

OKTOBER 2019

Anlageguide



Abwarten und Tee trinken?

Die unendliche «Brexit»-Saga

RAIFFEISEN

Unsere Sicht auf die Märkte



IN DIESER AUSGABE ZU LESEN

- S.3** Fokusthema: Abwarten und Tee trinken? – Die unendliche «Brexit»-Saga
- S.5** Unsere Einschätzungen:
- Obligationen
 - Aktien
 - Alternative Anlagen
 - Währungen
- S.8** Unsere Prognosen:
- Konjunktur
 - Inflation
 - Geldpolitik

Unendliche «Brexit»-Saga: Der Termin für den Austritt Grossbritanniens aus der Europäischen Union (EU) – der 31. Oktober – rückt immer näher. Doch ob es dann tatsächlich zum «Brexit» kommen wird, ist nach wie vor ungewiss. So oder so wird es in den kommenden Wochen immer wieder Nachrichtenschlagzeilen zu diesem Thema geben. Abgesehen vom britischen Pfund und bei britischen Aktien dürften sich die Auswirkungen auf die Finanzmärkte aber in Grenzen halten. Für Anleger heisst es daher: «Abwarten und Tee trinken».

Ein weiterer Dreh an der Zinsschraube...

Mario Draghi hat kurz vor seinem Abtritt vom Chefessel der Europäischen Zentralbank (EZB) nochmals ein umfangreiches Massnahmenpaket auf den Weg gebracht. Neben einem Neustart des Anleihekaufprogramms gab es die weitgehend erwartete Senkung des Einlagezinssatzes auf –0.5%. Innerhalb der Zentralbank rumort es nach dem Entscheid aber mehr denn je. Auch innerhalb der US-Notenbank Fed ist man sich immer weniger einig. Nach dem erwarteten Zinsschritt im September steht der Leitzins in den USA nun bei 2%. Ob er demnächst weiter gesenkt wird, hängt vor allem von der US-Konjunktur und vom Handelskrieg ab.

...aber nicht in der Schweiz: Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat sich dem Trend zu noch tieferen Zinsen bei ihrer jüngsten

geldpolitischen Lagebeurteilung nicht angeschlossen. Vielmehr beweist sie mit Blick auf die negativen Effekte der Negativzinspolitik Augenmass und gewährt den Banken eine spürbare Entlastung. Deren Belastung mit «Strafzinsen» sinkt zukünftig um rund die Hälfte. Die SNB signalisiert damit aber auch eine langanhaltende geldpolitische Eiszeit.

Erneute Konjunktur-Enttäuschung: Die vorläufigen Einkaufsmanagerindizes für Europa fielen Ende September unerwartet schwach aus. Dies insbesondere in Deutschland, wo im dritten Quartal nun eine weitere 3-Monatsperiode mit negativem Wachstum droht. Hoffnungen auf eine Stabilisierung bei den Vorlaufindikatoren wurden damit wieder jäh zunichte gemacht. Ein wirtschaftlicher Abschwung auf breiter (regionaler) Front ist aber weiterhin nicht unser Basisszenario.

Taktische Anpassung bei Aktien: Zwar hat die Konjunktur in Europa noch keinen Boden gefunden. Eine temporäre Bodenbildung bei den Anleiherenditen sowie die zuletzt zu beobachtende Rotation von defensiven Aktiensektoren und Wachstumstiteln hin zu zyklischen und günstig bewerteten Titeln spricht aber für europäische Aktien, welche wir auf «neutral» heraufstufen. Bei Japan nehmen wir nach dem guten Lauf der jüngsten Zeit Gewinne mit: neu «leicht untergewichtet».

