

JULI 2019

# Anlageguide



## Halbzeit-Bilanz

Starke erste Hälfte

**RAIFFEISEN**

# Unsere Sicht auf die Märkte



## IN DIESER AUSGABE ZU LESEN

- S.3** Fokusthema: Halbzeit-Bilanz – Starke erste Hälfte
- S.5** Unsere Einschätzungen:
  - Obligationen
  - Aktien
  - Alternative Anlagen
  - Währungen
- S.8** Unsere Prognosen:
  - Konjunktur
  - Inflation
  - Geldpolitik

**Waffenstillstand 2.0:** Beim G20-Gipfel in Japan haben sich US-Präsident Trump und Chinas Präsident Xi auf einen (erneuten) Waffenstillstand im Handelskrieg geeinigt. Über die Details des «Deals» ist wenig bekannt. China soll aber beabsichtigen zukünftig wieder mehr US-Agrargüter zu kaufen, im Gegenzug dürfen US-Firmen vereinzelt neue Geschäfte mit dem chinesischen Technologieriesen Huawei machen. Die bisher verhängten Zölle und Gegenzölle bleiben bis auf weiteres aber in Kraft.

### Bremsspuren, aber keine Vollbremsung:

Der Handelsstreit zwischen den beiden grössten Volkswirtschaften der Welt hinterlässt auch ohne weitere Eskalation bereits seine Spuren – das Wachstum hat sich rund um den Globus merklich abgeschwächt. Störfeuer seitens Donald Trump sind auch zukünftig zu erwarten, insbesondere dürfte nun Europa ins Visier geraten. Eine Rezession erwarten wir in den nächsten Quartalen aber dennoch nicht. Die bis zuletzt robusten Arbeitsmärkte in den Industrieländern und die Stimulierungsmassnahmen in China lassen eine sanfte Landung erwarten.

### Zinssenkungen nur eine Frage der Zeit:

Die US-Notenbank hat ihre geldpolitische Kehrtwende im Juni vollendet. Fed-Chef Powell betonte, dass die Geldpolitik so angepasst würde «wie es das Umfeld erfordert». Es ist mittlerweile Konsens, dass dies nichts anderes als eine baldige Zinssenkung bedeutet. Wir

rechnen mit einem solchen Zinsschritt an einem der kommenden zwei Meetings. Auch die Europäische Zentralbank hat vorgespurt und klar gemacht, dass ihr Werkzeugkasten noch nicht ausgeschöpft ist. Die Hürde für weitere geldpolitische Massnahmen liegt bei ihr aber höher. Ebenso wie jene für die Schweizerische Nationalbank im Hinblick auf neue Deviseninterventionen.

**Starke erste Halbzeit:** Im ersten Halbjahr lieferten nahezu sämtliche Anlageklassen positive Renditen. Dabei war der Schweizer Aktienmarkt mit einem Kursplus von mehr als 20% einer der Spitzenreiter. Der weiterhin aktive «Notenbank-Put» stellt für die zweite Jahreshälfte bei Rückschlägen eine gewisse Unterstützung dar. Auf der Oberseite dürften die Bäume allerdings nicht in den Himmel wachsen. Die Volatilität dürfte spätestens im Herbst wieder zunehmen.

**Taktische Anpassungen:** Der Handelskonflikt hat sich zumindest temporär etwas entspannt. Gleichzeitig fehlen unter den Anlegern bisher Anzeichen von Euphorie, was aus Sentiment-Sicht weitere Kurssteigerungen zulässt. Daher erhöhen wir die Aktienquote leicht auf «neutral». Der Goldpreis sollte mittelfristig von anhaltend tiefen Realzinsen und einem tendenziell schwächeren US-Dollar profitieren. Kurzfristig ist der Kurs aber etwas überhitzt, so dass wir Gewinne mitnehmen.

## 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

# Starke erste Hälfte



## DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

Praktisch alle Anlageklassen notierten im ersten Halbjahr (zum Teil deutlich) im Plus. Anlegerinnen und Anleger können sich also an einer sehr erfreulichen Performance erfreuen. Vor dem Hintergrund der Abschwächung der globalen Konjunktur sowie dem anhaltenden Handelskonflikt zwischen China und den USA mag dies erstaunen. Der Hauptgrund für die positive Marktentwicklung liegt einmal mehr bei den Notenbanken. Nachdem noch Ende 2018 von einer Zinsnormalisierung ausgegangen werden konnte, haben die Notenbanker seither eine 180-Grad-Kehrtwende vollzogen. Die Angst vor einem Liquiditätsentzug ist damit der Hoffnung auf weitere Geldspritzen gewichen. Das zweite Halbjahr steht weiter im Spannungsfeld zwischen einer globalen Wachstumsverlangsamung sowie der anhaltend expansiven Geldpolitik und dürfte durch eine erhöhte Volatilität geprägt sein.

