

AUGUST 2019

Anlageguide



Ende der Euphorie

Die Internet-Giganten im Visier
der Kartellbehörden

RAIFFEISEN

Unsere Sicht auf die Märkte



IN DIESER AUSGABE ZU LESEN

- S.3** Fokusthema: Ende der Euphorie – Die Internet-Giganten im Visier der Kartellbehörden
- S.5** Unsere Einschätzungen:
 - Obligationen
 - Aktien
 - Alternative Anlagen
 - Währungen
- S.8** Unsere Prognosen:
 - Konjunktur
 - Inflation
 - Geldpolitik

Franken unter Aufwertungsdruck: Die Europäische Zentralbank (EZB) hat die Marktteilnehmer an ihrer Juli-Sitzung auf weitere geldpolitische Lockerungsmassnahmen vorbereitet und dürfte den Einlagezinssatz im Herbst weiter senken. Dies drückt auf den EUR/CHF-Kurs, welcher zuletzt erstmals seit zwei Jahren kurzzeitig unter die psychologisch wichtige Marke von 1.10 CHF fiel. Das Raiffeisen Anlagekomitee erwartet mittelfristig eine anhaltende Frankenstärke und sieht den Euro in drei Monaten auf einem Niveau von 1.09 CHF beziehungsweise in zwölf Monaten bei 1.06 CHF.

Deviseninterventionen bleiben erste

Wahl: Die US-Notenbank hat ihren Worten Taten folgen lassen und Ende letzten Monats erstmals seit über zehn Jahren die Leitzinsen gesenkt. Die Finanzmärkte erwarten bis Ende 2020 noch drei weitere Zinsschritte. Wir denken aber, dass die Fed den weiteren Kurs massgeblich von der Konjunktorentwicklung abhängig machen wird. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird nur im Extremfall in den Giftschränk greifen und noch höhere Negativzinsen festsetzen. Deviseninterventionen dürften für die SNB das Mittel erster Wahl bleiben.

Dienstleistungen top, Industrie flop: Die Konjunkturvorlaufindikatoren für die Industrie haben sich in den vergangenen Wochen weiter

abgeschwächt und deuten für sich allein genommen auf eine bevorstehende Rezession hin. Der sehr robuste Dienstleistungssektor stellt jedoch ein solides Gegengewicht dar. Wir erwarten in den nächsten zwölf Monaten keinen Wachstumseinbruch, sondern sehen für 2020 eine Stabilisierung auf tiefem Niveau.

Licht und Schatten bei den Gewinnen:

In der laufenden Berichtssaison gab es von Unternehmen aus zyklischen Branchen wie Chemie oder Automobile zahlreiche Gewinnwarnungen. Defensive Titel überraschten hingegen oft positiv – so auch die Schweizer Schwergewichte Novartis und Nestlé. Unter dem Strich dürften die Unternehmensgewinne im zweiten Quartal – entgegen den Erwartungen der Analysten – erneut ein (knapp) positives Gewinnwachstum zeigen.

«Brexit» zurück im Scheinwerferlicht:

Mit der Wahl des «Brexit»-Hardliners Boris Johnson zum neuen britischen Premierminister stehen die Vorzeichen im Verhältnis mit der Europäischen Union (EU) mehr denn je auf Konfrontation. Wir rechnen nicht damit, dass die EU gegenüber den Briten nennenswerte Konzessionen machen wird. Das Risiko eines harten «Brexits» steigt unter diesen Voraussetzungen weiter an. An den Finanzmärkten dürften sich die Auswirkungen vorerst weiter in Grenzen halten. Die Hauptlast trägt das immer schwächer werdende britische Pfund.

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

Die Internet-Giganten im Visier der Kartellbehörden



DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

Die Technologiekonzerne Apple, Alphabet (Google), Amazon sowie Facebook, gehören zu den am höchsten bewerteten Firmen der Welt. Neben dem Netzwerkeffekt ist auch eine aggressive Akquisitionspolitik mit ein Grund für den Erfolg. Kleinere und innovative Firmen werden frühzeitig aufgekauft und ihre Technologien integriert. Die Konzerne verdienen dabei ihr Geld unter anderem mit unseren (gratis) zur Verfügung gestellten Daten. Die Datenschutzproblematik sowie die teilweise marktdominierende Stellung rufen nun allerdings die Wettbewerbs-hüter auf den Plan. Im schlimmsten Fall droht eine Aufspaltung der Internet-Giganten. In der US-Wirtschaftsgeschichte gibt es mit Standard Oil sowie AT&T bereits entsprechende Referenzfälle.