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-/übergewichtet



stark unter-/übergewichtet



*währungsgesichert

Die unendliche «Brexit»-Saga



DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

Seit der Abstimmung über den Austritt Grossbritanniens aus der Europäischen Union (EU) sind mittlerweile mehr als drei Jahre vergangen. Eine klare Lösung zeichnet sich allerdings noch immer nicht ab. Die anhaltenden Unsicherheiten haben aber bereits Spuren hinterlassen. Die Wirtschaft im Königreich hat sich deutlich abgeschwächt und würde im Falle eines ungeordneten «Brexit» unweigerlich in eine Rezession fallen. Im globalen Kontext halten sich die negativen Auswirkungen aus unserer Sicht aber in Grenzen. Selbst im schlimmsten Fall dürfte das globale Wirtschaftswachstum wohl nur zwischen 0.1 % – 0.2 % negativ beeinträchtigt werden. Vorsicht ist aber beim britischen Pfund und dem britischen Aktienmarkt angebracht, welche im Falle eines harten «Brexit» deutliche Verluste erleiden dürften.

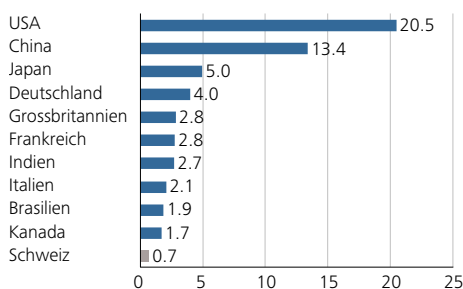
Am 23. Juni 2016 sprachen sich knapp 52 % der Briten für den Austritt aus der Europäischen Union (EU) aus. Seither wurde viel diskutiert, verhandelt, abgestimmt und ein neuer Premierminister gewählt – konkret passiert ist aber bis heute: nichts. Und obwohl der neue Premierminister Boris Johnson bei seinem Amtsantritt versprochen hat, den «Brexit» bis zum 31. Oktober definitiv zu vollziehen – und zwar mit oder ohne Abkommen – zeichnet sich mittlerweile ab, dass die «Brexit»-Saga wohl nochmals in die Verlängerung gehen wird.

Das Ganze ähnelt mittlerweile eher einer Tragikomödie als einem durchdachten demokratischen (Austritts-)Prozess und der Ausgang ist nach wie vor völlig ungewiss. Die Optionen sind vielfältig: Austritt mit bestehendem Abkommen, Neuverhandlungen über den Austrittsvertrag, harter «Brexit», nochmalige Volksabstimmung oder Neuwahlen stehen unter anderem zur Debatte. Was letztlich der Ausgang sein wird ist weiterhin spekulativ und eine seriöse Prognose ist schlicht nicht möglich. Entscheidend ist aber die Frage: Ist dies überhaupt relevant? Und wenn ja, für wen?

1 Die Nr. 5...

...der grössten Volkswirtschaften der Welt

Bruttoinlandsprodukt 2018 in Billionen US-Dollar



Quellen: Statista, Raiffeisen Schweiz CIO Office

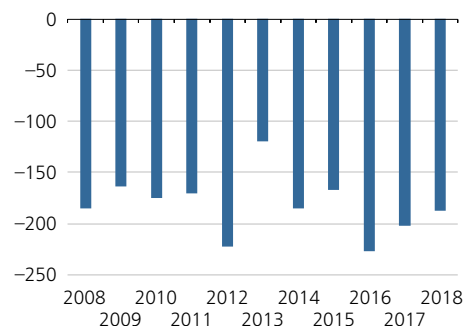
Um diese Frage zu beantworten lohnt es sich, einen genaueren Blick auf die Bedeutung und Vernetzung der britischen Volkswirtschaft zu werfen. Grossbritannien gehört mit einem Bruttoinlandsprodukt (BIP) von 2'828 Milliarden US-Dollar zu den grössten Volkswirtschaften der Welt und rangiert aktuell auf dem fünften Platz ► **Darstellung 1**. Dicht gefolgt wird

Grossbritannien von Frankreich und Indien, welche wohl demnächst am Königreich vorbeiziehen werden. Im Vergleich dazu belief sich das BIP in der Schweiz im vergangenen Jahr auf rund 704 Milliarden US-Dollar, was ziemlich genau einem Viertel der britischen Wirtschaftsleistung entspricht. Insofern ist Grossbritannien wirtschaftlich betrachtet durchaus ein relevanter «Spieler» auf der Weltbühne. Spannend ist auch ein Blick auf die Handelsbilanz: Grossbritannien weist ein konstantes Handelsbilanzdefizit auf, welches sich zuletzt auf fast 188 Milliarden USD belief ► **Darstellung 2**. Das heisst konkret, dass das Königreich deutlich mehr Güter importiert als exportiert.

