenzen für das Weltwirtschaftswachstum haben wird. Je länger keine Einigung erzielt wird, umso mehr steigt das Abwärtsrisiko – auch für die Finanzmärkte. Ein (schwacher) Kompromiss ist zwar weiterhin nicht ausgeschlossen – immer mehr zeichnet sich aber ab, dass ein umfassender «Deal» ausser Reichweite geraten ist. Denn es geht nicht nur um den Kauf von mehr Sojabohnen und Boeings. Vielmehr widerspiegelt der aktuelle Handelskrieg zwischen den beiden Wirtschaftsrivalen den Kampf um die geopolitische Vormachtstellung in der Welt.

Was im Januar 2018 mit scheinbar harmlosen Zöllen auf Waschmaschinen und Solarmodule begann, hat sich inzwischen zu etwas deutlich Grösserem ausgeweitet. Was folgte waren nämlich nicht nur weitere (Straf-)Zölle der USA auf Stahl- und Aluminiumimporte aus aller Herren Länder. Vielmehr begann US-Präsident Donald Trump – selbsternannter «Zoll-Sheriff» («*tariff man*») – ab Sommer letzten Jahres damit, eine regelrechte Zoll-Spirale aufzuziehen. Im Visier der Vereinigten Staaten ist seitdem fast ausschliesslich ihr zugleich grösster Wirtschaftsrival: China. Nach elf Verhandlungsrunden riss Trump Anfang Mai (erneut) der Geduldsfaden. Da die Chinesen bei vormals gemachten Zusagen zurückkrebten, erhöhten die USA die Strafzölle auf Importe aus China im Wert von 200 Milliarden US-Dollar von 10 auf 25 %. Die Reaktion Chinas folgte unverzüglich. Seit diesem Monat sind nun nahezu alle US-Exporte nach China (rund 160 Milliarden US-Dollar) mit Strafzöllen von durchschnittlich knapp 17 % belastet. Die (Handels-)Auseinandersetzungen zwischen den beiden Riesenmächten haben damit zuletzt eine neue Eskalationsstufe erreicht. Kein Wunder, dass der «Handelskrieg» derzeit das Thema der Stunde ist ► **Darstellung 1**.

1 Das Thema der Stunde

Der «Handelskrieg» ist in aller Munde

Google-Trend («trade war»)*



*Relatives Suchinteresse, 100 = höchste Suchaktivität
Quelle: Google, Raiffeisen Schweiz CIO Office

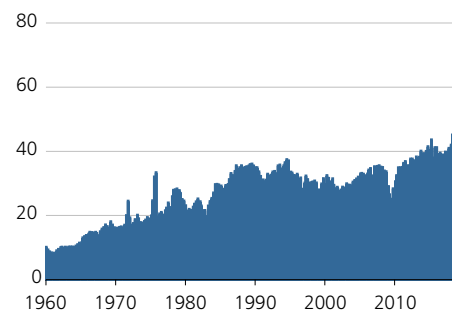
Dass ein solcher Handelskrieg in der Regel keinen Gewinner, sondern vielmehr Verlierer auf beiden Seiten hervorbringt, ist eigentlich nichts Neues. Dies insbesondere in der heutzutage stark globalisierten (Wirtschafts-)Welt, in der

die Produktionsketten eng miteinander verzahnt und rund um den Globus verteilt sind. Auf den ersten Blick mag es zwar so aussehen, als ob der US-Präsident seinen Wählern die Trump'sche «Handelsstrategie» tatsächlich als Erfolg verkaufen könnte. Denn tatsächlich nehmen die Vereinigten Staaten durch die erhöhten Zölle massiv mehr Geld ein: Im ersten Quartal beliefen sich die Zolleinnahmen auf rund 75 Milliarden US-Dollar, doppelt so viel wie nur zwei Jahre zuvor – und inzwischen immerhin 3.6 % aller Staatseinnahmen ► **Darstellung 2**. Doch bei genauerem Hinsehen entpuppt sich diese Einschätzung als Trugschluss. Verschiedene kürzlich veröffentlichte Studien dokumentieren nämlich, dass allein die Konsumenten und Unternehmen in den USA die Zeche für die Strafzölle zahlen.

2 Nur scheinbar ein Erfolg

Strafzölle füllen die Staatskasse

US-Staatseinnahmen durch Zölle



Quelle: US Bureau of Economic Analysis,
Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die chinesischen Exporteure haben ihre Preise hingegen nicht spürbar gesenkt. Und nicht nur dies – auch bei eigentlich gar nicht von Zöllen belasteten Produkten gab es zum Teil Preiserhöhungen. Das Paradebeispiel ist hier wiederum die Waschmaschine: Nicht nur deren Preis wurde im Schnitt um 12 % erhöht, sondern im gleichen Mass auch der Preis für den meist gleichzeitig verkauften Wäschetrockner. Besonders sichtbar sind die Auswirkungen des Handelskriegs schliesslich bei den Agrarrohstoffen: Da China als Käufer nahezu komplett vom Markt verschwunden ist, fiel der Preis für Sojabohnen zuletzt auf den tiefsten Stand seit zehn Jahren ► **Darstellung 3**.



DER CIO ERKLÄRT: WAS HEISST DAS FÜR DIE SCHWEIZ?