Das erste Halbjahr 2019 ist bereits vorüber und damit ist auch ein guter Zeitpunkt für eine erste Zwischenbilanz gekommen. Anfang Jahr haben wir drei Szenarien für die Wirtschaftsentwicklung 2019 vorgestellt. In unserem Hauptszenario der «kontinuierlichen Normalisierung» sind wir von einem global schwächeren, aber immer noch positiven Wirtschaftswachstum ausgegangen und dies bei moderaten Inflationsraten. In der Tat hat sich die globale Konjunktur im Jahresverlauf merklich abgekühlt und diverse Vorlaufindikatoren deuten darauf hin, dass sich diese Tendenz im zweiten Halbjahr fortsetzen wird. Vor allem in Europa wurden die Wachstumsprognosen deutlich nach unten revidiert. Zudem hat sich der Handelskonflikt zwischen den USA und China nochmals verschärft und belastet zunehmend die Weltwirtschaft. Betrachten wir die aktuellen Konsensprognosen für 2019 zeigt sich, dass sich diese mittlerweile zwischen unserem Hauptszenario und dem vorsichtigen Szenario der «fortschreitenden Deglobalisierung» eingependelt haben ► **Darstellung 1**.

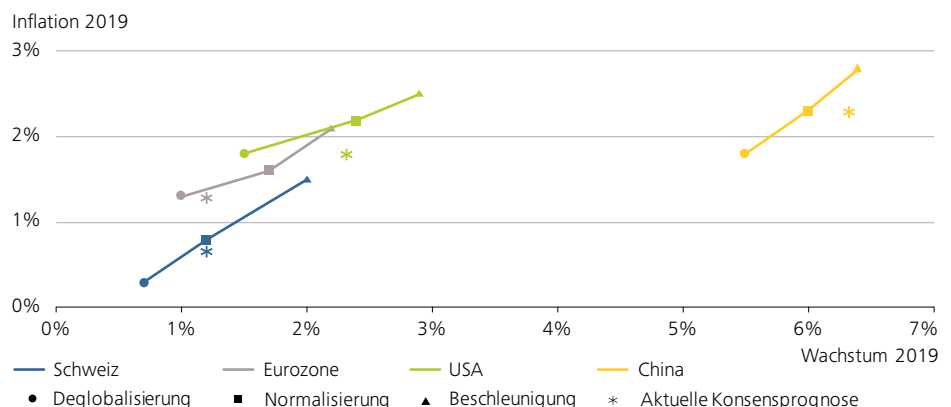
Die Kapitalmärkte haben sich in den ersten sechs Monaten überraschend stark entwickelt. Trotz schwächerer Konjunkturdaten verzeichneten (mit Ausnahme des Geldmarktes) sämtliche Anlageklassen, in Schweizer Franken gerechnet, eine positive Performance. Die Aktienmärkte notieren sogar zweistellig im

Plus – angeführt vom Schweizer Aktienmarkt mit einem Plus von 21.8%. Auch alternative Anlagen wie Rohstoffe, Gold und Immobilienfonds brachten positive Renditen. Zu guter Letzt konnten die Anleger – dank einem erneuten Zinsrückgang auf breiter Front – selbst mit Obligationen nochmals Geld verdienen. Und genau bei der Zinsentwicklung liegt die Hauptursache für diese positive Halbzeit-Bilanz. Bei den Zinsen hat nämlich entgegen den Erwartungen keine Normalisierung stattgefunden. Im Gegenteil: Nach dem Einbruch der Aktienmärkte im Dezember 2018 haben die Notenbanken in den vergangenen Monaten eine veritable 180-Grad-Kehrtwende vollzogen. US-Notenbankchef Jerome Powell, welcher im Dezember 2018 mit der Ankündigung von weiteren Zinserhöhungen die Marktstimmung abrupt kippen liess, stellt nun aufgrund der konjunkturellen und geopolitischen Unsicherheiten bereits wieder Zinssenkungen in Aussicht. Und auch die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) diskutieren öffentlich über zusätzliche geldpolitische Stimuli sowie eine weitere Verschärfung der Negativzinsen. Somit ist die Angst der Anleger vor einem Liquiditätsentzug durch die Notenbanken bereits der Hoffnung auf neue Geldspritzen gewichen. Damit dreht sich auch das geldpolitische Karussell nochmals eine Runde weiter – und die Flut hebt ja bekanntlich alle Boote ► **Darstellung 2**.