2 Abhängig vom Ausland

Grossbritannien weist ein konstantes Handelsdefizit auf

Entwicklung des Handelsdefizits (Exporte minus Importe) in Milliarden US-Dollar



Quellen: Statista, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Was die Importe anbelangt ist Deutschland der mit Abstand wichtigste Handelspartner, gefolgt von China und den USA. Umgekehrt sind die USA der wichtigste Exportmarkt für britische Produkte. Die Ausfuhren nach Nordamerika (inkl. Kanada) beliefen sich im vergangenen Jahr auf 74.5 Milliarden US-Dollar. Insgesamt gingen 47 % aller Exporte in die EU und entsprechende 53 % in alle übrigen Länder. Vor diesem Hintergrund ist es erstaunlich, dass die EU nicht bereit ist den Austrittsvertrag nachzuverhandeln – denn basierend auf dem Handelsbilanzsaldo dürfte die EU im Falle eines harten «Brexit» ebenfalls zu den Verlierern gehören. Aktuell scheint allerdings vor allem Grossbritannien die Zeche für die ungelöste Situation und die latenten Unsicherheiten zu bezahlen.



DER CIO ERKLÄRT: WAS HEISST DAS FÜR DIE SCHWEIZ?

Für die Schweiz ist Grossbritannien ein wichtiger Handelspartner. Im vergangenen Jahr beliefen sich die Exporte ins Vereinigte Königreich auf rund 8.8 Milliarden Schweizer Franken. Importiert wurden umgekehrt Waren im Wert von 7.8 Milliarden. Die Direktinvestitionen von Schweizer Unternehmen belaufen sich auf gut 51 Milliarden Franken. Die Beziehungen zwischen den beiden Ländern werden heute im Rahmen der bilateralen Abkommen mit der Europäischen Union (EU) geregelt. Um ein geordnetes Verhältnis über einen möglichen «Brexit» hinaus sicherzustellen, haben die Schweiz und Grossbritannien in diesem Jahr mehrere bilaterale Abkommen abgeschlossen. Damit ist ein weitgehend friktionsloses Weiterführen der Beziehungen mit dem Königreich auch nach einem EU-Austritt sichergestellt. Dieses Beispiel zeigt die Stärken und Flexibilität der Schweiz. Aufgrund der Unabhängigkeit können jederzeit bilaterale Abkommen und Verträge mit anderen Staaten abgeschlossen werden und so die Interessen der Wirtschaft und der Bevölkerung optimal wahrgenommen werden.



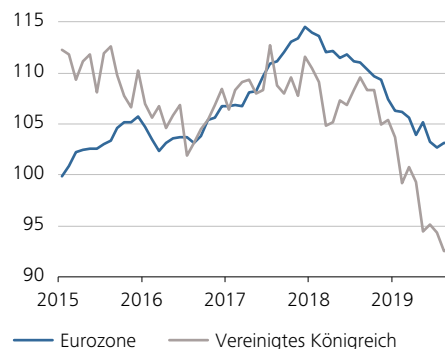
Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

Die Entwicklung der wirtschaftlichen Stimmungsindikatoren zeigen im Königreich seit Mitte 2017 nach unten, wobei sich der negative Trend zuletzt gar noch beschleunigt hat ► **Darstellung 3**. Viele Firmen halten ihre Investitionen zurück oder haben bereits mit (Produktions-)Standortverlagerungen begonnen. Neben der Industrie ist auch die sehr bedeutende Finanzindustrie stark betroffen. Gemäss Schätzungen von Goldman Sachs hat die Unsicherheit seit der Abstimmung über den EU-Austritt die britische Wirtschaft rund 2.6% an Wachstum gekostet. Konkret beläuft sich die Rechnung damit bis dato auf rund 73.5 Milliarden US-Dollar.

