

SEPTEMBER 2019

# Anlageguide



## Immer weniger Dampf im Kessel

Wann kommt die nächste Rezession?

**RAIFFEISEN**

# Unsere Sicht auf die Märkte



## IN DIESER AUSGABE ZU LESEN

- S.3** Fokusthema: Immer weniger Dampf im Kessel – Wann kommt die nächste Rezession?
- S.5** Unsere Einschätzungen:
  - Obligationen
  - Aktien
  - Alternative Anlagen
  - Währungen
- S.8** Unsere Prognosen:
  - Konjunktur
  - Inflation
  - Geldpolitik

**Trump zwitschert immer lauter:** Die Eskalationsspirale im Handelskrieg zwischen den USA und China dreht sich weiter. Anfang August kündigte US-Präsident Trump 10 %-ige Strafzölle auf die bisher noch verschonten chinesischen Exporte an und beschimpfte China als «Währungsmanipulator». Chinas Präsident Xi gab jedoch nicht nach, sondern drehte ebenfalls nochmals an der Zollschraube und stoppte jegliche Agrarimporte aus den USA. Per wütendem Tweet schlug Trump mit einer weiteren 5 %-Erhöhung der Zölle auf alle Waren aus China zurück.

**Rezessionsrisiko steigt zusehends:** Die sich stetig verhärtenden Fronten zwischen den zwei wirtschaftlichen Schwergewichten lassen eine baldige Einigung in weite Ferne rücken. Gleichzeitig steigt die Wahrscheinlichkeit für ein abruptes Ende des rekordlangen US-Wirtschaftsaufschwungs. Sollte die Phase hoher Unsicherheit nicht bald enden, droht die schon seit langem schlechte Stimmung in der Industrie auch auf die bisher noch robuste Konsumlaune der Amerikaner überzuspringen. Der Weg zur ersten von einem Präsidenten hausgemachten Rezession wäre nicht mehr weit.

**Druck auf die Geldpolitik nimmt zu:** Die Notenbank stehen derzeit mehr denn je unter Druck. Fed-Chef Powell dürfte diesen Monat eine weitere Zinssenkung vornehmen, das

Weisse Haus damit aber kaum zufriedenstellen. Die Europäische Zentralbank (EZB) wird ein umfangreiches Massnahmenpaket zusammenschnüren, bei dem Kosten und Ertrag unserer Meinung nach in einem ungesunden Verhältnis stehen. Mit Spannung erwartet wird auch die geldpolitische Lagebeurteilung der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Wir rechnen allerdings nicht damit, dass eine Leitzinssenkung zuoberst auf der Agenda steht.

**Auch sonst genügend Risikoherde:** Nicht nur die Trump'schen Tweets füllen in diesem Jahr das klassische Sommerloch. In Italien ist die 65. Regierung seit Gründung der Republik bereits wieder Geschichte. Auch die immer näher rückende «Brexit»-Deadline bei gleichzeitig weitgehend kompromisslosem Auftreten des britischen Premier Boris Johnson ist nach wie vor risikoreich. Auch vor diesem Hintergrund bleiben wir in der Anlagetaktik eher etwas defensiv eingestellt.

**Eidgenossen neu «stark untergewichtet»:** Nachdem die Renditen in den letzten Wochen nochmals markant gesunken sind, erachten wir Obligationen in Schweizer Franken nun als extrem hoch bewertet beziehungsweise als sehr unattraktiv. Wir stufen das Segment daher auf «stark untergewichten» herunter. Die frei werdenden Mittel investieren wir in die Anlageklasse Immobilien Schweiz.

## UNSERE POSITIONIERUNG

### 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

Vormonat -----

# Wann kommt die nächste Rezession?



## DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

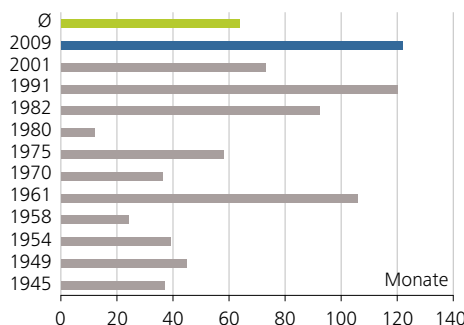
Der Wirtschaftsaufschwung in den USA ist inzwischen der längste aller Zeiten. Unweigerlich stellt sich da die Frage wie lange dieser noch anhalten kann. Makroökonomische Ungleichgewichte wie beispielsweise hohe Inflation, Schuldenexzesse oder Spekulationsblasen, die in den vergangenen Jahrzehnten regelmässig Rezessionen auslösten, sind derzeit nicht in grösserem Ausmass zu beobachten. Und somit könnte die Wachstumsphase grundsätzlich noch länger andauern. Sorgen bereiten aber die Tweets des US-Präsidenten. Sollte der Handelskrieg mit China in den kommenden Monaten weiter eskalieren und die negative Stimmung demnächst auch die Konsumlust der Amerikaner bremsen, so könnte dies schon bald in die erste von einem Präsidenten hausgemachte Rezession führen.