Wir kommunizieren per E-Mail und informieren uns online, vergleichen Preise und Produkte im Netz und kaufen in E-Shops ein. Längst ist das Internet nicht mehr aus unserem Alltag wegzudenken. Alles begann mit der Erfindung des World Wide Web im Jahre 1991. Die Interneteuphorie Ende der 90-er Jahre führte zu einem raschen Anstieg von Firmengründungen und einem entsprechenden Börsenhype, bevor 2001 der grosse Crash folgte. Der Nasdaq 100-Index, das Barometer für die grössten Technologieaktien in den USA, fiel innerhalb weniger Monate von 4'800 auf 800 Punkte. Die Anleger wurden jäh auf den Boden der Realität zurückgeholt. Seither sind gut 18 Jahre vergangen und erst jetzt zeigt sich, welche Geschäftsmodelle und Firmen langfristige Erfolge feiern: Es sind die Technologiekonzerne Apple, Alphabet (Google), Amazon sowie Facebook, die heute zu den am höchsten bewerteten Firmen der Welt gehören. Zusammen bringen es diese vier Unternehmen auf eine Marktkapitalisierung von 3'249 Milliarden US-Dollar. Dies ist inzwischen deutlich mehr als das Bruttoinlandsprodukt von Frankreich (USD 2'583 Mrd.) oder das der ASEAN-Staaten Singapur, Thailand, Malaysia, Philippinen, Indonesien, Vietnam, Kambodscha, Laos, Myanmar und Brunei (USD 2'766 Mrd.). Während die ASEAN-Staaten eine Bevölkerungszahl von rund 650 Millionen aufweisen, beschäftigen die vier Internet-Giganten zusammen gerade einmal 872'000 Mitarbeiter. Was sind die Gründe für diesen Erfolg, welcher derart hohe Bewertungen rechtfertigt?

Ein wesentlicher Erfolgsfaktor ist der sogenannte Netzwerkeffekt. Eine Plattform wie Facebook ist relativ schnell und kostengünstig aufgebaut. Einmal bereitgestellt, kann ein solches Netzwerk eine unlimitierte Zahl von Nutzern bedienen. Wert und Nutzen der Plattformen steigen exponentiell zur Anzahl der User. Anbieter, welche die kritische Masse an Nutzern nicht erreichen, verschwinden vom Markt. Daher folgen die erfolgreichen Firmen dem sogenannten «the winner takes it all»-Prinzip. Neben Facebook gehört auch Alphabet (Google) zu den Gewinnern: Im Bereich der Internetsuchdienste steht der Konzern mit grossem Abstand an der Spitze. Um Ihre Stellung zu sichern, setzen die so erfolgreich gewordenen Firmen zudem auf eine sehr

aggressive Akquisitionsstrategie. Innovative Start-ups werden – teilweise für viel Geld – aufgekauft und deren Technologien und Ideen integriert, was die Position der Grossen weiter stärkt und Konkurrenten fernhält. Google wird deshalb bereits wenig schmeichelhaft als «Start-up-Staubsauger» betitelt. Und auch Facebook hat seine Marktstellung mit dem Kauf von Instagram sowie WhatsApp weiter ausgebaut. Der Erfolg dieser Strategie widerspiegelt sich entsprechend auch in der Entwicklung der Aktienkurse ► **Darstellung 1**.

1 Die FAAG-Aktien lassen alle hinter sich

Deutliche Outperformance in den letzten Jahren

Performance FAAG-Aktien vs. S&P 500-Index



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Facebook und Google erwirtschaften mittlerweile satte Gewinne, obwohl ihre Dienste kostenlos sind. Aber womit verdienen die Firmen so viel Geld? Offenkundig durch Werbeeinnahmen: Mit rund 2.3 Milliarden Nutzern bietet Facebook eine ideale Plattform dafür. Auch bei Google, welches mit deutlich über 5 Milliarden Suchanfragen pro Tag einen Marktanteil von 92 % erreicht, stehen Werbekunden Schlange ► **Darstellung 2**. Weniger offensichtliche Einnahmequellen, die aber zunehmend an Bedeutung gewinnen, sind die Auswertung (und der Weiterverkauf) von Daten. Internetfirmen profitieren davon, dass wir ihnen unsere Daten und die Kontrolle darüber kostenlos überlassen. Dieser Aspekt ist vielen nicht bewusst. Er birgt jedoch ernstzunehmende Risiken wie fehlenden Datenschutz und unzureichende Datensicherheit.