3 Beschleunigte Talfahrt

Wirtschaftliche Vorlaufindikatoren zeigen nach unten

Economic Sentiment Index für Europa und Grossbritannien

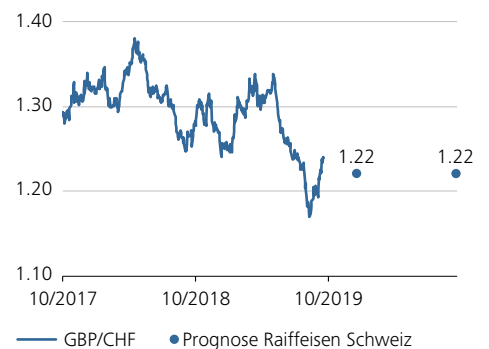


Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Aufgrund der Unsicherheiten hat sich die Wirtschaft im Königreich also bereits deutlich abgeschwächt und gemäss neusten Schätzungen der britischen Handelskammer dürfte das BIP-Wachstum im 2020 noch gerade einmal 0.8% betragen. Diese Schätzung basiert allerdings auf einem geordneten «Brexit». Im «Worst Case» sieht das Szenario deutlich düsterer aus: Ohne Abkommen wird der Wirtschaft in Grossbritannien eine schmerzhaft Rezession bevorstehen. Schätzungen zu Folge könnte die Wirtschaft um bis zu 4% schrumpfen. Spüren würden dies auch die

4 Gehörige Risikoprämie

Britisches Pfund preist harten «Brexit» teilweise ein
Britisches Pfund/Schweizer Franken



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Anleger – der Aktienmarkt in England und auch das britische Pfund ► **Darstellung 4** würden in diesem Szenario deutlich an Wert einbüßen. Für die EU wären die Nettoeffekte ebenfalls negativ. Ein ungeordneter «Brexit» könnte auch auf dem europäischen Festland kurzfristig zwischen 0.2% – 0.4% an Wachstum kosten. Global betrachtet muss das Ganze dann allerdings deutlich relativiert werden. Selbst im schlimmsten Fall würde der «Brexit» das globale Wachstum wohl um nicht mehr als 0.1% bis 0.2% beeinträchtigen.

Die «Brexit»-Saga wird uns so oder so noch einige Zeit beschäftigen. Die Auswirkungen auf die Weltwirtschaft halten sich aber selbst im schlimmsten Fall in relativ überschaubaren Grenzen. Entscheidender für die globale Konjunktur scheint uns aktuell die weitere Entwicklung im Handelskonflikt zu sein. Bezogen auf den «Brexit» heisst es für Anleger also vorerst: «Abwarten und Tee trinken».

Obligationen

Die Anleiherenditen haben sich zuletzt deutlich erholt und verfügen im Falle einer Stabilisierung der Konjunktur über weiteres Aufwärtspotential. Längerfristig bleiben Obligationen deshalb unattraktiv – nicht zuletzt auch wegen den Notenbanken.

Erstmals in diesem Jahr haben sich die Renditen von «sicheren» Staatsanleihen in den vergangenen Wochen etwas deutlicher erholt. So stieg die Rendite für 10-jährige US-Staatsanleihen von einem Tief bei 1.43 % zwischenzeitlich wieder auf 1.80 % an. Die Eidgenossen-Rendite erholte sich von -1.13 % auf immerhin -0.66 %. Obligationen verzeichneten spiegelbildlich entsprechende Kursverluste. Ist dies nun die Trendwende hin zu höheren Zinsen oder wieder nur eine Eintagsfliege?