Der Handelskonflikt betrifft die Schweiz bisher vor allem indirekt. Als kleine, stark exportorientierte Volkswirtschaft sind wir allerdings in einem erheblichen Masse auf offene Märkte und freien Handel angewiesen. So versucht der Bundesrat zurzeit sowohl mit China als auch mit den USA in Verhandlungen zu neuen Freihandelsabkommen einzutreten. Diese Strategie ist richtig: Nach Deutschland als wichtigstem Handelspartner gingen 2018 16.3 % der Ausfuhren in die USA, China folgt mit einem Anteil von 5.2 % bereits an fünfter Stelle. Diverse Schweizer Unternehmen haben zudem in den letzten Jahren viel in China investiert und Produktionsstätten aufgebaut. Die Direktinvestitionen beliefen sich per Ende 2017 auf insgesamt 22.3 Milliarden Franken und nehmen weiter stark zu. Aufgrund der engen globalen Verflechtung würde eine Eskalation im Handelskonflikt (inklusive Ausweitung auf Europa) die Schweiz entsprechend stark negativ tangieren.



Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

3 Chinesischer Käuferstreik...

lässt den Preis für Sojabohnen purzeln

Preis für den Terminkontrakt auf Sojabohnen
in US-Dollar



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Selbst wenn der Konflikt mit China nicht noch weiter eskalieren sollte, dürfte er die US-Wirtschaft dieses Jahr rund 0.2 %-Punkte an Wirtschaftswachstum kosten. Mindestens in der gleichen Grössenordnung wird der Verlust auf chinesischer Seite ausfallen. Dies aber auch nur, weil die Regierung im Reich der Mitte erneut diverse Stimulierungsmassnahmen ergriffen hat und eigentlich geplante Reformmassnahmen abschwächen wird. Im Vergleich zu den USA ist China nämlich deutlich stärker vom Aussenhandel abhängig und somit anfälliger. Und auch im Rest der Welt hinterlässt der Handelskonflikt seine Spuren. Die Stimmung in den Führungsetagen der Unternehmen sinkt, ebenso wie die Bereitschaft für neue Investitionen. Derweil steigt bei allen Wirtschaftsakteuren die Unsicherheit, ebenso wie die Risikoaversion bei den Händlern an den Finanzmärkten.

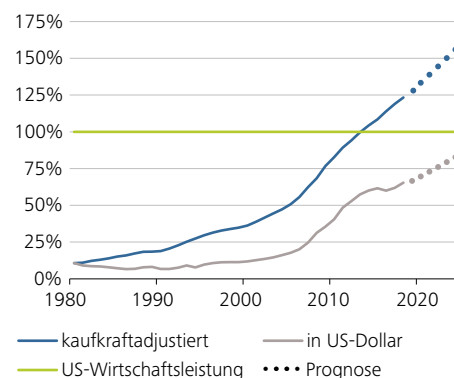
Die Entwicklung der Märkte steht und fällt in den kommenden Wochen mit dem Potential für einen «Deal» zwischen den zwei weltgrössten Volkswirtschaften. Nahezu ausgeschlossen ist aus unserer Sicht inzwischen aber, dass es bald einen Kompromiss geben wird, der für beide Seiten befriedigend ist und der alle bisherigen Stolpersteine – von erzwungenem Technologietransfer, über die Subventionierung chinesischer (Staats-)Unternehmen bis hin zu Sanktionierungsmechanismen beim Verstoß gegen die getroffenen Abmachungen – beseitigt. Denn Donald Trump hält die US-Wirtschaft für stark

genug um «seinen Krieg» zu gewinnen. Wer darauf setzte, dass er beim Versprechen der Chinesen mehr Sojabohnen und Boeings zu kaufen schnell einknickt, wurde bisher enttäuscht. Angesichts der bevorstehenden US-Wahlen 2020 nimmt selbst von demokratischer Seite her der Druck zu, weiter Härte gegen China zu zeigen. Im Reich der Mitte hat der Konsens in den letzten Wochen ebenfalls gedreht. Den Anschein, dass man sich von den USA in die Ecke drängen lässt, möchte man tunlichst vermeiden. Immer offensichtlicher wird zudem, dass es um mehr als (nur) einen Handelskrieg geht und es eine Illusion wäre, in absehbarer Zeit eine «Lösung» zu erwarten.

4 China holt auf

Vormachtstellung der USA in Bedrängnis

Wirtschaftsleistung Chinas im Verhältnis zu den USA



Quelle: Bloomberg, IWF, Raiffeisen Schweiz CIO Office

China hat in den letzten Jahrzehnten wirtschaftlich und militärisch stark aufgeholt und stellt die geopolitische und wirtschaftliche Vorherrschaft der USA ► **Darstellung 4** in Frage. Der chinesische Staat hat das Ziel ausgegeben in Bereichen wie künstlicher Intelligenz, Telekommunikation und Biotechnologie in wenigen Jahren weltweit führend zu sein und versucht zudem den Einfluss im pazifischen Raum stetig auszubauen. Die USA wollen dieser Entwicklung nun ernsthaft einen Riegel vorschieben. Unabhängig von den eher kurzfristigen handelspolitischen Fragen dürfte dieses Thema das kommende Jahrzehnt stark prägen.

Obligationen

Der Handelsstreit, eine schwache Konjunktur, sinkende Inflationserwartungen und vorsichtige Notenbanken – der aktuelle Mix ist für purzelnde Anleiherenditen wie gemacht. Die von vielen herbeigesehnte Zinswende dürfte noch länger auf sich warten lassen.



WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

Tauben und Falken

Neben den bekannteren Bullen und Bären, welche steigende oder fallende Aktienkurse symbolisieren, gibt es im zoologischen Garten der finanzwirtschaftlichen (Bild-)Sprache auch Tauben und Falken. Diese Vogelarten stehen jeweils für eine bestimmte Ausrichtung der Geldpolitik beziehungsweise für die geldpolitische Haltung einzelner Notenbanker. Dabei sind es die Tauben, welche eine lockere Geldpolitik mit tiefen Zinsen bevorzugen. Sie nehmen das Risiko einer höheren Inflation zu Gunsten der Stimulierung der Wirtschaft in Kauf. Auf der anderen Seite des Spektrums stehen die Falken, welche der Preisstabilität mehr Bedeutung schenken und die lieber heute als morgen den geldpolitischen Ausnahmezustand, sprich Null- und Negativzinsen, beenden würden.

Der Handelsstreit zwischen den Vereinigten Staaten und China hinterlässt auch an den Obligationenmärkten seine Spuren: Die Zinsen sind seit Wochen weltweit im Sinkflug. In den USA fielen die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen seit Herbst, als Donald Trump gegenüber China die zweite Eskalationsstufe zündete, um mehr als einen Prozentpunkt auf unter 2.2 %. Die Flucht in die Sicherheit liess aber auch die Renditen von deutschen Langfristanleihen merklich purzeln – zuletzt rentierten diese gar tiefer als japanische Staatspapiere. Und selbst Schweizer Eidgenossen nähern sich jüngst wieder den absoluten Tiefstständen aus dem Sommer 2016 ► **Darstellung 5**.

Das Rezept für die tiefe Renditelandschaft besteht aber noch aus weiteren Zutaten. So haben sich die Konjunkturvorlaufindikatoren in den vergangenen Monaten weiter abgeschwächt. Der globale Einkaufsmanagerindex beispielsweise, ein wichtiges Stimmungsbarometer für die Weltwirtschaft, notiert nur noch knapp im expansiven Bereich. Darüber hinaus sind auch die Erwartungen der Marktteilnehmer in Bezug auf die Teuerung weiter zurückgegangen. Die Notenbanken sehen sich dabei angesichts immer engerer Arbeitsmärkte und zunehmend spürbarem Lohndruck immer mehr mit einem Rätsel konfrontiert. Nicht umsonst ist die US-Notenbank hinter den Kulissen derzeit daran, ihre geldpolitische Strategie in Bezug auf das Inflationsziel zu überprüfen. Vorerst betrachten die Fed-Mitglieder die tiefe

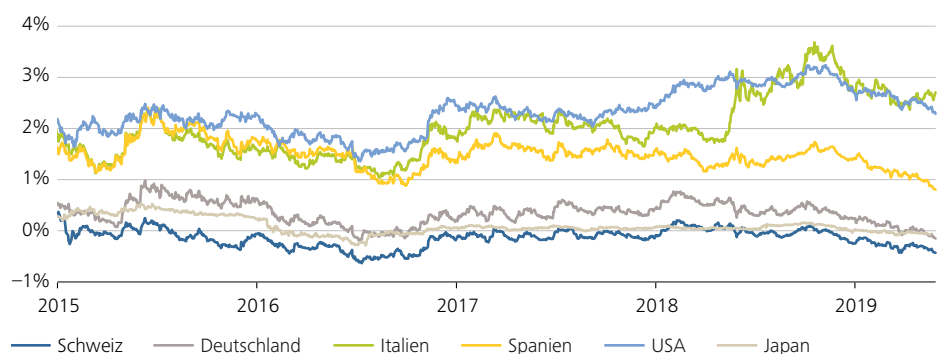
Teuerung aber noch als «vorübergehend». Weitere Zinserhöhungen sind damit eigentlich nicht vom Tisch. Dennoch: In der Summe haben die **Tauben** innerhalb der Fed momentan die Oberhand und die **Falken** sehen sich zunehmend in die Ecke gedrängt. Das gleiche gilt für die meisten anderen Notenbanken rund um den Globus. Zuletzt war es die Notenbank Australiens, welche mit Blick auf die schwache Teuerung das Handtuch warf und bis Jahresende nun noch mehrere Zinssenkungen vornehmen dürfte.

Auch in den USA erwartet der Finanzmarkt – zumindest gemessen an den Terminmarktpreisen – in den nächsten zwölf Monaten weitere Zinssenkungen. Doch die Märkte sind nur äusserst selten eine Einbahnstrasse. Und so scheint unserer Meinung nach mittlerweile doch ein gehöriges Mass an Pessimismus in Bezug auf die künftige Zinsentwicklung eingepreist. Eine Gegenbewegung, wenn auch nur temporär, wäre in nächster Zeit somit nicht verwunderlich. Auch wenn nicht auszuschliessen ist, dass eine weitere Stufe der Zoll-Spirale die Renditen vorher kurzzeitig auf noch tiefere Niveaus drückt. Und selbst wenn ein kurzfristiger Boden nahe scheint – das längerfristige Fazit ist ernüchternd: Die Treiber, welche für die aktuell so tiefen Zinsen sorgen, werden uns noch längere Zeit erhalten bleiben. Insofern ist ein langfristiges Pendeln der Renditen in einer breiten Handelsspanne viel wahrscheinlicher als die von vielen herbeigesehnte Zins-Trendwende.

5 Die Zinswende lässt auf sich warten

Obligationenrenditen dürften weiter tief bleiben

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Aktien

Schweizer Aktien gehören in diesem Jahr zu den Gewinnern. Stark zugelegt haben aber vor allem die grosskapitalisierten Werte – die Kleinen hinken dem Markt seit einem Jahr deutlich hinterher.



WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

Blue Chips

«Blue Chip» ist eine ursprünglich US-amerikanische, heute weltweit gebräuchliche Bezeichnung für Unternehmen mit einer besonders hohen Börsenkapitalisierung. Die Bezeichnung Blue Chip ist auf die Verbreitung von blauen Jetons (oder «Chips») bei Pokerspielen in Casinos zurückzuführen, wo diese stets den höchsten Wert hatten. Als eines der ersten Casinos, welches Blau als Farbe für die höchsten Chips etablierte, gilt das Casino in Monte Carlo. In der Schweiz werden die zwanzig im Swiss Market Index (SMI) zusammengefassten Titel typischerweise als Blue Chips bezeichnet.

Schweizer Aktien gehören bislang zu den Gewinnern. Der Swiss Performance Index (SPI), welcher sämtliche 215 an der Schweizer Börse kotierten Werte umfasst, liegt seit Jahresbeginn mit über 15 % im Plus. Unter der Oberfläche des breitgefassten Index zeigt sich aber ein sehr divergierendes Bild. Seit einem Jahr sind es vor allem die grosskapitalisierten und im Swiss Market Index (SMI) zusammengefassten **Blue Chips**, welche sich positiv entwickelten. Die mittelgrossen Aktien stagnierten während der gleichen Zeitperiode und die kleinkapitalisierten Werte hinken dem Markt mit einer negativen Performance im zweistelligen Bereich deutlich hinterher ► **Darstellung 6**.

6 Die Grossen schlagen die Kleinen

Die Schere geht weiter auf

Entwicklung der kleinen, mittleren und grossen Schweizer Aktien seit 1. Juni 2018



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Wir sehen diverse Gründe für diese Entwicklung: Die globale Konjunkturentwicklung hat im ersten Halbjahr 2018 den vorläufigen Zenit erreicht. Angefeuert durch die Steuersenkungen in den USA und solides Wachstum in Europa konnte auch die Schweizer Wirtschaft stark zulegen. Die Dynamik erhielt aber in der zweiten Jahreshälfte erste Risse, welche unter anderem durch die restriktivere Geldpolitik sowie den schwelenden Handelskonflikt

ausgelöst wurden. Hinzu kamen negative Industrietrends: So brach beispielsweise die deutsche Automobilindustrie – aufgrund neuer Abgasvorschriften sowie Nachwehen des Diesel-Skandals – deutlich ein. All diese Faktoren führten zu einer eindrucksvollen Rotation von den Small und Mid Caps in die Blue Chips. Genau genommen handelte es sich um eine Umschichtung von zyklischen in defensive Werte. Profitieren konnten dabei unter anderem die drei «schwersten» Schweizer Aktien Nestlé, Novartis und Roche, welche zusammen fast 40 % des Gesamtindex ausmachen. Im Segment der kleineren und mittleren Gesellschaften befinden sich zudem verschiedene Automobilzulieferer wie beispielsweise Auto-Neum, Komax oder Georg Fischer, welche von Bestellungsrückgängen betroffen waren. Auch die kleineren (und meist unprofitablen) Biotechnologiefirmen büsstens teilweise massiv an Wert ein. Aufgrund der tieferen Liquidität und entsprechend geringerem Handelsvolumen wurde der Abwärtstrend bei den kleineren Aktien zusätzlich verstärkt.

Die Frage stellt sich natürlich, ob diese Entwicklung weitergehen wird. Aufgrund unseres nach wie vor eher durchgezogenen Konjunkturausblicks sowie der latenten (geo-)politischen Risiken – wie einer weiteren Eskalation im Handelskonflikt – dürften die defensiven und bilanzstarken Blue Chips weiterhin gesucht bleiben und im Fokus der Investoren stehen. Auf der anderen Seite eröffnen sich bei kleineren und zyklischeren Titeln aus Bewertungsgründen zunehmend attraktive Einstiegsmöglichkeiten. Sobald sich die konjunkturelle Situation stabilisiert, werden die Small Caps zu einer Aufholjagd ansetzen. In der langen Frist konnten die Kleinen die Grossen nämlich performancemässig deutlich schlagen.



Alternative Anlagen

Der Goldpreis dürfte mittelfristig von anhaltend tiefen Realzinsen und einem tendenziell schwächeren US-Dollar profitieren. Silber ist im historischen Vergleich mit Gold relativ günstig und hat noch grösseres Potential.

Nach einem Anstieg von mehr als 15 % seit Sommer letzten Jahres hat der Preis für die Feinunze Gold im Februar kurz vor der wichtigen charttechnischen Hürde bei 1'360 US-Dollar wieder gegen Süden gedreht. Der Kursrück-

gang seitdem ist aber eher als «normale» Konsolidierung im Aufwärtstrend und nicht als Kehrtwende zu betrachten. Ursache für die jüngste Schwächephase ist insbesondere der in den letzten Wochen recht starke US-Dollar. Vom eskalierenden Handelsstreit konnte das gelbe Metall bisher hingegen nicht nachhaltig profitieren, ebenso wenig von den auf tiefen Niveaus verharrenden Realzinsen. Letztere lassen Goldanlagen eigentlich attraktiv erscheinen und dürften bis auf weiteres tief bleiben. Die US-Währung sehen wir hingegen in der Endphase ihres Aufschwungs. Die positiven Perspektiven für das Gold dürften auch auf den stärker von der Weltkonjunktur abhängigen Silberpreis abstrahlen. Das weisse Metall hat sich zuletzt deutlich schwächer entwickelt, inzwischen ist es im Vergleich zum Gold jedoch historisch sehr günstig ► **Darstellung 7**. Die schlechten Nachrichten dürften mittlerweile weitgehend eingepreist sein. Daher sehen wir bei Silber mittelfristig ein noch grösseres Aufwärtspotential.