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

Ähnlich wie Nestlé, Novartis und Roche in der Schweiz dominieren die Technologiekonzerne Apple, Alphabet (Google), Amazon sowie Facebook den Aktienmarkt in den USA. Die relativ starke Performance des US-Aktienmarktes gegenüber den übrigen Regionen ist zu einem wesentlichen Teil auf die hohe Gewichtung und positive Entwicklung dieser Werte zurückzuführen. Nun gibt es aber von Seiten der Wettbewerbs- und Kartellbehörden Gegenwind. Die marktdominierenden Stellungen werden unter die Lupe genommen und als Ultima Ratio droht eine Aufspaltung der Internet-Giganten. Für Anleger bringt dies kurzfristige Risiken und wird für eine erhöhte Volatilität bei den Aktien der betroffenen Firmen sorgen. Sollte es tatsächlich so weit kommen, könnte auch die langjährige «Outperformance» der US-Technologieaktien ein abruptes Ende finden.

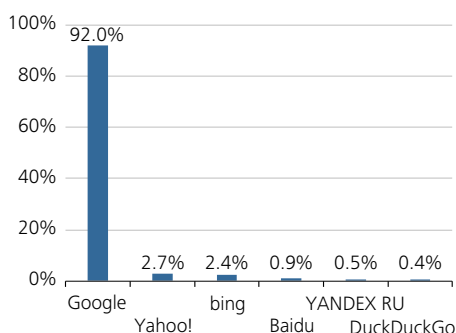


Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

2 Bei Suchmaschinen ist niemand grösser

Google hält eine Monopol-Stellung

Marktanteil der Suchmaschinen weltweit in %



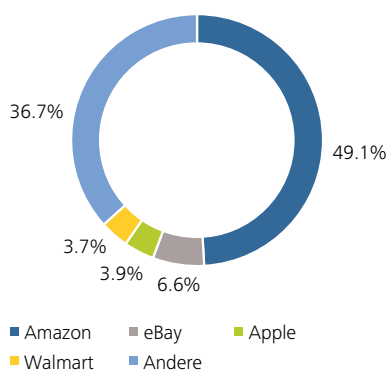
Quellen: statcounter.com, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Bei Apple und Amazon geht es vor allem um ihre marktdominierende Stellung. Apple erhält zwar im Kernsegment der Mobiltelefone vermehrt Konkurrenz aus Asien (Samsung, Huawei), verfügt aber mit dem eigenen und geschlossenen Betriebssystem iOS über ein starkes Alleinstellungsmerkmal. Amazon hat sich vom «Buchladen» zum weltweit grössten Onlineversandhändler entwickelt und ist insbesondere in den USA der alles bestimmende Spieler mit dem höchsten Marktanteil ► **Darstellung 3**. Zudem ist der Konzern in neue Geschäftsfelder wie Cloud Computing, Zahlungsdienste (Amazon Pay) und Unterhaltungsindustrie (Amazon Music, Amazon Prime) eingestiegen.

3 Unangefochtener Marktführer

Amazon dominiert den (Online-)Handel

Marktanteil Onlinehandel in den USA in %



Quellen: eMarketer, Statista,
Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die Macht der Tech-Giganten wird deshalb immer mehr auch zu einem politischen Thema. So hat der US-Kongress Anfang Juni 2019 weitgehende Untersuchungen gegen die vier Konzerne Apple, Amazon, Facebook und Google angekündigt. Das Justizministerium sowie die Kartellbehörde überprüfen nun, ob diese ihre monopolartigen Marktstellungen ungerechtfertigt ausnutzen und ob sie die Daten ihrer Kunden missbräuchlich nutzen. Wie weit die Macht der Datenkraken geht hat der Skandal im Fall Cambridge Analytica aufgezeigt: Mittels Zugriff auf zehntausende Facebook-Profilen wurde erheblicher Einfluss auf die US-Präsidentenwahlen 2016 genommen. Die Veruntreuung der Daten kam Facebook nun teuer zu stehen – Ende Juli einigte man sich mit der US-Aufsichtsbehörde auf einen Vergleich in der Höhe von 5 Milliarden US-Dollar. Die Ultima Ratio der Sanktionsmöglichkeiten wäre eine verordnete Aufspaltung der Konzerne. In der Wirtschaftsgeschichte gibt es dazu einige Referenzfälle. So wurde 1911 der Öl-Gigant Standard Oil wegen Verstössen gegen den «Sherman Antitrust Act» zu einer Entflechtung und Aufspaltung in 34 Einzelunternehmen verpflichtet. Ähnlich erging es dem Telekom-Giganten AT&T. Nach einem mehrjährigen Kartellverfahren wurde der Monopolist 1984 in sieben unabhängige regionale Telekomunternehmen (sogenannte «Baby Bells») zerlegt. Es ist also nicht ausgeschlossen, dass den Internet-Konzernen etwas Ähnliches blühen könnte. Google scheint sich auf ein solches Szenario schon vorbereitet zu haben. Bereits Ende 2015 wurde der Konzern neu strukturiert und in Alphabet umfirmiert. Der Name ist Programm: Einzelne Geschäftsbereiche wurden analog dem Alphabet aufgeteilt und erhielten deutlich mehr Autonomie. Eine mögliche Entflechtung wäre somit wohl relativ rasch umsetzbar.