Für eine Kurskonsolidierung. Der leichteste Teil der (Erholungs-)Übung liegt nun aber bereits wieder hinter uns. Wie es an den Obligationenmärkten weitergeht, dürften Konjunktur und Notenbanken bestimmen.

In puncto Konjunktur erwarten wir demnächst langsam Licht am Ende des Tunnels. Die Einkaufsmanagerindizes sollten sich auf tiefem Niveau stabilisieren. Auch die leichten Entspannungssignale im Handelskrieg sind erst einmal positiv zu werten. Sollten sich diese Tendenzen fortsetzen, besteht bei den Anleiherenditen noch ein gewisses Aufwärtspotential. Es dürfte letztlich aber limitiert bleiben – den Notenbanken sei Dank. Diese haben die Politik des billigen Geldes im September nämlich nochmals zementiert. Die Zinssenkung der Fed war wenig überraschend, was herausstach war das neue Massnahmenpaket der Europäischen Zentralbank (EZB). Sie wird nun so lange Anleihen kaufen bis sich die Inflation in der Eurozone dem Ziel von «nahe aber knapp unter 2 %» nachhaltig annähert. Dies dürfte unserer Meinung nach noch Jahre dauern – wenn es überhaupt möglich ist. Nachdem die Details zum «Quantitative Easing 2.0» der EZB nun bekannt sind, besteht bei den Anleiherenditen wie in früheren QE-Phasen wohl noch etwas Luft nach oben ► **Darstellung 6**. Vor diesem Hintergrund erachten wir Staatsanleihen nach wie vor als uninteressant.



WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

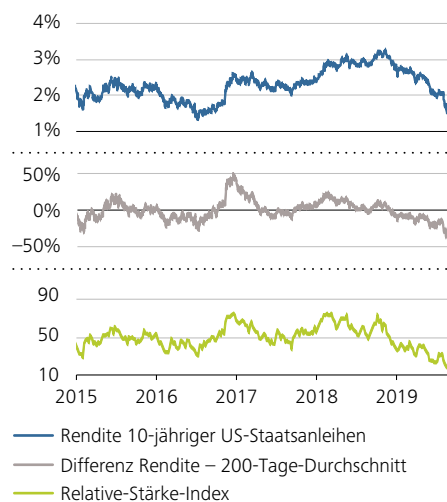
Relative-Stärke-Index

Anhänger der technischen Chartanalyse bedienen sich eines ganzen Arsenal an Instrumenten um Aussagen über die zukünftige Kursentwicklung einer Aktie oder eines Index zu machen. Einer der am häufigsten verwendeten Indikatoren ist der Relative-Stärke-Index (RSI), der 1978 von Welles Wilder entwickelt wurde. Dieser Momentum-Indikator misst die Geschwindigkeit und die Richtung eines Trends und vergleicht Preisanstiege und -verluste eines Basiswerts über die Zeit. Der RSI oszilliert dabei zwischen den Werten 0 und 100. Werte von unter 30 (über 70) zeigen eine «überverkaufte» («überkaufte») Situation an, bei der die Wahrscheinlichkeit für eine (kurzfristige) Gegenbewegung steigt. Wie alle charttechnischen Indikatoren ist auch der RSI keine Glaskugel, welche die Zukunft prognostiziert. Bei Extremwerten ist der Index aber ein geeignetes Hilfsmittel um Trendwenden frühzeitig zu erkennen.