Der Sommer 2019 dürfte aufgrund (schon wieder) extrem heisser Temperaturen in die Geschichtsbücher eingehen. Statistikfreunde können nach dem Ende der Sommerferien aber noch einen anderen Rekord verbuchen: Der Wirtschaftsaufschwung in den USA ist inzwischen der längste seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 1854. Inzwischen fährt die Wachstumslokomotive schon seit mehr als zehn Jahren ohne Unterbrechung ► **Darstellung 1**. «Wenn Amerika niest, bekommt der Rest der Welt einen Schnupfen». Getreu dieser alten Börsenweisheit ist die weltgrösste Volkswirtschaft nach wie vor das wichtigste Zugpferd der globalen Konjunktur. Nicht nur aufgrund der Rekordlänge der wirtschaftlichen Expansion, sondern vor allem auch aufgrund des tweetenden US-Präsidenten stellt sich heute aber mehr denn je die Frage, wie viel Dampf denn da wohl noch im Kessel ist?

### 1 Für die Geschichtsbücher

Längster US-Wirtschaftsaufschwung aller Zeiten

Dauer der Wachstumszyklen in den USA



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

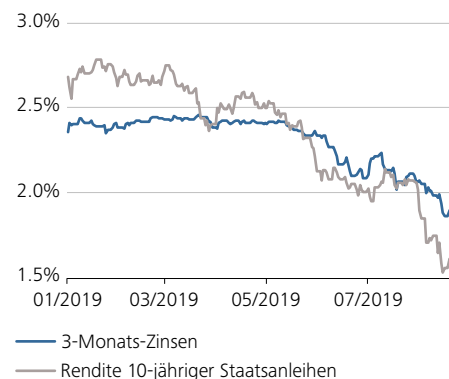
In der volkswirtschaftlichen Theorie gibt es eigentlich keinen Grund, warum ein Wirtschaftsaufschwung allein an «Altersschwäche» sterben sollte. Beispiele wie Australien und Polen zeigen denn auch, dass Volkswirtschaften durchaus mehr als 25 Jahre ohne Unterbruch wachsen können. Und tatsächlich sind auch die Wirtschaftszyklen in den USA in den letzten Jahrzehnten immer länger geworden. Technologischer Fortschritt, Globalisierung, freier Handel und freie Wechselkurse sowie weniger Abhängigkeit von zyklischen Sektoren – die Liste an Erklärungen für das Phänomen immer längerer Aufschwungsphasen ist lang.

Dennoch hat die Angst vor einer Rezession – gemäss Lehrbuch ein (kräftiger) Konjunkturabschwung mit negativem Wachstum in mindestens zwei aufeinanderfolgenden Quartalen – in den letzten Monaten stetig zugenommen. Die Ursache dafür findet sich nicht zuletzt am US-Zinsmarkt, wo die Rendite für 10-jährige Staatsanleihen nun schon seit längerem unter den kurzfristigen 3-Monats-Zinsen notiert und die Zinskurve somit «invers» ist ► **Darstellung 2**. In der Vergangenheit war dies oft ein guter Vorwarnindikator für eine bevorstehende wirtschaftliche Kontraktion.

### 2 Mehr als nur ein Taucher?

US-Zinskurve ist nun schon seit Wochen invers

Kurz- und Langfristzinsen in den USA



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Ein Modell der Federal Reserve Bank of New York errechnet basierend auf der Zinskurve aktuell gar eine Wahrscheinlichkeit von mehr als 30% dafür, dass sich die USA in zwölf Monaten in einer Rezession befinden werden ► **Darstellung 3**. Entsprechend gross war jüngst der Medienhype um dieses «Phänomen». Wie wir bereits in der Mai-Ausgabe des Anlageguides beschrieben haben, hat dieser berühmte Rezessionsindikator im derzeitigen makroökonomischen Umfeld aber seine Tücken. Denn die Zinsstrukturkurve ist heutzutage in nie dagewesenem Ausmass durch die Geldpolitik der Notenbanken verzerrt. Und auch wenn sie in den meisten Industrieländern immer flacher wird und teils auf dem Kopf steht, zeigt sie damit keine restriktiven monetären Verhältnisse an, die einen Wirtschaftsaufschwung früher oft abgewürgt haben. Der Vergleich mit früheren «Boom-Bust-Zyklen»