### 1 Die «Normalisierung» hat stattgefunden

Hauptszenario mit Abwärtsrisiken

Wachstum und Inflation in den drei Szenarien für 2019 von Anfang Jahr sowie aktuelle Konsensprognosen



Quelle: Raiffeisen Schweiz CIO Office



## DER CIO ERKLÄRT: WAS HEISST DAS FÜR SIE ALS ANLEGER?

Nach dem äusserst erfreulichen ersten Halbjahr stellt sich natürlich die Frage wie es nun weitergeht. Für uns ist klar, dass sich die Entwicklung der ersten sechs Monate nicht linear fortschreiben lässt. Ebenfalls klar ist, dass die Zinsen bis auf weiteres tief bleiben und allenfalls sogar noch weiter sinken werden. Vor diesem Hintergrund sollten sich Anleger an diejenigen Anlageklassen halten, welche von dieser (Zins-)Entwicklung besonders stark profitieren. Dazu gehören Gold sowie Immobilienfonds – beide Segmente erachten wir mittelfristig weiterhin als attraktiv. Auf der Aktienseite bevorzugen wir defensive Sektoren wie Gesundheit, Konsumgüter und Telekommunikation. Ein Fokus sollte zudem auf dividendenstarken Aktien liegen. Letztlich gehören auch Obligationen von qualitativ soliden Schuldern weiterhin in ein ausgewogenes Depot. Generell sind eine breite Diversifikation sowie der Fokus auf eine hohe Qualität der Einzelanlagen angezeigt.

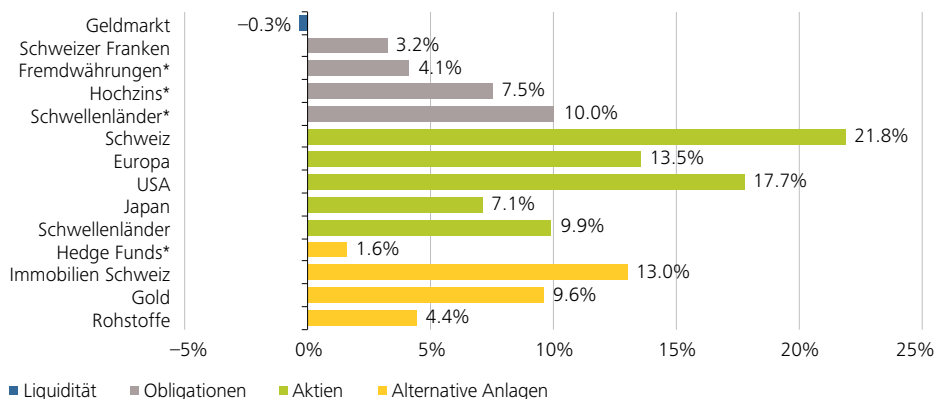


**Matthias Geissbühler**  
CIO Raiffeisen Schweiz

## 2 Starke Halbjahresbilanz

Sämtliche Anlageklassen im Plus

Performance der Anlageklassen in Schweizer Franken



\* währungsgesichert

Quellen: Bloomberg, RCH CIO Office

Die Kehrtwende der Notenbanken hat entsprechend auch zu einer Anpassung unserer Zinsprognosen geführt. Im Anlageguide vom April haben wir das Thema unter dem Titel «Nullzinsen für die Ewigkeit?» detailliert beleuchtet. In den USA rechnen wir mittlerweile sogar mit einer ersten Zinssenkung in der zweiten Jahreshälfte. Auf Seiten von EZB und SNB erwarten wir in den kommenden zwölf Monaten hingegen keine Zinsschritte – weder nach unten noch nach oben. Dafür dürften die Notenbankbilanzen weiter anwachsen: Bei der EZB aufgrund erneuter Anleihekäufe und bei der SNB wegen absehbarer Interventionen am Devisenmarkt. Wir gehen nämlich weiterhin von einer starken Heimwährung aus. Klar ist damit, dass das Tiefzinsumfeld noch lange anhalten wird und ein Japan-Szenario immer wahrscheinlicher wird. Was die weitere Konjunkturentwicklung anbelangt, halten wir hingegen an unserem «Normalisierungsszenario» fest. Sollte der Handelskrieg allerdings fortgeführt werden oder gar weiter eskalieren, bestehen nicht unbeträchtliche Abwärtsrisiken für die Wirtschaft. Jedoch gehen wir selbst in diesem Fall (noch) nicht von einer Rezession in diesem Jahr aus.