5 Stark «überverkaufte» Charttechnik...

...sorgt für überfälligen Rebound

Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen und technische Indikatoren



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Zunächst einmal sind die Bewegungen der jüngsten Zeit alles anderes als ungewöhnlich. Denn die gesamte Anlageklasse Obligationen war im Sommer – aus Sicht der charttechnischen Analyse – sehr stark «überkauft» und damit überfällig für eine Korrektur. Exemplarisch dafür steht der Chart der US-Treasuries ► **Darstellung 5**: Die Abweichung der 10-jährigen Rendite vom 200-Tage-Durchschnitt hatte sich im August markant ausgeweitet; auch der **Relative-Stärke-Index** verzeichnete einen seltenen Extremwert. Zudem näherte sich die Rendite den Tiefpunkten aus den Jahren 2012 und 2016 – einem offensichtlichen Niveau

6 Die Luft ist erst einmal draussen

Rendite-Tief bisher stets vor QE-Ankündigung

Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen und «Quantitative Easing»-Programme



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Aktien

Die Angriffe auf zwei Ölanlagen in Saudi-Arabien haben zu einem sprunghaften Anstieg der Erdölpreise geführt. Profitieren dürften die Erdölgesellschaften: Neben günstigen Bewertungen locken attraktive Dividendenrenditen.



SCHON GEWUSST?

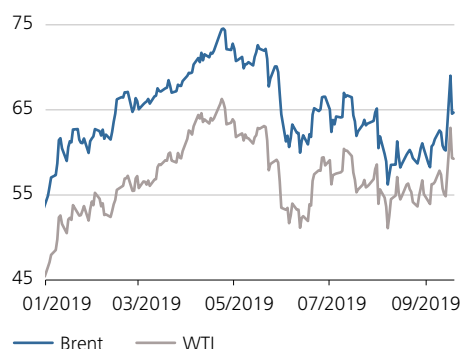
Der Kampf ums «schwarze» Gold zieht sich wie ein roter Faden durch die (Welt-) Geschichte. Die erste Ölpreis-Krise begann im Herbst 1973 während dem Jom-Kippur-Krieg. Um den Westen in Bezug auf die (militärische) Unterstützung Israels unter Druck zu setzen, drosselten die arabischen Erdölproduzenten die Fördermenge um gut 5 %. In der Folge schoss der Rohölpreis von rund 3 US-Dollar pro Barrel um gut 70 % auf über 5 US-Dollar in die Höhe. Ein Jahr später notierte der Erdölpreis bereits bei 12 US-Dollar. Die darauf folgende Wirtschaftskrise mündete in einer schmerzhaften Rezession. Die zweite Öl-Krise (1979/1980) ging gleichzeitig als «Erster Golfkrieg» in die Geschichte ein. Auslöser war die islamische Revolution im Iran und der darauffolgende militärische Angriff Iraks auf das Nachbarland. Auch in dieser Phase stiegen die Ölpreise massiv an. Der «Zweite Golfkrieg» begann am 2. August 1990 mit der Besetzung Kuwaits durch irakische Truppen. Aufgrund der raschen militärischen Intervention der USA schnellte der Ölpreis aber nur kurzfristig in die Höhe.

Bei den Drohnenattacken Mitte September wurden bedeutende saudi-arabische Ölanlagen getroffen und vorübergehend lahmgelegt. Betroffen waren gut 5 % der gesamten, weltweiten Erdölproduktion. Entsprechend kam die Reaktion an den Rohstoffmärkten nicht überraschend – der Erdölpreis sprang zwischenzeitlich über 10 % in die Höhe ► **Darstellung 7**. Obwohl sich offiziell die Huthi-Rebellen in Jemen für die Anschläge verantwortlich bekannten, gerät einmal mehr der Iran ins Visier. Eine weitere Eskalation in der Region und sogar eine militärische Intervention der USA gegen den Iran kann deshalb mittlerweile nicht mehr ausgeschlossen werden. Damit werden auch Erinnerungen an vergangene Öl-Krisen wach. Selbst wenn die Produktion in Saudi-Arabien in einigen Wochen wieder vollständig hochgefahren sein wird, hat der Angriff die «Verletzlichkeit» der Ölanlagen in der Region aufgezeigt. Somit ist es sehr wahrscheinlich, dass die Risikoprämien beim Erdöl nachhaltig ansteigen werden – schliesslich muss jederzeit mit weiteren Attacken gerechnet werden. Von den höheren Rohölpreisen profitieren vor allem die Ölgesellschaften. Der Sektor ist in den letzten Jahren unter Druck geraten: Einerseits aufgrund der Erschliessung von neuen Quellen (Schieferöl) und andererseits durch die Klimadiskussion, welche das Ziel hat, den Anteil fossiler Energieträger deutlich zu reduzieren. Entsprechend hat auch das Gewicht des Sektors in den breiten Aktienindizes kontinuierlich abgenommen.