## DER CIO ERKLÄRT: WAS HEISST DAS FÜR DIE SCHWEIZ?

Die Tatsache, dass die Wirtschaft in Deutschland im zweiten Quartal geschrumpft ist und sich auf dem Weg in eine «technische» Rezession befindet, hat hierzulande für Beunruhigung gesorgt. Denn immerhin ist der nördliche Nachbar der wichtigste Handelspartner für die Schweiz. Beide Länder gelten zudem als «Export-Weltmeister» und sind daher vom Handelskonflikt und den Deglobalisierungstendenzen besonders stark betroffen. Ein wesentlicher Unterschied besteht aber hinsichtlich der branchenmässigen Zusammensetzung der Exporte: Während in Deutschland Automobile (17.5 % aller Ausfuhren) der Exportschlager sind, ist in der Schweiz die chemisch-pharmazeutische Industrie mit einem Exportanteil von 34.3 % dominierend. Hier liegt auch einer der Hauptgründe für die stabilere Entwicklung der hiesigen Konjunktur. Auch wenn sich das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts in diesem Jahr auf rund 1.2 % deutlich abschwächen wird, sehen wir für die Schweiz aktuell eine geringe Rezessionswahrscheinlichkeit.

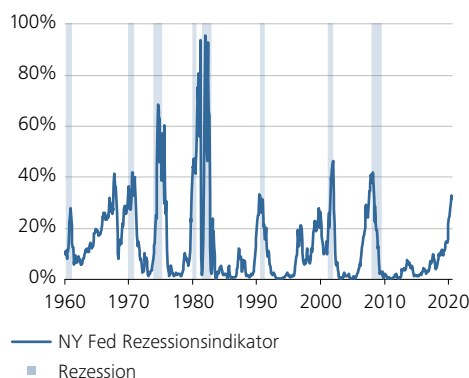


**Matthias Geissbühler**  
CIO Raiffeisen Schweiz

### 3 Berüchtigter Rezessionsindikator

US-Zinskurve schlägt Alarm

Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in den nächsten zwölf Monaten (basierend auf der US-Zinskurve)



Quellen: Federal Reserve Bank of New York, Raiffeisen Schweiz CIO Office

ist es denn auch, welcher zumindest die Optimisten noch auf eine Fortsetzung des Aufschwunges hoffen lässt. Rezessionen kommen typischerweise nämlich nicht aus dem Nichts, sondern sind Folge von einem oder mehreren wirtschaftlichen Ungleichgewichten. So war es in den 1970er Jahren beispielsweise stets die zu hohe Inflation, welche starke Zinserhöhungen der US-Notenbank erforderte und die Wirtschaft letztlich zu stark abbremste. Paradebeispiel für ein Ungleichgewicht war auch der irrationale Überschlag des Dot-com-Booms um die Jahrtausendwende, der in Tränen und mit Verzögerung auch in einer Rezession endete. Schliesslich führte auch die US-Immobilienblase in den 2000er Jahren in ein nicht nachhaltiges Ungleichgewicht – und letztlich in die grosse Finanzkrise 2008.

Gibt es heute auch solche Ungleichgewichte? Auf den ersten Blick nicht. Die Inflation muss man mit der Lupe suchen, Konsum- oder Investitionsexzesse gibt es ebenfalls nicht und gemessen an klassischen Bewertungsmassstäben finden sich – mit Ausnahme des von den Notenbanken beeinflussten Obligationenmarktes – auch keine massiven Anlageblasen. Als problematisch bezeichnet wird häufig die stark gestiegene Verschuldung der US-Unternehmen. Im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung sind die Unternehmensschulden aktuell so hoch wie nie zuvor. Und der Anteil an Firmen,

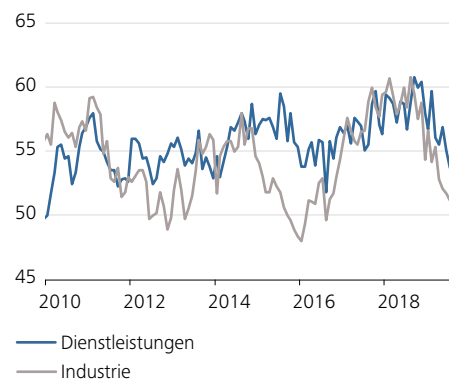
deren Anleihen von den Ratingagenturen eine schlechte Note verpasst bekommen, steigt stetig. Wer genau hinschaut sieht aber auch, dass es um die Finanzen der Unternehmen im Schnitt recht gut bestellt ist. Ihre Gewinne übersteigen die Zinskosten um ein Vielfaches und nach den Ausgaben für das operative Geschäft sowie Investitionen bleibt ihnen noch etwas in der Kasse. Auch dieses «Problem» relativiert sich somit wieder.