Was bedeutet dies alles nun für die weitere Entwicklung an den Finanzmärkten im zweiten Halbjahr? Aus unserer Sicht werden sich die Märkte im Spannungsfeld zwischen nachlassender Konjunkturdynamik und unterstützender Geldpolitik sehr volatil entwickeln. Obligationen

bleiben aufgrund der tiefen absoluten Zinsniveaus grundsätzlich unattraktiv. Andererseits sind die Verlustrisiken bei qualitativ guten Schuldern limitiert und zwar sowohl von der Kreditrisiko- als auch der Zinsänderungsrisikoseite her. Unter dem Strich sind wir zwar bei dieser Anlageklasse weiterhin «untergewichtet», billigen den Obligationen aber eine stabilisierende Funktion im Portfoliokontext zu. Vor allem auf der Aktienseite rechnen wir mit erhöhten Schwankungen in den kommenden Monaten und nach dem starken Kursanstieg seit Jahresanfang wird die Luft für weitere Avancen dünner. Der Grossteil der Jahresrendite dürfte somit bereits «eingefahren» sein und wer auf eine lineare Fortsetzung der bisherigen Entwicklung setzt, wird enttäuscht werden. Unterstützung gibt es aber durch die Geldpolitik, welche nun global betrachtet wieder expansiver wird. Unter dem Strich sind wir bei Aktien taktisch zwar «neutral», aber innerhalb der Länder- und Sektorallokation weiterhin leicht defensiv positioniert. Positiv beurteilen wir die Segmente Schweizer Immobilienfonds sowie Gold, welche wir unter anderem auch aufgrund der guten Diversifikationseigenschaften weiterhin als interessante Beimischung erachten. Beide Anlageklassen profitieren zudem stark von tiefen (Real-)Zinsen. Und von dieser Seite her erwarten wir – wie gesagt – in den kommenden Monaten wenig Gegenwind. Grundsätzlich sind eine breite Diversifikation sowie ein klarer Fokus auf gute Qualität der Einzelanlagen angezeigt.

# Obligationen

Mit Schwellenländeranleihen konnten Anleger im ersten Halbjahr fast zweistellige Renditen einfahren. Die «einfachen» Gewinne sind nun aber gemacht. Die Folgen des Handelskonflikts lassen zukünftig tiefere Erträge erwarten.



## WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

### Geldmarkt

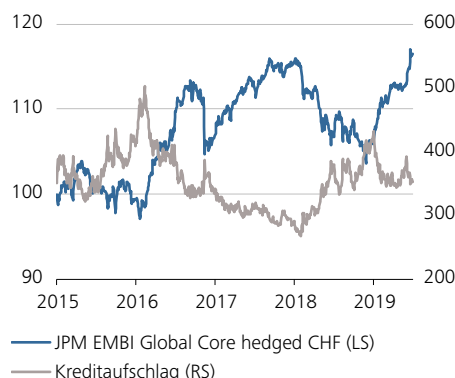
Wollen sich Unternehmen für mittel- oder langfristige Zwecke Geld beschaffen, so bleibt ihnen neben dem Anruf beim Bankberater (und einem einfachen Kredit) der Gang an den Kapitalmarkt. Dort können sie beispielsweise Aktien oder Obligationen emittieren. Besteht hingegen nur kurzfristiger Kapitalbedarf von bis zu zwölf Monaten dann wird meist auf den Geldmarkt zurückgegriffen – so zum Beispiel in Form von kurzfristigen Schuldverschreibungen sowie Call- oder Festgeldanlagen. Die Zinsen am Geldmarkt orientieren sich in der Schweiz stark am Leitzins der Schweizerischen Nationalbank und sind daher seit längerem negativ. Wer sich als Privatanleger am Schweizer Geldmarkt engagiert – etwa in Form von Geldmarktfonds – muss daher unter dem Strich aktuell eine negative Rendite in Kauf nehmen.

Nach einem enttäuschenden 2018, in dem mit kaum einer Anlageklasse Gewinne zu erzielen waren, ist die Zwischenbilanz nach dem ersten Halbjahr 2019 erfreulich. Wer sein Geld nicht am **Geldmarkt** anlegte, sollte beim Blick aufs Portfolio schwarze Zahlen sehen können. Unter den festverzinslichen Anlagen schnitten Obligationen aus den Schwellenländern dabei am besten ab. Seit Jahresanfang belaufen sich die Erträge in diesem Anlagesegment, währungsgesichert in Schweizer Franken, inzwischen auf rund 10 % **Darstellung 3**. Damit wurde bereits mehr als die übliche Jahres-Ernte (Rendite) eingefahren – in den letzten zehn Jahren betrug diese im Schnitt 7 %. Grund genug, um das Heu ins Trockene zu bringen?

Die (Wachstums-)Risiken in Anbetracht des Handelskonflikts beschränken sich nämlich nicht allein auf die USA und China. Auch die restlichen Schwellenländer werden sich diesen nicht entziehen können. Ganz im Gegenteil: Das Wachstum ist dort besonders stark vom Welthandel abhängig. Dies gilt gerade auch für die weiteren asiatischen Länder, die ähnlich wie China eng in die globalen Handels- und Produktionsketten eingebunden sind.