7 Nahezu historisch günstig

Silber hat mittelfristig mehr Aufwärtspotential

Verhältnis von Goldpreis zu Silberpreis



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



SCHON GEWUSST?

China ist einer der grössten Besitzer von US-Staatsanleihen (Treasuries). Ende März 2019 belief sich der Bestand auf sage und schreibe 1.12 Billionen US-Dollar. Damit befinden sich fast 5 % der ausstehenden «Treasuries» in den Händen der chinesischen Notenbank. Diese enorme Summe hat sich aufgrund des Handelsüberschusses über die Zeit angehäuft. Im Zusammenhang mit dem Handelskonflikt gibt es nun Befürchtungen, dass die Regierung die US-Staatsanleihen als Druckmittel einsetzen könnte. Würde China die «Treasuries» im grossen Stil verkaufen, dürfte dies die Zinsen in den USA in die Höhe schnellen lassen. Auffallend war, dass die chinesische Notenbank im März US-Staatsanleihen im Gegenwert von 20.5 Milliarden veräusserte. Da diese Transaktionen aber noch vor der jüngsten Eskalation stattfanden, dürfte etwas anderes dahinter stecken. Vielmehr geht es um eine breitere Diversifikation der Währungsreserven. Unter anderem taucht die chinesische Notenbank regelmässig als grosse Käuferin von Gold auf. Auch dies ist ein interessantes Signal für Anleger.



Währungen

Der Handelskonflikt hat auch Auswirkungen auf die Währungen. Der chinesische Renminbi hat sich seit Trumps Tweet vom 5. Mai gegenüber dem US-Dollar um fast 3 % abgewertet. Zufall, oder steckt mehr dahinter?

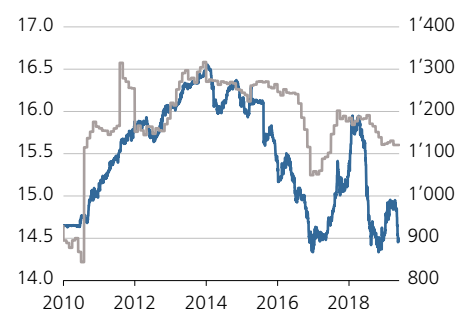
Die Ankündigung höherer Zölle hat zu einer deutlichen Abwertung der chinesischen Valuta geführt ► **Darstellung 8**. Die Bewegung liesse sich einfach damit erklären, dass die Anleger aufgrund der jüngsten Eskalation mit einer Wachstumsverlangsamung der Wirtschaft und entsprechenden geldpolitischen Lockerungen rechnen. Doch es steckt mehr dahinter: Für China ist eine Abwertung der heimischen Währung ein probates Mittel um die Auswirkungen der höheren Zölle auf die Exportgüterpreise zu dämpfen und damit die Wettbewerbsfähigkeit im Aussenhandel aufrecht zu erhalten. Im Falle einer weiteren Eskalation könnte China also ganz gezielt auf eine Abwertung des Renminbi setzen. Aus dem Handelskrieg würde so zusätzlich ein Währungskrieg. Klar ist jedenfalls, dass die chinesische Regierung momentan keine grösseren Anstrengungen unternimmt, um die Abwertung mit gezielten Massnahmen zu stoppen. Vor diesem Hintergrund bleibt der

Renminbi aus Anlegersicht unberechenbar und damit aktuell uninteressant.

8 Der chinesische Renminbi im Sturzflug

Die Tiefststände werden getestet

Offshore Renminbi/US-Dollar



— Renminbi/US-Dollar* (LS)
— US-Staatsanleihen im Besitz Chinas (RS)

*multipliziert mit 100

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Millennials: Mit grosser Zukunft



DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

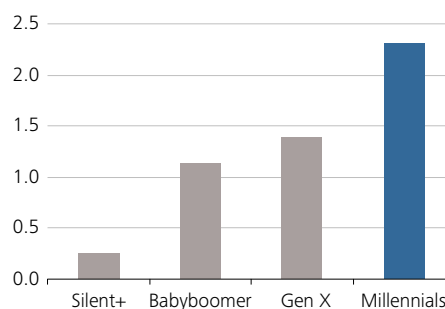
Die Generation Millennials, also jene Menschen die zwischen 1980 und 1999 geboren wurden, ist auf dem Weg zur bestimmenden Altersgruppe in unserer Gesellschaft zu werden. Damit wächst in den nächsten Jahren ihre Relevanz als wichtigste Konsumentengruppe. Insgesamt unterscheiden sich die Millennials in ihren Lebens- und Konsumgewohnheiten von vorherigen Generationen. Besitz und Erwerb von Gütern spielen beispielsweise eine geringere Rolle. Stattdessen gewinnt die «Sharing Economy» an Bedeutung. Als «Digital Natives» spielt für die Millennials das Internet sowohl bei Tausch- als auch bei Kaufprozessen eine entscheidende Rolle. Unternehmen, welche ihr Produkt- und Dienstleistungsangebot an diese Gewohnheiten adaptieren, sollten von den Millennials besonders profitieren.

Millennials sind im Begriff zur vorherrschenden Altersgruppe zu werden. Grund genug also, sich auch aus Anlegersicht mit dieser Generation zu befassen. Als Millennials bezeichnet man jene Menschen, welche zwischen 1980 und 1999 und somit kurz vor der Jahrtausendwende geboren wurden. Oft wird auch die Bezeichnung «Generation Y» verwendet. Dabei wird das «Y» wie das englische «why» ausgesprochen, was die hinterfragende Grundhaltung dieser Generation zum Ausdruck bringt. Im Gegensatz dazu bezeichnet man die Vorgänger-Generation als «Generation X», während später Geborene oft unter dem Begriff «Generation Z» zusammengefasst werden.