Unverwundbar ist der amerikanische Wachstumsmotor aber dennoch nicht. Ganz im Gegenteil. Mit zuverlässiger Regelmässigkeit wirft Donald Trump Sand ins Getriebe. Nach kurzem Waffenstillstand hat er Anfang August – entgegen der Empfehlung fast all seiner Berater – eine weitere Eskalation im Handelsstreit mit China provoziert. Sollten die angedrohten Zölle auf die bisher noch verschonten chinesischen Importe demnächst vollständig in Kraft treten, würde dies vor allem Konsumgüter wie iPhones, Laptops und Turnschuhe treffen. Dies könnte den Konsum – die wichtigste Stütze der US-Wirtschaft – empfindlich dämpfen. Im Negativszenario würde das im verarbeitenden Gewerbe schon seit Monaten negative Sentiment ► **Darstellung 4** auch auf den Dienstleistungssektor überschwapen. Der Weg in die – erste vom US-Präsidenten hausgemachte – Rezession wäre dann nicht mehr weit.

### 4 Ansteckungsgefahr?

US-Konsument zeigt sich (noch) robust

US-Einkaufsmanagerindizes



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# Obligationen

Die Zinsen befinden sich weiter im freien Fall. Lag die Rendite der 10-jährigen Eidgenossen im Oktober 2018 noch knapp über 0 % ist diese mittlerweile auf –1 % gefallen. Geht es noch tiefer?



## WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

### Greater Fool-Hypothese

Bezahlt ein Anleger für einen Vermögenswert wissentlich einen Preis über dem inneren Wert, geht er davon aus, dass er das Investment zu einem noch höheren Preis wieder weiterverkaufen kann, er also einen noch grösseren Narren findet. Die Greater Fool-Hypothese geht also davon aus, dass am Markt immer jemand bereit ist, einen noch höheren Preis zu bezahlen. Die Hypothese impliziert, dass Investoren die eigene Fähigkeit Investitionsobjekte korrekt zu bewerten, überschätzen. Die Anleger überschätzen in der Folge auch die Anzahl derjenigen, die bereit sind, noch höhere Preise zu bezahlen. Wenn nun aber niemand mehr bereit ist, diese überhöhten Preise zu akzeptieren, kommt es entsprechend zur Preiskorrektur.

Bei den Zinsen gibt es momentan nur eine Richtung: nach unten. Die globale Konjunkturabschwächung und die (geo-)politischen Unsicherheiten haben die Ängste vor einer bevorstehenden Rezession geschürt. Entsprechend findet seit vergangenem Herbst eine Flucht in die sogenannten «sicheren Häfen» statt. Dazu gehören unter anderem die Staatsanleihen von Ländern wie der Schweiz, Deutschland oder den USA. Verstärkt wurde der Zinsrückgang durch die Kehrtwende der Notenbanken. Die US-Fed hat im Juli zum ersten Mal seit zehn Jahren die Leitzinsen um 25 Basispunkte gesenkt und weitere Zinssenkungen in Aussicht gestellt. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) wird im September mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit nochmals an der Zins-schraube drehen und den Einlagezinssatz von –0.4 % auf –0.5 % reduzieren. Der Druck wird entsprechend auch auf die Schweizerische Nationalbank (SNB) weiter steigen und der Markt beginnt auch hierzulande einen erneuten Zinsschritt zunehmend «einzupreisen».

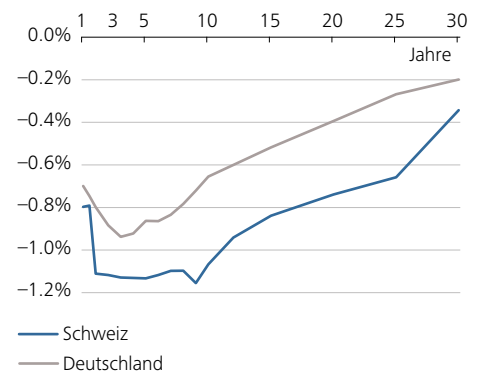
Diese Entwicklungen haben dazu geführt, dass sich die Renditen in der Schweiz über die gesamte Zinskurve hinweg mittlerweile im negativen Bereich befinden ► **Darstellung 5**. Der Bund kann sich also am Kapitalmarkt nicht nur günstig Kapital beschaffen, sondern erhält im Gegenteil sogar immer mehr Geld für die Ausgabe von Anleihen. Man fragt sich unweigerlich, wer diese Anleihen mit negativer Verzinsung noch kauft? Eigentlich gibt es dafür nur zwei Erklärungen: Erstens dürfte es sich um Anleger handeln, welche von noch tieferen zukünftigen Zinsen ausgehen. Fällt die Rendite der 10-jährigen Eidgenossen beispielsweise von aktuell –1 % auf –2 %, so steigt der Preis der Anleihe nochmals um rund 10 % an und es lässt sich entsprechend ein ansehnlicher Kapitalgewinn realisieren. Die Idee dabei ist letztlich, dass es einen noch «grösseren Narren» (**Greater Fool**) gibt, der bereit ist einen höheren Preis zu zahlen. Die zweite Begründung ist noch beunruhigender. Für sichere Staatsanleihen gilt normalerweise die einfache