### 3 Lockere Geldpolitik beflügelt... ...und hält Kreditaufschläge in Schach

Schwellenländeranleihen (währungsgesichert in Schweizer Franken) und Kreditaufschlag



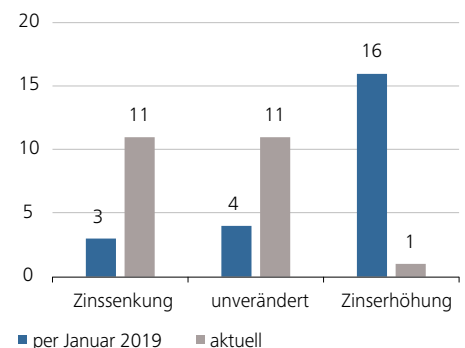
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die Wachstumsprognosen wurden zuletzt denn auch sukzessive nach unten revidiert. Zuletzt war es die Weltbank, welche die Schätzungen für die Wirtschaftsleistung in den Schwellen-

ländern für 2019 anfangs Juni von 4.3 % auf 4 % gesenkt hatte. Dass sich das verschlechternde makroökonomische Umfeld bisher so gar nicht in den Preisen von Schwellenländeranleihen widerspiegelte, ist zu einem grossen Teil – und nicht zum ersten Mal – der Geldpolitik zu verdanken. Denn die geldpolitischen Tauben sind auch in den Schwellenländern wieder auf dem Vormarsch **Darstellung 4**. Zinssenkungen gab es in jüngster Zeit beispielsweise in Indien, Malaysia und auf den Philippinen. Der Rückenwind von den fallenden Zinsen war es, welcher der Anlageklasse Obligationen seit Jahresbeginn trotz Trump-Tweets so deutliche Zuwächse bescherte.

### 4 Neue geldpolitische Lockerungsrunde... ...auch in den Schwellenländern

Konsenserwartung für die Leitzinsentwicklung in den Schwellenländern



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Dieser positive Treiber dürfte demnächst nachlassen und könnte sich zwischenzeitlich gar ins Gegenteil verkehren. Zumindest kurzfristig war der Zinsrückgang unserer Meinung nach tendenziell etwas «zu viel des Guten». Eine Korrektur, wenn auch nur technischer Natur, wäre nicht verwunderlich. Mittelfristig wären nachhaltig tiefere Anleiherenditen bei US-Staatsanleihen, welche auch für die Schwellenländer den Takt vorgeben, wohl nur im Falle einer Rezession zu erwarten. Sollte diese aber eintreten, so dürften die Kreditaufschläge von Schwellenländeranleihen ansteigen, was ebenfalls negativ auf die Performance durchschlagen würde. So oder so: Das Chance-Risiko-Verhältnis hat sich nach den ansehnlichen Kursgewinnen der letzten Wochen etwas verschlechtert.

# Aktien

**US-Aktien haben die europäische Konkurrenz in den vergangenen zehn Jahren deutlich geschlagen. Was sind die Gründe dafür – und steht demnächst eine Trendwende bevor?**



## WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

### Value und Growth

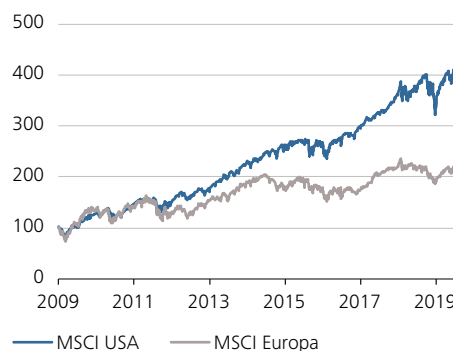
Ein tiefes Kurs-Gewinn-Verhältnis oder ein niedriger Preis-Buchwert sowie hohe Dividendenrenditen – dies sind typische Charakteristika von Value-Aktien. Solche Dividentitel mit hoher «Substanz» finden sich oft in eher zyklischen Sektoren wie Finanzen, Energie und Rohstoffe. Ihre Antipoden sind die Growth- oder Wachstumstitel. Diese Aktien zeichnen sich durch ein hohes Umsatz- und Gewinnwachstum aus. Oft handelt es sich um Unternehmen aus dem Technologie-, Luxusgüter- oder Biotechnologiesektor. Durch die Fokussierung auf eines der beiden Aktiensegmente entstehen unterschiedliche Anlagestile. Warren Buffet beispielsweise gilt als klassischer Value-Investor.