9 Wachsende Bedeutung

Millennials sind die grösste Altersschicht

Anzahl Menschen, in Milliarden



Quelle: GS Asset Management,
Raiffeisen Investment Advisory

Der hohe Stellenwert, welche den Millennials in der Gesellschaft zufällt, wird alleine schon durch deren Anzahl illustriert ► **Darstellung 9**. Zwar bilden die «Babyboomer» und die «Generation X» nach wie vor die tonangebenden Altersgruppen. Doch auch die letzten «Babyboomer» wurden bereits Mitte der 1960er Jahre geboren und so dürfte sich diese Generation in 10 bis 20 Jahren aus dem Erwerbsleben zurückgezogen haben. Die Millennials werden dann endgültig zur bestimmenden Altersschicht. Und ihre Bedeutung als Konsumentengruppe wird weiter steigen. Eine Entwicklung, die durch die anhaltenden demografischen Veränderungen sowie den fortschreitenden Eintritt der Millennials ins Erwerbsleben vorangetrieben wird.

Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass die Millennials jene Generation mit dem höchsten aggregierten Erwerbseinkommen darstellen.

Obwohl die Millennials rund um den Erdball viele Gemeinsamkeiten aufweisen, kann nicht per se von einer homogenen Gruppe gesprochen werden. Beim wirtschaftlichen Entwicklungsstand sowie den Konsummöglichkeiten gibt es zwischen den Industrie- und Schwellenländern beispielsweise grössere Unterschiede.

Gerade in den Industriestaaten unterscheiden sich die Millennials in ihren Lebensvorstellungen meist deutlich von den «Babyboomern», was nicht zuletzt auf eine gewisse Sättigungstendenz zurückzuführen ist. So verfügen sie zwar über eine höhere Kaufkraft als ihre Altersgenossen in den Schwellenländern, der Glaube an eine bessere Zukunft fällt angesichts des bereits erreichten Lebensstandards allerdings deutlich weniger optimistisch aus. Dies dürfte mit ein Grund sein warum bei den Millennials der Industriestaaten eine steile Berufskarriere oft nicht mehr im Fokus steht. Vielmehr nehmen die Freizeit und deren Gestaltung einen zentralen Stellenwert ein. Entsprechend sind für (bereits) berufstätige Millennials flexible Arbeitszeitmodelle und Kinderbetreuungs- oder Freizeitangebote wichtige Kriterien bei der Wahl des Arbeitgebers.

Ebenfalls typisch für die Millennials der Industriestaaten ist der im Vergleich zu den Vorgängergenerationen markant tiefere Stellenwert von finanzieller Sicherheit und materiellem Besitztum. Die Millennials, so scheint es, leben eher im sicheren Heute als im unsicheren Morgen. Die Gründe hierfür dürften einerseits im politökonomischen Umfeld zu suchen sein, in dem Millennials aufgewachsen sind. Andererseits verfügen Millennials in den Industriestaaten (inflationbereinigt) oft über weniger Geld als ihre Eltern und Grosseltern im gleichen Alter besaßen. Insofern ist die unter den Millennials verbreitete Neigung zur temporären Nutzung anstelle des permanenten Besitzes teilweise auch Ausdruck eines eingegengten finanziellen Spielraums.



WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

Sharing Economy

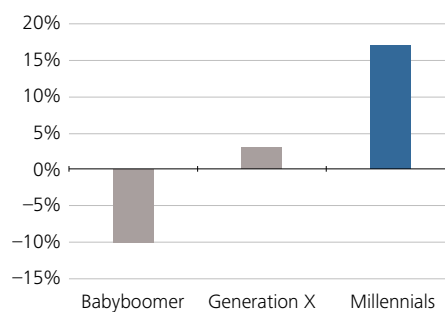
Für die «Generation Y» hat das Anhäufen von Besitztümern an Bedeutung verloren. Heutzutage werden Güter – von Kleidern und Musikinstrumenten bis hin zu Autos und Wohnungen – immer selbstverständlicher mit anderen geteilt. Den Ursprung hat diese «Sharing Economy» in der Landwirtschaft, wo sich verschiedene Betriebe organisieren um teure Maschinen zu kaufen, welche sie nicht alleine finanzieren können. Dank den Gewohnheiten der Millennials und aufgrund der zunehmenden Digitalisierung ist die Sharing Economy eines der am stärksten wachsenden Segmente der Wirtschaft. Entsprechend verspricht es für Unternehmen mit innovativen Geschäftsmodellen viel Potential.

Daraus resultiert eine wachsende Bedeutung einer **«Sharing Economy»**, welche zu einem schnellen Wachstum von Plattformen zur geteilten Nutzung von Unterkünften, Werkzeugen, Parkplätzen oder Fahrzeugen führt. Diese dürfte die traditionellen auf Erwerb und Besitz beruhenden Geschäftsmodelle je länger, desto mehr verdrängen.