Gleichung: Zins = Wachstum + Inflation. Ein negativer Zins impliziert daher entweder ein negatives zukünftiges Wirtschaftswachstum (sprich: Rezession) oder eine anhaltende Deflation. Die Kapitalmarktzinsen senden daher auch ein deutliches Signal betreffend der zukünftigen Konjunkturentwicklung aus.

### 5 Negativ soweit das Auge reicht

Zinskurven unter der Null-Linie

Zinskurven Schweiz und Deutschland



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Aus Anlegersicht bedeutet der heutige Kauf einer Schweizer Staatsanleihe per Verfall einen sicheren Wertverlust. Wer also heute Eidgenossen kauft geht entweder davon aus, dass die Zinsen (noch) weiter sinken und er die Obligation zu einem noch höheren Preis weiterverkaufen kann – oder er rechnet mit einer Rezession gepaart mit deflationären Tendenzen. Da die Rezessionsrisiken zuletzt in der Tat zugenommen haben und auch die Leitzinsen in naher Zukunft kaum steigen werden, haben Obligationen trotz Tiefzinsen nach wie vor einen Platz in einem breit diversifizierten Portfolio. Der Fokus sollte dabei aber bei Unternehmensanleihen liegen – bei Staatsanleihen ist die Luft vorerst draussen.



# Aktien

Die Fed hat im Juli erstmals seit zehn Jahren die Leitzinsen gesenkt. Dies nicht zuletzt als «Versicherung» gegen eine Rezession. Ist die Zinssenkung auch eine Versicherung für die Aktienmärkte? Es steht und fällt mit der Konjunktur.



## WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

### Fed-Put

Mit Put-Optionen können sich Anleger am Terminmarkt gegen fallende Aktienkurse absichern. Oder sie sparen sich das Geld für diese Versicherung und vertrauen auf die Fed. Dies können sie zumindest dann machen, wenn sie an die Theorie vom Fed-Put glauben. Gemäss dieser stützt die US-Notenbank – mittels verbaler Intervention oder einer tatsächlichen Lockerung ihrer Geldpolitik – die Aktienmärkte, wenn diese zu stark oder zu schnell fallen. Tatsächlich wurde der Zusammenhang zwischen fallenden Kursen und anschließenden Aktionen der Fed inzwischen in Studien nachgewiesen. Dass die Notenbank heutzutage mehr denn je auf die Marktentwicklungen reagiert, zeigt auch die Episode vom letzten Herbst. Die purzelnden Aktienpreise waren damals wohl der Hauptauslöser für deren anschliessende geldpolitische 180-Grad-Kehrtwende. Allein auf Powell & Co. sollten sich Investoren dennoch nicht verlassen. Den nächsten rezessionsbedingten Kursrückgang dürften auch sie nicht verhindern können.

Nicht nur der Wirtschaftsaufschwung ist in den USA der längste aller Zeiten. Gleiches gilt für die Zeitspanne zwischen den Zinssenkungen der US-Notenbank. Man muss schon bis ins Jahr 2008 – also mehr als zehn Jahre – zurückschauen, um den letzten Zinsschritt der Fed zu finden. Mit der Reduktion um 25 Basispunkten auf neu nun 2.25 % Ende Juli ist auch dieser Rekord mittlerweile Geschichte. Ob es am Ende die wütenden Tweets vom US-Präsidenten, die Schwäche im Industriesektor, die diversen geopolitischen Risiken oder alles zusammen war, was Notenbank-Chef Jerome Powell zur Lockerung der Geldpolitik bewog, ist letztlich egal. Sicher ist, dass der Finanzmarkt noch deutlich mehr von der Fed erwartet. Bis Jahresende werden momentan drei, bis Ende 2020 gar ganze fünf weitere Zinssenkungen eingepreist. Auch wir gehen davon aus, dass die Fed nochmals nachlegt.