Der US-amerikanische Aktienmarkt hatte im internationalen Vergleich im letzten Jahrzehnt die Nase deutlich vorne. Vor allem gegenüber den europäischen Aktien ist die Performance-Differenz frappant. Während der MSCI USA Index in den vergangenen zehn Jahren in Schweizer Franken gerechnet insgesamt um 226% (beziehungsweise um 12.5% pro Jahr) zulegen konnte, brachte der MSCI Europa Index den Investoren mit einer annualisierten Rendite von 6% nicht einmal die Hälfte ein **► Darstellung 5**. Was sind die Gründe für diese Diskrepanz?

### 5 Europa im Schatten der USA

Grosser Performanceunterschied seit der Finanzkrise

MSCI USA vs. MSCI Europa Index



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die Ursachen für die Unterperformance gehen auf die globale Finanzkrise von 2008/2009 zurück. Während sich die Konjunktur in den USA relativ rasch erholen konnte, stellten sich die strukturellen Probleme in Europa als deutlich hartnäckiger heraus. Die unterschiedliche makroökonomische Entwicklung in den beiden Regionen manifestierte sich auch deutlich in der Gewinnentwicklung. Während die US-Gesellschaften ihre Gewinne gegenüber dem Vorkrisenniveau um 86% steigern konnten, fiel die Erholung bei den europäischen Unternehmen mit gerade einmal 3% äusserst mager aus.

Ein weiterer wichtiger Grund liegt in der unterschiedlichen Branchenzusammensetzung der beiden Aktienmärkte. In den USA dominiert mit einem Gewicht von über 21% der

Technologiesektor gefolgt vom Gesundheitssektor (14%) den Index. Die als **Growth**- oder Wachstumssektoren bezeichneten Branchen machen mit 46% fast die Hälfte des MSCI USA aus. Im Gegensatz dazu dominieren in Europa die **Value**-Sektoren Finanzen (Banken und Versicherungen), Energie und Rohstoffe. Der IT-Sektor kommt gerade einmal auf eine Gewichtung von knapp 6%. Aufgrund der anhaltenden Tiefzinsphase waren Wachstumswerte in den vergangenen zehn Jahren gegenüber den Substanzwerten deutlich überlegen. Die Zinsen sind nämlich der wesentliche Treiber für die relative Attraktivität der beiden Anlagestile **► Darstellung 6**. Aufgrund der unterschiedlichen Branchenzusammensetzung erstaunt es daher auch nicht, dass die europäischen Börsen gegenüber den USA hinterherhinken.

### 6 Fallende Zinsen beflügeln die Wachstumswerte

Growth (Wachstum) schlägt Value (Substanz)

Verhältnis Value/Growth und US-Zinsdifferenz



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die Verlockung ist aus Performance- und Bewertungsgründen deshalb gross, nun auf europäische Aktien zu setzen. Für eine Aufholjagd braucht es allerdings zwei Faktoren: Erstens eine spürbare konjunkturelle Wachstumsbeschleunigung und zweitens einen nachhaltigen Zinsanstieg. Da beides im Moment eher unwahrscheinlich ist, rechnen wir nicht damit, dass Substanzwerte eine baldige Renaissance erleben – und damit wird auch die Unterperformance von Europa gegenüber den USA noch nicht vorüber sein.





# Alternative Anlagen

Von einem schwachen US-Dollar, fallenden Zinsen und geopolitischer Unsicherheit profitiert nicht nur der Goldpreis. Die gleichen Faktoren treiben derzeit auch eine andere «Alternativwährung» an: den Bitcoin.

Totgesagte leben länger – das gilt auch für den Bitcoin. Nachdem der Preis der bekanntesten Kryptowährung zwischen Dezember 2017 und Dezember 2018 um mehr als 80% gefallen war, hatten nicht mehr nur Pessimisten von einer «wie erwartet» geplatzten Blase gesprochen –

vielmehr galt dies als Tatsache. Inzwischen muss man diese Feststellung bereits wieder überdenken. Denn der Bitcoin erlebte in den letzten Monaten eine wahre Renaissance. Seit Jahresbeginn hat sich der Preis der digitalen Münze in der Spitze in etwa vervierfacht. Ende Juni folgte dann ein Absturz um ein Viertel innerhalb von wenigen Stunden, so wie er für Bitcoin-Anhänger schon zur Gewohnheit geworden ist ► **Darstellung 7**. Was erklärt den erneuten Aufwärtstrend? Als vermeintliche Ersatzwährung profitiert der Bitcoin und andere Kryptowährungen von den gleichen Treibern wie der Goldpreis: dem schwachen US-Dollar, der erneuten Lockerung der globalen Geldpolitik und fallenden Zinsen sowie der erhöhten geopolitischen Unsicherheit. Ein weiterer Katalysator war in den vergangenen Wochen die Nachricht, dass der US-Tech-Gigant Facebook mit Libra eine eigene digitale «Weltwährung» auf Basis der Blockchain-Technologie einführen möchte. Inwieweit der Bitcoin davon langfristig profitieren kann, bleibt abzuwarten. Klar ist aber: es bleibt volatil!