Ob es eine Aufspaltung der grossen Technologiekonzerne tatsächlich braucht ist umstritten. Unbestritten dürfte aber sein, dass im Bereich des Datenschutzes, der Datensicherheit und bei Fragen zum Wert und Preis von Daten an und für sich ein grosser Nachhol- beziehungsweise Verbesserungsbedarf besteht. An diesen Punkten entscheidet sich letztlich, ob das Internet zum Segen oder zum Fluch für die Gesellschaft wird.

Obligationen

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat die Finanzmärkte im Juli auf weitere geldpolitische Lockerungsmassnahmen eingestimmt. Bevor EZB-Präsident Mario Draghi Ende Oktober abtritt, dürfte er nochmals in die Trickkiste greifen.



SCHON GEWUSST?

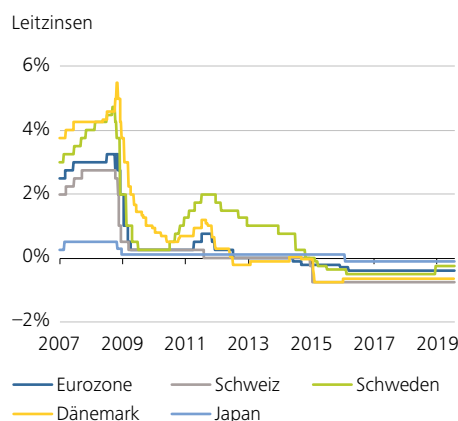
Die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank (EZB) haben im Rahmen ihrer «Quantitative Easing»-Programme Wertpapiere in Billionenhöhe gekauft. Doch welchen Effekt hatten diese «Investitionen»? Noch am offensichtlichsten ist der Signal-Effekt: Als die Fed im März 2009 eine massive Ausweitung ihrer Bilanz bekanntgab (1.75 Billionen US-Dollar), fiel die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen innerhalb weniger Minuten um einen halben Prozentpunkt. Über die relevanten langfristigen Auswirkungen gehen die Meinungen in der Finanzliteratur – wie so oft – auseinander. Für die USA schätzen Studien, dass Wertpapierkäufe in Höhe von 300 Milliarden US-Dollar jeweils einer Zinssenkung von 0.25 % entsprechen. Auch die EZB ist bezüglich ihrer bisherigen Shoppingtour an den Obligationenmärkten sehr optimistisch und berechnet in einem aktuellen Arbeitspapier einen Effekt von –0.95 % bei den Langfristzinsen. Es gibt allerdings auch Untersuchungen, die so gut wie keinen Effekt auf Finanzierungsbedingungen und Wirtschaft feststellen. Als sicher gilt unserer Meinung nach aber, dass die Notenbanken mit ihrer Politik die Preise an den Finanzmärkten generell verzerren.

Von «whatever it takes» zu «whatever is left» – so oder so ähnlich könnte man die Situation beschreiben, in die sich die Europäische Zentralbank (EZB) unter der Führung von Mario Draghi hineinmanövriert hat. Dass der Italiener kurz vor der Stabübergabe an seine Nachfolgerin, Christine Lagarde, im Herbst nochmals in die geldpolitische Werkzeugkiste greifen wird, ist höchst wahrscheinlich. Denn erstens sind die Inflationserwartungen im Euroraum – zumindest in den Augen der EZB – viel zu tief. Zweitens hat die US-Notenbank Fed im Juli mit ihrer Zinssenkung eine entsprechende Vorlage geliefert. Und drittens haben diverse EZB-Ratsmitglieder in den vergangenen Wochen genügend verbale Vor(spur)-Arbeit geleistet. Die Frage lautet daher nicht ob oder wann, sondern vor allem was da wohl noch so an geldpolitischen Stimuli kommen kann.

Eine Stellschraube, an welcher noch etwas gedreht werden kann, ist der Einlagezinssatz. Dieser liegt momentan bei –0.4 %. Somit besteht nicht zuletzt auch im Vergleich mit anderen europäischen Notenbanken noch etwas Luft nach unten ► **Darstellung 4**. Allerdings nicht viel, denn ein massgeblicher (Leit-)Zins von –1 % dürfte für Notenbanker generell – und auch für die Schweizerische Nationalbank (SNB) – langfristig wohl die Negativzins-Schmerzgrenze darstellen. Realistischerweise sind von der EZB in näherer Zukunft daher nur kosmetische Zinssenkungen von 10 bis 20 Basispunkten zu erwarten. Etwas