Doch welchen Effekt hat die erste Zinssenkung seit langer Zeit auf die Aktienmärkte? Für Anleger ist dies die entscheidende Frage. Die Antwort lautet: Alles steht und fällt mit der Konjunktur. Sollte der Zinsschritt tatsächlich wie von Powell beschrieben ein «mid cycle

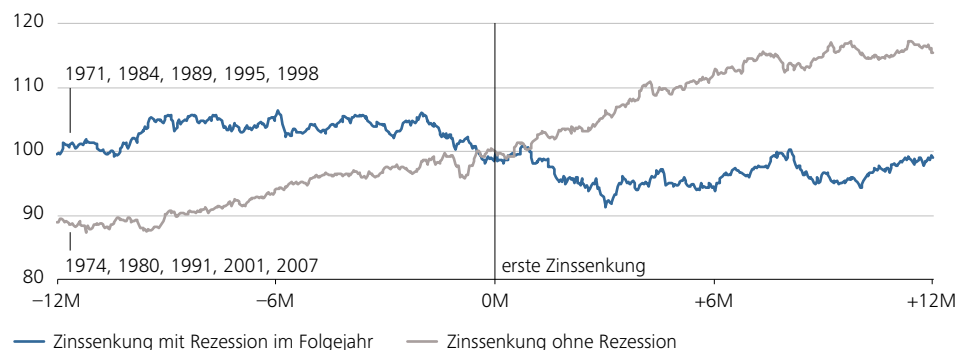
adjustment» – also eine Feinadjustierung der Geldpolitik inmitten eines Konjunkturzyklus – sein, dann sehen die Perspektiven für Aktien durchaus erfreulich aus. Denn in den letzten 50 Jahren notierten US-Aktien in eben diesen Fällen, also bei einer Fortsetzung des Wirtschaftsaufschwungs, sechs Monate nach der ersten Zinssenkung im Schnitt 11 % und zwölf Monate später sogar 15 % höher **►Darstellung 6**. Rutschte die Wirtschaft im Folgejahr hingegen in eine Rezession ab, dann drohten auch im Anlegerportfolio rote Zahlen. Ein halbes Jahr nach dem ersten Zinsschritt standen die Märkte dann nämlich durchschnittlich 6 % tiefer.

Um das Negativszenario zu verhindern geht die Fed in ihrer Geldpolitik mehr denn je sehr proaktiv vor. Nicht umsonst ist die Rede von einem «insurance cut», der ein Schrumpfen der Wirtschaftsleistung verhindern soll. Ob diese Versicherung – auch als **Fed-Put** bekannt – diesmal genügt, liegt jedoch nicht allein in den Händen der Notenbank. Das Zünglein an der Waage ist Donald Trump. Nicht nur die nächste Rezession, sondern auch der nächste grössere Einbruch am Aktienmarkt könnte im Nachhinein nach ihm benannt werden.

### 6 Aktien reagieren positiv auf die erste Zinssenkung...

...aber nur, wenn eine Rezession ausbleibt

Entwicklung des S&P 500-Index vor und nach der ersten Zinssenkung der US-Notenbank



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



# Alternative Anlagen

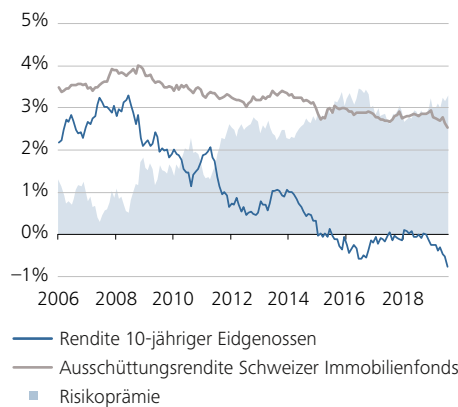
Die Zinsen befinden sich weltweit im freien Fall. Davon profitieren insbesondere «zinsensitive» Anlageklassen. Ein Paradebeispiel dafür sind (Schweizer) Immobilienfonds. Die Aussichten bleiben positiv.

Die anhaltend tiefen und weiter fallenden Zinsen rund um den Globus verschärfen den Anlagenotstand. Auf der Suche nach Alternativen zu den festverzinslichen Anlagen stehen Immobilienfonds besonders im Fokus. Die sinkenden Zinsen wirken sich nämlich doppelt positiv auf die Anlageklasse aus: Erstens steigt der Wert der Immobilien aufgrund des fallenden Diskontierungsfaktors kontinuierlich an, was zu fortlaufenden Aufwertungsgewinnen führt. Zweitens nimmt die relative Attraktivität der Anlageklasse gegenüber Staatsanleihen weiter zu. Die durchschnittliche Ausschüttungsrendite der Schweizer Immobilienfonds beläuft sich derzeit auf rund 2.6 %. Demgegenüber steht die Rendite der 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen von -1.0 %. Die Renditedifferenz von aktuell fast 3.6 % ist auch im historischen Vergleich sehr attraktiv ► **Darstellung 7** und spricht weiterhin für «Betongold». Solange also die Zinsen in der Schweiz tief bleiben – und die Zinswende auf den «Sankt-Nimmerleins-Tag» verschoben wird – sehen wir wenig Gegenwind für Immobilienfonds. Wir empfehlen deshalb im Portfoliokontext weiterhin eine «Übergewichtung» der Anlageklasse.