## 7 Nächster Blasenzyklus in Sicht?

Bitcoin-Kurs steigt (wieder einmal) exponentiell

Bitcoin in US-Dollar



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



## WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

### Dot Plot

Die US-Notenbank entscheidet in der Regel acht Mal pro Jahr über ihre geldpolitische Ausrichtung und den massgeblichen Leitzins. An jeder zweiten Sitzung und damit einmal pro Quartal kommuniziert die Fed darüber hinaus ihre Prognosen für das Wirtschaftswachstum und die Inflation. An diesen speziellen Sitzungen wird regelmässig auch das wohl berühmteste Punktdiagramm der internationalen Geldpolitik veröffentlicht – der sogenannte «Dot Plot». In diesem Diagramm werden die Erwartungen der Fed-Mitglieder für den US-Leitzins der kommenden drei Jahre sowie die Schätzung für den langfristigen Gleichgewichtszinssatz anonymisiert dargestellt. Die Vorhersagekraft für die tatsächliche Entwicklung der Zinsen ist allerdings beschränkt. Die Historie zeigt, dass die US-Notenbanker meist nicht schlauer sind als der Rest des Marktes.



# Währungen

Die US-Notenbank hat ihre Zinssenkungsbereitschaft an der letzten Sitzung bestätigt. Die Frage lautet nicht mehr ob, sondern wann. Der Schweizer Franken ist Profiteur einer neuen globalen Lockerungsrunde.

Die Fed hat die Anhänger einer lockeren Geldpolitik an ihrer Juni-Sitzung nicht enttäuscht und selbst die ohnehin bereits hohen Erwartungen an eine baldige Zinssenkung übertrumpft. So äusserte sich US-Notenbankchef Powell nicht nur bezüglich Wachstum, Inflation und den geopolitischen Risiken spürbar verhaltener als noch im Mai. Auch haben die Notenbanker beim **Dot Plot** Änderungen mit Signalwirkung vorgenommen: 8 von 17 Sitzungsteilnehmern rechnen für das laufende Jahr mit mindestens einer Zinssenkung, wobei sieben gar mit einer Zinsbewegung von insgesamt 50 Basispunkten rechnen. Schliesslich wurde noch der langfristig erwartete Gleichgewichtszinssatz auf 2.5% – also in etwa auf das aktuelle Niveau – nach unten angepasst. Auch dies ist ein unmissverständliches Zeichen dafür, dass der Zinserhöhungszyklus in den

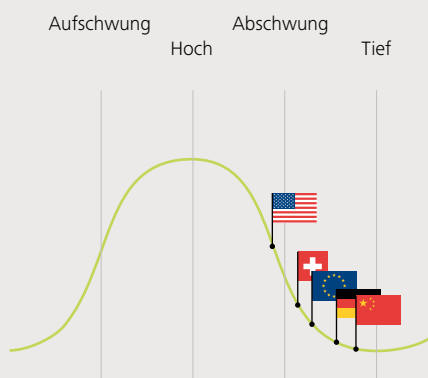
USA vorerst zu einem Ende gekommen ist. Aufgrund der klaren Ton- und Signallage rechnen die Finanzmärkte aktuell mit 100%-iger Wahrscheinlichkeit mit einer Zinssenkung im Juli. Entsprechend deutlich war in jüngster Zeit auch die Bewegung beim US-Dollar: Die vollzogene Zinskehrtwende der Fed hat den USD/CHF-Kurs Ende Juni bis auf 0.97 CHF gedrückt. Unsere 12-Monatsprognose (0.96 CHF) liegt damit bereits in greifbarer Nähe. Nach einer Abwertung von rund 5% steht demnächst erst einmal eine Konsolidierung an. Die Parität dürfte der US-Dollar so schnell aber nicht zurückerobern.

# Ein Blick nach vorne

Die US-Notenbank hat ihre Kehrtwende im Juni vollendet – Zinssenkungen sind nun nur noch eine Frage der Zeit. Rund um den Globus ist eine erneute geldpolitische Lockerungswelle zu beobachten.



## KONJUNKTUR



- Das **Schweizer** Bruttoinlandsprodukt legte in den ersten drei Monaten des Jahres 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 auch im Juni weiter fallende Ifo-Indikator zeigt, dass in der deutschen Industrie noch kein Boden gefunden wurde. In den kommenden Monaten erwarten wir, nicht zuletzt aufgrund chinesischer Stimulierungsmassnahmen, eine gewisse Stabilisierung. Auf Jahres-sicht gehen wir von einem Wachstum von 1.1 % aus.
- Die **US**-Wirtschaft wuchs im ersten Quartal mit einer überraschend hohen Rate von annualisiert 3.2 %. Einen grossen Anteil an den guten Zahlen hatten jedoch die typischerweise volatilen BIP-Komponenten (Aussenhandel und Lagerbestände). Die Folgen des Handelsstreits dürften im Jahresverlauf auch das US-Wachstum negativ beeinflussen. Unsere Wachstumsprognose für 2019 steht bei 2.2 %.