4 Tiefer geht (kaum) noch

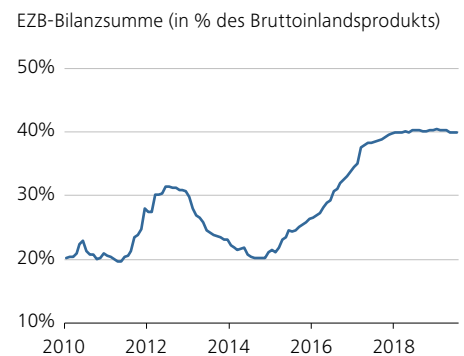
Bei der Zinsschraube besteht nur noch wenig Spielraum



mehr als blosser Kosmetik wären hingegen erneute (Netto-)Anleihekäufen. Gemäss Mario Draghi gäbe es für solch ein europäisches «QE2» genügend Raum. Und tatsächlich sind die Hürden dafür relativ klein. Zwar darf die Zentralbank derzeit nur maximal ein Drittel der Anleihen eines einzelnen EU-Landes aufkaufen – ein Limit, welches bei einigen Ländern schon so gut wie erreicht ist. Das Papier, auf dem diese Regel steht, lässt sich jedoch leicht umschreiben... Wir gehen daher davon aus, dass die aktuell stagnierende Bilanz der EZB früher oder später weiter wachsen wird ► **Darstellung 5**.

5 «Regeln sind da um gebrochen zu werden»

EZB-Bilanz dürfte bald weiter wachsen



Inwieweit diese zwei Massnahmen oder auch das unter dem Stichwort «forward guidance» bekannte Verschieben der ersten Zinserhöhung auf den Sankt-Nimmerleins-Tag einen konjunkturellen Impuls liefern oder gar einen nachhaltigen Anstieg der Teuerungserwartungen begünstigen werden, erscheint uns mehr als fragwürdig. Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Verbraucher im Euroraum sind auch heute schon extrem günstig. Weitere Massnahmen dürften daher weitgehend verpuffen und bestenfalls das extreme Tiefzinsumfeld weiter zementieren. Doch selbst diese Medaille hat eine Kehrseite: Im Falle der nächsten Rezession hätte die EZB endgültig ihr Pulver verschossen.

Aktien

Die Gewinnzahlen für das zweite Quartal sind gemischt ausgefallen. Während zyklische Gesellschaften unter der Konjunkturabschwächung leiden, können defensive Werte überzeugen. Hält dieser Trend an?



WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

Zyklischer und Defensive

Der Konjunkturverlauf hat auf einzelne Branchen und Unternehmen einen unterschiedlichen Einfluss. Typischerweise korreliert der Geschäftsverlauf bei Rohstoff- und Industrieunternehmen stark mit dem Konjunkturzyklus. Auch die Geschäftsentwicklung von Banken ist tendenziell zyklisch. Aktien die zu diesen Branchen gehören gelten entsprechend als Zyklischer. Demgegenüber stehen die defensiven Titel. Diese finden sich primär in den Sektoren Gesundheit, Nahrungsmittel, Telekommunikation und Versorgung. Medikamente, Lebensmittel, Internet und Strom benötigt man immer – unabhängig davon ob es der Wirtschaft gut oder schlecht geht. Die Umsatz- und Gewinnentwicklung von Unternehmen aus defensiven Branchen ist daher relativ konstant. Je nach Einschätzung des Konjunkturverlaufes lohnt es sich entsprechend entweder (verstärkt) auf Zyklischer oder Defensive zu setzen.

Bereits im Vorfeld der laufenden Gewinnsaison gab es einige prominente Gewinnwarnungen. In Deutschland mussten der Automobilkonzern Daimler sowie die Chemiefirma BASF ihre Umsatz- und Gewinnprognosen deutlich nach unten revidieren. Auch in der Schweiz gab es einige böse Überraschungen: Interroll, Sensirion, Bossard sowie Bobst sprachen Gewinnwarnungen aus. Die Gemeinsamkeiten sind offensichtlich: Es handelt sich bei allen um konjunktursensitive und zyklische Aktien. Letztlich reflektiert sich in deren Geschäftsverlauf die allgemein schwache Verfassung des Industriesektors, welche nun schon seit einigen Quartalen zu beobachten ist. Der globale Einkaufsmanagerindex für die Industrie befindet sich aktuell sogar unter der 50-Punkte-Grenze, was aktuell auf ein Schrumpfen dieses Teils der Wirtschaft hindeutet. Vor diesem Hintergrund ist es wenig erstaunlich, dass die **Zyklischer** zunehmend unter Druck geraten.