## 7 Hohe Risikoprämien...

...dienen als Puffer

Rendite Schweizer Immobilienfonds vs. Eidgenossen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

tiven zu den festverzinslichen Anlagen stehen Immobilienfonds besonders im Fokus. Die sinkenden Zinsen wirken sich nämlich doppelt positiv auf die Anlageklasse aus: Erstens steigt der Wert der Immobilien aufgrund des fallenden Diskontierungsfaktors kontinuierlich an, was zu fortlaufenden Aufwertungsgewinnen führt. Zweitens nimmt die relative Attraktivität der Anlageklasse gegenüber Staatsanleihen weiter zu. Die durchschnittliche Ausschüttungsrendite der Schweizer Immobilienfonds beläuft sich derzeit auf rund 2.6 %. Demgegenüber steht die Rendite der 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen von -1.0 %. Die Renditedifferenz von aktuell fast 3.6 % ist auch im historischen Vergleich sehr attraktiv ► **Darstellung 7** und spricht weiterhin für «Betongold». Solange also die Zinsen in der Schweiz tief bleiben – und die Zinswende auf den «Sankt-Nimmerleins-Tag» verschoben wird – sehen wir wenig Gegenwind für Immobilienfonds. Wir empfehlen deshalb im Portfoliokontext weiterhin eine «Übergewichtung» der Anlageklasse.



# Währungen



## SCHON GEWUSST?

Das «Brexit»-Thema zeigt es eindrücklich: Währungen reagieren oft besonders sensitiv auf politische Unsicherheiten. Jüngst konnte dies auch in Argentinien beobachtet werden. Bei ersten Vorwahlen ist Alberto Fernandez – der frühere Kabinettschef von Ex-Präsidentin Cristina Kirchner – als stärkster Präsidentschaftskandidat hervorgegangen. Der Linkspopulist liess den konservativen Präsidenten Mauricio Macri ganze 15 Prozentpunkte hinter sich. Dieser Stimmungstest vor den offiziellen Wahlen Ende Oktober, welcher auf einen Machtwechsel in Argentinien hindeutet, liess die argentinische Valuta einbrechen. Gegenüber dem Schweizer Franken verlor der Peso an einem einzigen Tag fast 17 % an Wert.

Der «Brexit»-Termin am 31. Oktober rückt immer näher und der neue Premier Boris Johnson hat klar gemacht, dass er am Datum ohne Wenn und Aber festhalten will. Einen Verlierer gibt es bereits: Das britische Pfund.

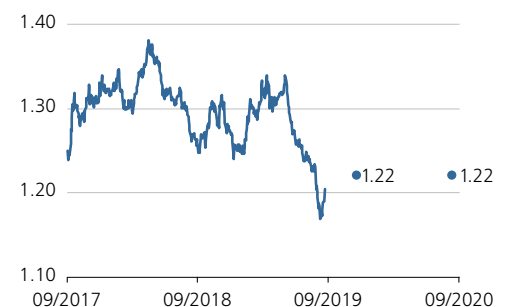
Die Uhr tickt. In knapp zwei Monaten läuft die nächste «Brexit»-Frist aus und geht es nach dem neuen Premierminister Boris Johnson dürfte es diesmal auch die Letzte sein. Johnson ist angetreten um den Austritt Grossbritanniens aus der Europäischen Union (EU) über die Bühne zu bringen – mit oder ohne Abkommen. Obwohl die Bevölkerung im Königreich weiterhin stark gespalten ist, hat der Premierminister mit seiner harten Haltung gemäss einer aktuellen Umfrage eine knappe Mehrheit von 54 % hinter sich. Ob ein harter «Brexit» noch abgewendet werden kann bleibt deshalb fraglich. Die resultierenden Unsicherheiten haben zuletzt beim britischen Pfund deutliche Spuren hinterlassen. Die Valuta hat sich gegenüber dem Schweizer Franken seit Mai 2019 um über 12 % abgewertet ► **Darstellung 8**. Auf den aktuellen Niveaus dürfte das Pfund nun zwar langsam einen Boden finden. Mit einer starken Gegenbewegung ist allerdings nicht zu rechnen – zu gross bleiben die politischen Unsicher-

heiten. Anstatt auf eine rasche Erholung des britischen Pfund zu spekulieren, sollten Anleger also lieber einen Shopping-Trip nach London oder einen Urlaub im Königreich planen. Beides dürfte sich jetzt auf jeden Fall lohnen.