10 Kaufkraft der Generation Y...

...nimmt stetig zu

Veränderung der Total-Ausgaben über die nächsten 5 Jahren



GS Asset Management, PwC,
Raiffeisen Investment Advisory

Zudem trifft die Tendenz hin zum Leihen und Verleihen auf eine ausgeprägte Online-Affinität. Denn als «Digital Natives» sind die Millennials mit den neuen Medien gross geworden und nutzen diese entsprechend ganz selbstverständlich für die unterschiedlichsten Tätigkeiten. Global betrachtet verbringt die Generation laut einer Studie rund 3.2 Stunden pro Tag online, hauptsächlich mit mobilen Geräten wie Smartphones oder Tablets. Hochgerechnet auf die Woche wird also rund ein kompletter Tag vor und mit digitalen Geräten verbracht. So werden etwa traditionelle Medien wie TV, Radio oder Print nach und nach durch soziale Netzwerke und soziale Medien abgelöst. Auch in puncto Einkaufen nutzen die Millennials gern die Vorteile der digitalen Welt: So betreiben vier von fünf Millennials

regelmäßig Online-Shopping und schätzen die «unlimitierten Ladenöffnungszeiten». Dies alles widerspiegelt sich auch im Unternehmenssektor und erklärt den rasanten Aufstieg von Firmen wie Amazon, Airbnb, Uber oder Netflix – um nur einige prominente Beispiele zu nennen.

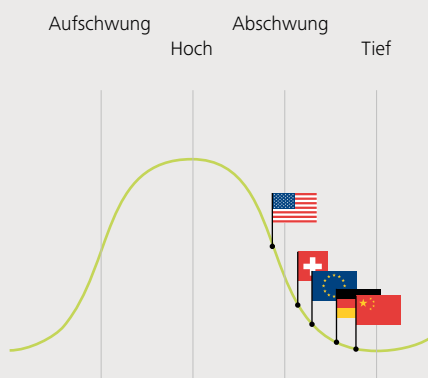
Aus Anlegersicht verfügen folglich diejenigen Unternehmen über eine vielversprechende Perspektive, welche sich mit ihrem Angebot konkret auf die Millennials ausrichten. Das Ausgabenwachstum wird zukünftig nämlich massgebend von ihnen getrieben werden

► **Darstellung 10.** Natürlich müssen dabei die entsprechenden Lebensumstände sowie das spezifische Konsumverhalten der Generation im Fokus stehen. Wichtig ist aber auch, dass nicht nur auf das Heute sondern auch auf die weitere Entwicklung in den nächsten Jahren abgestützt wird. Denn mit dem Älterwerden der Angehörigen der «Generation Y» verändern sich auch deren Bedürfnisse und ihr Ausgabenverhalten. Eine langfristige Anlagelösung, welche von den Millennials und deren weiter wachsender Bedeutung profitiert, darf somit nicht ein statisches Konstrukt sein, sondern hat sich im gleichen Mass an sich ändernde Gegebenheiten anzupassen. Nur so kann sichergestellt werden, dass Anleger von der zunehmenden Bedeutung der «Generation Y» nachhaltig profitieren können.

Ein Blick nach vorne

Die Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt für das erste Quartal fielen überwiegend solide aus. Eine nachhaltige Stabilisierung der globalen Wachstumsperspektiven steht bisher aber noch aus. Die Geldpolitik dürfte bis auf weiteres locker bleiben.

KONJUNKTUR



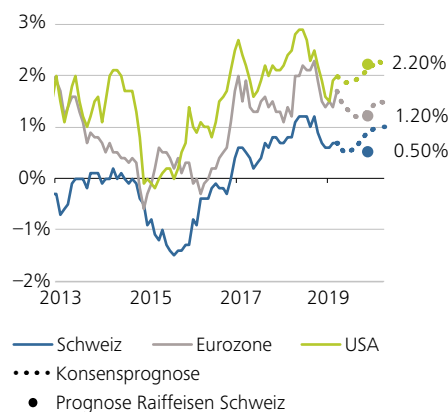
- Das **Schweizer** Bruttoinlandsprodukt legte in den ersten drei Monaten des Jahres gemäss einer ersten Schätzung überraschend deutlich um 0.6% zu. Das Wachstum war dabei breit abgestützt. Im weiteren Jahresverlauf dürfte das Tempo aber abnehmen. Wir rechnen 2019 mit einer Wachstumsrate von 1.2%.
- Unter den grossen Wirtschaftsräumen entwickelt sich die **Eurozone** nach wie vor am schwächsten. Der erneut schwache Ifo-Indikator zeigt, dass in der deutschen Industrie noch kein Boden gefunden wurde. Eine Stabilisierung der Wachstumsperspektiven, welche wir unter anderem aufgrund chinesischer Stimulierungsmassnahmen erwarten, verschiebt sich in die zweite Jahreshälfte. Auf Jahressicht gehen wir von einem Wachstum von 1.1% aus.
- Die **US**-Wirtschaft wuchs im ersten Quartal mit einer überraschend hohen Rate von annualisiert 3.1%. Einen grossen Anteil an den guten Zahlen hatten jedoch die typischerweise volatilen BIP-Komponenten (Aussenhandel und Lagerbestände). Die Eskalation des Handelsstreits dürfte auch das US-Wachstum negativ beeinflussen. Unsere Wachstumsprognose für 2019 steht bei 2.2%.