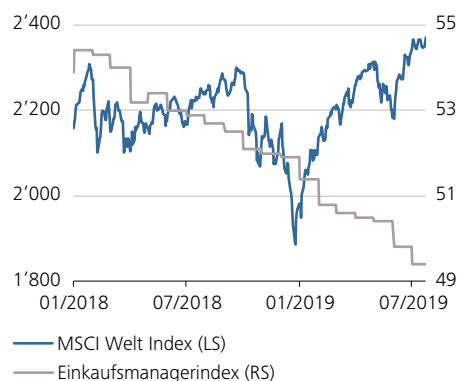
Viele Anleger dürften vom Ausmass dieser Entwicklung etwas überrascht worden sein. Dies kommt daher, dass sich die gesamtwirtschaftliche Entwicklung noch immer relativ stabil zeigt. Dafür verantwortlich sind primär der Dienstleistungssektor sowie das nach wie vor robuste Konsumverhalten. Der Industriesektor befindet sich hingegen schon länger in einer Abwärtsspirale und die Vorlaufindikatoren deuten darauf hin, dass sich die Kontraktion bis auf weiteres fortsetzen wird. Erstaunlicherweise haben sich die Aktienmärkte von dieser Entwicklung bisher unbeeindruckt gezeigt ► **Darstellung 6**.

Ein Grund dafür ist folgender: Im Gegensatz zu den erwähnten Enttäuschungen bei diversen Zyklischen, konnten die defensiven Aktien bislang überzeugen. Typische Vertreter der **Defensiven** wie die Nahrungsmittelproduzenten Barry Callebaut, Lindt & Sprüngli sowie Nestlé oder die Pharmakonzerne Novartis und Roche publizierten sehr solide Quartalszahlen, welche die Erwartungen der Analysten übertrafen. Diese Firmen konnten sowohl den Umsatz als auch den Gewinn steigern und blicken optimistisch in die Zukunft. Auch wenn die Bewertungen vieler defensiver Titel mittlerweile nicht mehr günstig sind, werden diese weiter in der Gunst der Anleger stehen. Damit dürfte sich der Trend der letzten zwölf

6 Eindrückliche Divergenz

Aktienmarkt und Vorlaufindikatoren laufen auseinander

MSCI Welt Index und globaler Industrie-Einkaufsmanagerindex



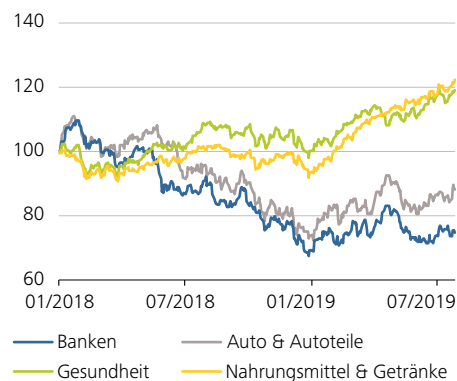
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Monate in Bezug auf die Sektorenperformance fortsetzen ► **Darstellung 7**. Obwohl einige Zyklischer bewertungsmässig auf den ersten Blick mittlerweile attraktiv aussehen, ist es aus unserer Sicht noch zu früh für grössere Umschichtungen. Erst wenn sich die Vorlaufindikatoren stabilisieren und die Konjunkturdynamik wieder zunimmt, kommt die Zeit für zyklische Aktien.

7 Sichere Werte sind gefragt

Defensive Sektoren schlagen die zyklischen

Entwicklung der Sektoren in Europa, indexiert ab 1.1.2018



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



Alternative Anlagen

Der Kupferpreis zeigt nach unten, der Preis für Eisenerz nach oben. Welches Industriemetall gibt nun den «richtigen» Ausblick für die Konjunktur? Auch hier wird der Preis letztlich durch Angebot und Nachfrage bestimmt.

Kupfer wird von Finanzanalysten auch als «Dr. Copper» bezeichnet. Da das Industriemetall in vielen unterschiedlichen Branchen (Elektronik, Transport, Bau) verwendet wird, galt es lange

8 Was will uns «Dr. Copper» sagen...?

...Chinas Wirtschaft verlangsamt sich

Preise für Kupfer und Eisenerz, indiziert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Zeit als Frühindikator für die Verfassung der Weltwirtschaft. In den letzten 20 Jahren ist Chinas Anteil am Kupferverbrauch allerdings rasant gewachsen, inzwischen macht er rund die Hälfte der weltweiten Nachfrage aus. Insofern ist die tendenziell schwächere Entwicklung des Kupferpreises in den letzten 18 Monaten ► **Darstellung 8** vor allem Hinweis auf eine Konjunkturabschwächung im Reich der Mitte. Dass es letztlich immer Angebot und Nachfrage sind, die den Preis bestimmen, zeigt der Blick aufs Eisenerz. Auch dieses ist als Rohmaterial für Stahl, welcher sowohl für Autos als auch für Wolkenkratzer benötigt wird, sehr konjunktursensibel. Der Eisenerzpreis ist seit Jahresanfang aber um rund 70 % gestiegen, denn das Angebot kann mit der Nachfrage derzeit nicht mithalten. Brasilien, bisher grösster Exporteur, musste seine Förderung nach einem Minenunglück im Januar zurückfahren. In Australien macht den Minenbetreibern derweil das Wetter einen Strich durch die Rechnung.