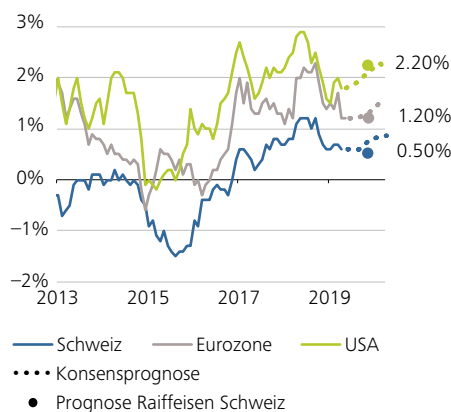


## INFLATION

### Wenig Preisdruck

Teuerung dürfte in Europa tief bleiben

Inflation und Prognosen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die Inflation fiel in der **Schweiz** im Mai leicht auf 0.6 %. 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 %.
- Auch im **Euroraum** rechnen wir nicht mit einer nachhaltigen Aufwärtstendenz bei der Teuerung. Der zuletzt wiedererstartete Rohölpreis dürfte sich – sollte er das aktuelle Niveau halten – erst im vierten Quartal 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 rund 3 %. Derweil waren bei diversen Basiskonsumgütern zuletzt Preiserhöhungen zu beobachten. Für dieses Jahr rechnen wir mit einer Inflationsrate von 2.2 %.

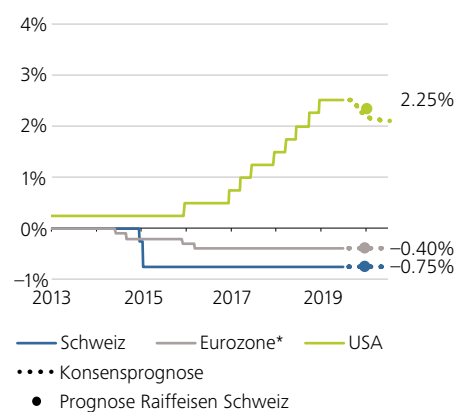


## GELDPOLITIK

### Eine Frage der Zeit

Die Fed dürfte demnächst die Zinsen senken

Leitzinsen und Prognosen



\*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die **US-Notenbank Fed** hat ihre geldpolitische Kehrtwende im Juni vollendet. Fed-Chef Powell betonte die Abwärtsrisiken und erklärte erneut, dass die Währungshüter ihre Geldpolitik so anpassen werden «wie es das Umfeld erfordert». Es ist mittlerweile Konsens, dass dies nichts anderes als eine baldige Zinssenkung bedeutet.
- Auch **EZB**-Präsident Mario Draghi hat verbal die Tür für möglicherweise grössere Lockerungsmassnahmen geöffnet. Noch tiefere Leitzinsen gehören demnach ebenso in den Werkzeugkasten der Europäischen Zentralbank wie weitere Anleihekäufe.
- Die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** kommt angesichts der neuen globalen geldpolitischen Lockerungswelle unter Druck. Dies ist nicht zuletzt am stärkeren Schweizer Franken ablesbar, der sich der runden Marke von 1.10 EUR/CHF bedrohlich annähert hat. Ob die SNB auf diesem psychologischen Level tatsächlich zu Deviseninterventionen bereit wäre, ist mit grösseren Fragezeichen verbunden. Aufgrund der aufgeblähten Notenbankbilanz könnte die Schmerzgrenze durchaus ein Stück tiefer liegen.



## IMPRESSUM

### Herausgeber

Raiffeisen Schweiz CIO Office  
Raiffeisenplatz  
9001 St. Gallen  
[ciooffice@raiffeisen.ch](mailto:ciooffice@raiffeisen.ch)

### Internet

[www.raiffeisen.ch/anlegen](http://www.raiffeisen.ch/anlegen)

### Beratung

Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater oder Ihre lokale Raiffeisenbank:  
[www.raiffeisen.ch/web/ihre+bank+vor+ort](http://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/maerkte-meinungen](http://www.raiffeisen.ch/maerkte-meinungen)

### 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.



## UNSERE AUTOREN



**Matthias Geissbühler, CFA, CMT**  
CIO Raiffeisen Schweiz  
[matthias.geissbuehler@raiffeisen.ch](mailto: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](mailto: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.