INFLATION

Sondereffekte verzerren das Bild

Teuerung dürfte in Europa tief bleiben

Inflation und Prognosen



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

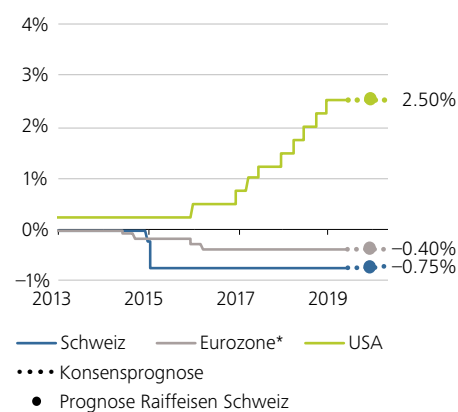
- Die Inflation verharrte in der **Schweiz** im April unverändert bei 0.7%. Wir gehen davon aus, dass die Teuerung 2019 hierzulande in einem engen Korridor seitwärts tendiert. Impulse für grössere Preissteigerungen fehlen. Unsere Teuerungserwartung liegt aktuell bei 0.5%.
- In der **Eurozone** waren die Inflationsdaten zuletzt durch Sondereffekte zu Ostern nach oben verzerrt. Auch im Euroraum rechnen wir jedoch nicht mit einer nachhaltigen Aufwärtstendenz. Der deutlich gestiegene Rohölpreis dürfte sich – sollte er das aktuelle Niveau halten – erst im vierten Quartal positiv bemerkbar machen. Wir prognostizieren für den Euroraum eine Inflationsrate von 1.2%.
- Zunehmender Teuerungsdruck ist am ehesten in den **USA** zu erwarten. Dort steigen die Löhne momentan mit einer Rate von über 3%. Derweil waren bei diversen Basiskonsumgütern zuletzt Preiserhöhungen zu beobachten. Für dieses Jahr rechnen wir mit einer Inflationsrate von 2.2%.

GELDPOLITIK

«Low for longer»

Leitzinsen dürften 2019 unverändert bleiben

Leitzinsen und Prognosen



*Einlagenzinssatz

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** bleibt sich treu: Sie erachtet den Schweizer Franken nach wie vor als überwertet und hat zuletzt gar erstmals die (theoretische) Möglichkeit noch höherer Negativzinsen ins Spiel gebracht. So lange die Europäische Zentralbank (EZB) nicht aus dem Krisenmodus findet, dürfte sich an der expansiven Geldpolitik der SNB allerdings nichts ändern.
- Innerhalb der **EZB** haben die Diskussionen über die weiteren geldpolitischen Optionen jüngst zugenommen. Weitere Geldspritzen für den Bankensektor sind bereits ausgemachte Sache. Inzwischen wird aber auch über eine Staffelung der Negativzinsen nachgedacht. Dies könnte mittelfristig den Weg für weitere Zinssenkungen ebnen.
- Die **US-Notenbank Fed** ist hinter den Kulissen ebenfalls daran ihr Rahmenwerk der Geldpolitik mit Blick auf das Inflationsziel zu «optimieren». Auf diese Weise könnte sie tendenziell noch lockerere monetäre Verhältnisse schaffen, wofür aus unserer Sicht eigentlich keine Notwendigkeit besteht. Konkrete Neuigkeiten wird es zu diesem Thema frühestens im Herbst geben. Weitere Zinserhöhungen sind bis 2020 jedenfalls vom Tisch.

Herausgeber

Raiffeisen Schweiz CIO Office
Raiffeisenplatz
9001 St. Gallen
ciooffice@raiffeisen.ch

Internet

www.raiffeisen.ch/anlegen

Beratung

Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater oder Ihre lokale Raiffeisenbank:
www.raiffeisen.ch/web/ihre+bank+vor+ort

Weitere Publikationen

Hier können Sie die vorliegenden und auch weitere Publikationen von Raiffeisen abonnieren: www.raiffeisen.ch/rch/de/privatkunden/anlegen/maerkte-meinungen/publikationen-research-makro.html

Hinweis

Kein Angebot

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind in den jeweiligen rechtsverbindlichen Verkaufsdokumenten (z.B. Prospekt, Fondsvertrag) enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in dem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist. Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsdokumente studiert wurden. Entscheide, die aufgrund der vorliegenden Unterlagen getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers. Weiter verweisen wir auf die Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel». Bei der aufgeführten Performance handelt es sich um historische Daten, aufgrund derer nicht auf die laufende oder zukünftige Wertentwicklung geschlossen werden kann. Für die Berechnung der Performancedaten wurden die bei der Ausgabe und gegebenenfalls bei der Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten nicht berücksichtigt.

Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen. Raiffeisen Schweiz haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation und deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken. Es ist Sache des Kunden, sich über allfällige Steuerfolgen zu informieren. Je nach Wohnsitzstaat können sich unterschiedliche Steuerfolgen ergeben. In Bezug auf allfällige, sich durch den Kauf der Titel ergebende Steuerfolgen lehnen Raiffeisen Schweiz und die Raiffeisenbanken jegliche Haftung ab.

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Die Publikation wurde von Raiffeisen Schweiz erstellt und ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.

IMPRESSUM



UNSERE AUTOREN



Matthias Geissbühler, CFA, CMT

CIO Raiffeisen Schweiz
matthias.geissbuehler@raiffeisen.ch

Matthias Geissbühler ist Chief Investment Officer von Raiffeisen Schweiz und Ihr Spezialist für alle Fragen rund um das Thema Anlegen. Zusammen mit seinem Team analysiert er kontinuierlich die weltweiten Geschehnisse an den Finanzmärkten, entwickelt die Anlagestrategie der Bank und gibt Empfehlungen für Sie als Anleger.



Oliver Hackel, CFA

Leiter Makro & Investment Strategy
oliver.hackel@raiffeisen.ch

Oliver Hackel ist Leiter Makro & Investment Strategy bei Raiffeisen Schweiz. Er analysiert täglich das makroökonomische Umfeld, die Entwicklungen an den Finanzmärkten und die Implikationen für Sie als Anleger. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse fliessen in die Marktmeinung der Bank ein.