Währungen



WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

G10-Währungen

US-Dollar, Euro und japanischer Yen – dies sind gemessen an ihrer Bedeutung und am täglichen Handelsvolumen die wichtigsten Währungen der Welt. Gemeinsam mit dem britischen Pfund, dem Schweizer Franken sowie fünf weiteren Währungen aus den Industrieländern bilden sie die Gruppe der sogenannten G10-Währungen. Woher der Begriff eigentlich kommt ist unklar. Gleichzusetzen mit den G10-Ländern – wie häufig angenommen – sind die Währungen jedenfalls nicht. Unter den G10-Ländern – zu denen mittlerweile als 11. Land auch die Schweiz gehört – haben Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien und die Niederlande mit dem Euro die gleiche Währung. Somit blieb auf der Liste der G10-Währungen Platz für die Devisen aus Norwegen, Australien und Neuseeland. Wahrlich eine Königsdisziplin hier den Überblick zu behalten...

Währungsprognosen sind schwierig – nicht umsonst gelten Devisenanalysen unter Finanzexperten als Königsdisziplin. Doch die schwedische Krone ist eine besondere Knacknuss. In der Vergangenheit lag der Konsens oft daneben.

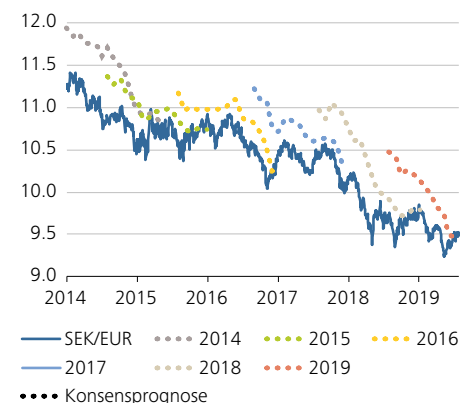
Seit Jahren ist die schwedische Krone ein Favorit unter den Währungsanalysten. Nicht umsonst, denn die lange Zeit überdurchschnittlich wachsende Wirtschaft, hohe Leistungsbilanzüberschüsse sowie gesunde Staatsfinanzen scheinen für Kursgewinne wie gemacht. Nach dem Lehrbuch müsste die Krone ähnlich wie der Schweizer Franken eine starke Währung sein. Doch die Realität sah in den letzten Jahren anders aus. Die erwartete Aufwertung blieb aus und die Prognosen mussten regelmässig korrigiert werden ► **Darstellung 9**. Auch in der Geldpolitik lässt sich des Rätsels Lösung nicht finden. Diese ist in Schweden seit langem ähnlich expansiv wie hierzulande. Bleibt noch der Ruf als «sicherer Hafen» – diesen hat sich die skandinavische Währung nach deutlichen Abwertungen in den 1980er und 90er Jahren nie verdient. Seit Jahresbeginn ist die Krone mit Abstand die schwächste unter den **G10-Währungen** und die Prognosen werden wieder einmal nach unten angepasst. Auch wenn der Kurs vielleicht günstig erscheint – im derzeitigen Marktumfeld

bleibt die schwedische Währung aus unserer Sicht uninteressant.

9 Die Mühen des Analysten

Schwedens Währung ist schwer prognostizierbar

Schwedische Krone/Euro und Jahresendprognosen

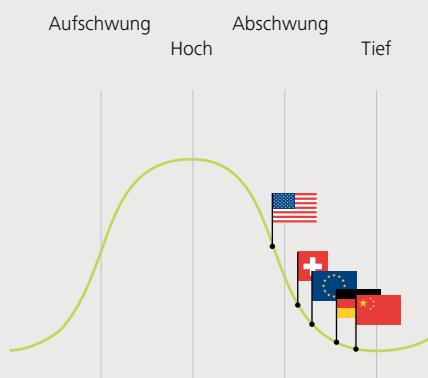


Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Ein Blick nach vorne

Die US-Notenbank hat ihren Worten im Juli Taten folgen lassen und die Leitzinsen um einen viertel Prozentpunkt auf 2.25 % gesenkt. Dies bringt die EZB unter Zugzwang und verstärkt den Druck auf die SNB.