## 8 Der nahende «Brexit» hinterlässt Spuren

Das britische Pfund verliert deutlich an Wert

Britisches Pfund/Schweizer Franken und Raiffeisen Prognose

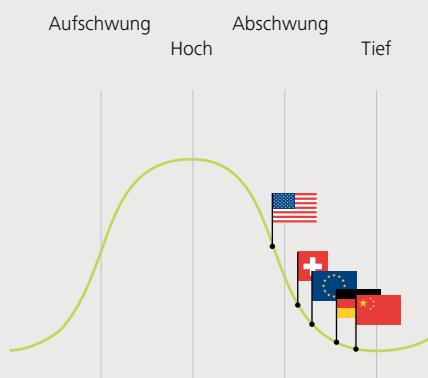


Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# Ein Blick nach vorne

Die Konjunkturvorlaufindikatoren haben sich zuletzt weiter abgeschwächt und die inverse US-Zinskurve beunruhigt zusätzlich. Den Dienstleistungsbereich hat die schlechte Stimmung bisher aber (noch) nicht erreicht.

## KONJUNKTUR



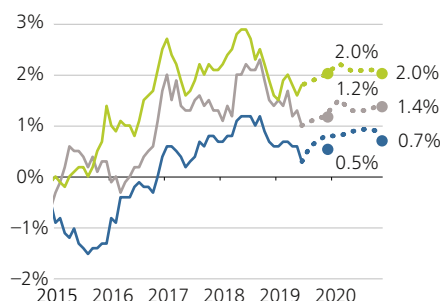
- Die **Schweiz** kann sich der globalen wirtschaftlichen Abkühlung als kleine, offene Volkswirtschaft nicht entziehen. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte dieses Jahr daher mit 1.2% deutlich weniger wachsen als im Vorjahr.
- Unter den grossen Wirtschaftsräumen bleibt die **Eurozone** das Schlusslicht. In 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

### Keine Spur...

...von Inflationsdruck

Inflation und Prognosen



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

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

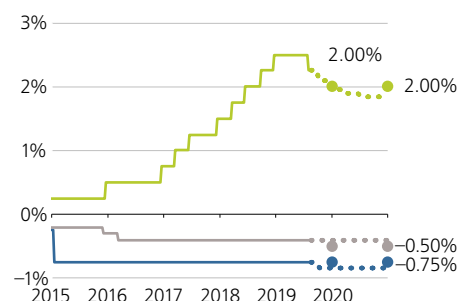
- Die Inflation hat sich in der **Schweiz** im Juli auf 0.3% weiter abgeschwächt. Nicht zuletzt aufgrund der Stärke des Schweizer Frankens gehen wir davon aus, dass die Teuerung 2019 auch demnächst tief bleiben wird. Unsere Teuerungserwartung für 2019 liegt aktuell bei 0.5%.
- Auch im **Euroraum** rechnen 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%.
- Insbesondere in den **USA** dürften die US-Strafzölle gegen China bei einigen Produkten einen spürbaren Preiseffekt haben. Andererseits mindert das schwächere Wirtschaftswachstum den Teuerungsdruck etwas. Wir passen unsere Inflationsprognose für die USA von 2.2% auf 2.0% leicht nach unten an.

## GELDPOLITIK

### Weiter runter

Die Fed dürfte nochmals die Zinsen senken

Leitzinsen und Prognosen



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

\*Einlagezinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die **US-Notenbank Fed** dürfte ihren Leitzins in den kommenden Wochen um weitere 25 Basispunkte auf 2% senken. Der Finanzmarkt erwartet bis Ende 2020 danach noch drei bis vier weitere Zinsschritte. Wir denken, dass dies etwas zu pessimistisch ist und rechnen im Anschluss mit einer Zinspause.
- Aus dem letzten Protokoll der **Europäischen Zentralbank** geht hervor, dass sich die Mehrheit der Notenbanker für ein umfassendes Massnahmenpaket stark macht. Im Herbst sind daher nicht nur eine Senkung des Einlagezinssatzes auf -0.5%, sondern mit hoher Wahrscheinlichkeit auch weitere (Netto-)Anleihekäufe zu erwarten.
- Die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** hat in den letzten Wochen erstmals seit über zwei Jahren wieder nennenswert am Devisenmarkt interveniert um den Franken zu schwächen. Die Marke von 1.09 CHF scheint für die SNB eine erste Schmerzgrenze zu sein. Wir denken, dass die Nationalbank vorerst bei diesem bewährten Mittel bleibt, auch wenn der Druck betreffend einer weiteren Zinssenkung zunimmt.



## 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.