KONJUNKTUR



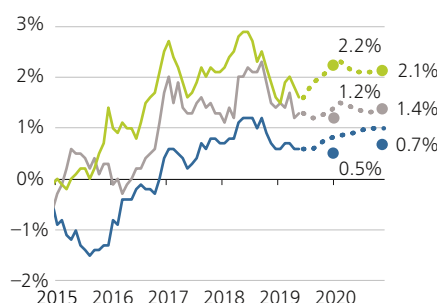
- Das **Schweizer** Bruttoinlandsprodukt legte in den ersten drei Monaten des Jahres überraschend deutlich um 0.6 % zu. Das Wachstum war dabei breit abgestützt. Im weiteren Jahresverlauf dürfte das Tempo aber abnehmen. Wir rechnen 2019 mit einer Wachstumsrate von 1.2 %.
- Unter den grossen Wirtschaftsräumen bleibt die **Eurozone** das Schlusslicht. In der deutschen Industrie wurde bisher noch kein Boden gefunden. In den kommenden Monaten erwarten wir, nicht zuletzt aufgrund chinesischer Stimulierungsmassnahmen, eine gewisse Stabilisierung. Auf Jahressicht gehen wir von einem Wachstum von 1.1 % aus.
- Die **US-Wirtschaft** hat sich im zweiten Quartal wie erwartet spürbar verlangsamt. Die Zahlen bestätigen aber, dass der US-Konsument eine verlässliche Stütze des inzwischen längsten Aufschwungs aller Zeiten bleibt. Wir erwarten in den USA für das Gesamtjahr 2019 ein Wachstum von 2.2 %.

INFLATION

Neue Prognosen für 2020

Inflation bleibt auch im nächsten Jahr tief

Inflation und Prognosen



— Schweiz — Eurozone — USA
 Konsensprognose
 • Prognose Raiffeisen Schweiz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

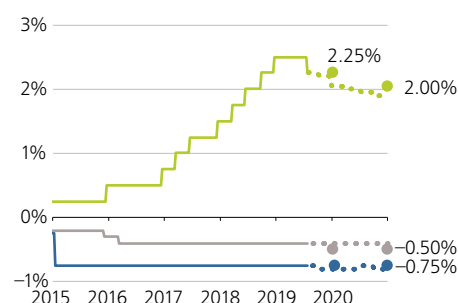
- In der **Schweiz** fiel die Inflation im Juni auf ein neues Jahrestief (0.3 %). Wir gehen davon aus, dass die Teuerung 2019 hierzulande in einem engen Korridor seitwärts tendiert. Impulse für grössere Preissteigerungen fehlen. Unsere Teuerungserwartung liegt aktuell bei 0.5 %.
- Auch im **Euroraum** rechnen wir nicht mit einer nachhaltigen Aufwärtstendenz bei der Teuerung. Preistreibende Basiseffekte vom Rohölpreis dürften sich 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 %, auf die Gesamtteuerung hat dies bisher aber (noch) keine grossen Auswirkungen. Für dieses Jahr rechnen wir mit einer Inflationsrate von 2.2 %.

GELDPOLITIK

Kehtwende vollzogen

Die Fed ist wieder auf Zinssenkungskurs

Leitzinsen und Prognosen



— Schweiz — Eurozone* — USA
 Konsensprognose
 • Prognose Raiffeisen Schweiz

*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die **US-Notenbank Fed** hat ihren Worten im Juli Taten folgen lassen und die Leitzinsen um 25 Basispunkte gesenkt. Der Finanzmarkt erwartet bis Ende 2020 derzeit zwei bis drei weitere Zinsschritte. Wir denken, dass dies etwas zu pessimistisch ist und sehen den US-Leitzins Ende kommenden Jahres bei 2 %.
- EZB**-Präsident Mario Draghi hat die Märkte an der Juli-Sitzung auf weitere Lockerungsmassnahmen im September vorbereitet und einer weiteren Zinssenkung die Tür geöffnet. Wir erwarten im Herbst eine Senkung des Einlagezinssatzes auf -0.5 %. Die Grenzen der Negativzinspolitik werden damit weiter ausgelotet. Auch weitere (Netto-)Anleihekäufe könnten demnächst wieder auf dem Programm stehen.
- Die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** kommt weiter unter Druck. Erstmals seit zwei Jahren ist der EUR/CHF-Kurs im Juli unter die psychologisch wichtige Marke von 1.10 CHF gefallen und nähert sich damit einem Niveau, bei dem erneut Deviseninterventionen zu erwarten sind. Allerdings sind die Möglichkeiten der SNB angesichts der aufgeblähten Notenbankbilanz im Vergleich zu früheren Episoden limitiert.

IMPRESSUM

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/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

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.