7 Sprunghafter Anstieg der Erdölpreise

Drohnenattacken in Saudi-Arabien als Auslöser

Brent- und WTI-Rohöl in US-Dollar

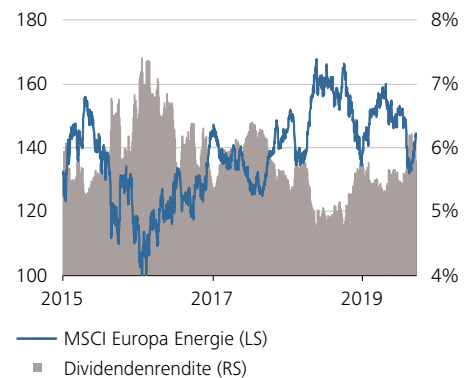


Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

8 Attraktive Dividendenrenditen sprechen für Ölwerte

Wo gibt es sonst noch 6 % zu holen?

Performance und Dividendenrenditen der europäischen Erdölwerte



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Performancemässig ist der Erdölsektor in diesem Jahr deutlich zurückgeblieben. Mit einem Plus von rund 3 % in Schweizer Franken gerechnet, liegen die europäischen Energiewerte deutlich hinter dem Gesamtmarkt zurück (MSCI Europe: +14 % in CHF). Auch bewertungsmässig sind die Erdölk Aktien attraktiv – und zwar sowohl absolut betrachtet als auch im Vergleich zur eigenen Historie. Hinzu kommen die hohen Dividendenrenditen, welche sich aktuell auf rund 6 % belaufen und vor allem auch im Verhältnis zu den Anleiherenditen äusserst attraktiv sind ► **Darstellung 8**. Vor diesem Hintergrund erachten wir den Zeitpunkt für den Kauf von Erdölk Aktien als günstig an und gehen davon aus, dass die Performancelücke zumindest teilweise geschlossen werden kann.



Alternative Anlagen

Dass der Goldpreis von immer tieferen Zinsen profitiert, ist inzwischen kein Geheimnis mehr. Immer mehr Anleger sind zuletzt auf den fahrenden Zug aufgesprungen. Eine Verschnaufpause wäre nicht verwunderlich.



WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

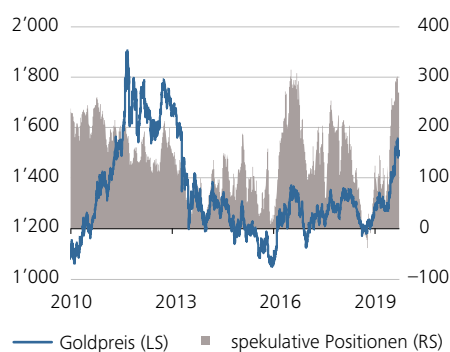
CoT-Report

Einmal pro Woche veröffentlicht die Commodity Futures Trading Commission (CFTC), eine Regulierungsbehörde für die Terminmärkte in den USA, detaillierte Statistiken zur Positionierung der Marktteilnehmer. Der Bericht über das «Commitment of Traders» (CoT) unterteilt dabei die Händler am Terminmarkt in Spekulanten und Kommerzielle. Zur ersten Kategorie zählen all jene Händler, die allein von fallenden oder steigenden Preisen bei Edelmetallen, Agrargütern oder Energiepreisen profitieren wollen. Zu den Kommerziellen gehören hingegen Unternehmen wie Starbucks, welche Rohstoffe (wie Kaffee) als wichtige «Produktionsfaktoren» benötigen, oder Konzerne wie Shell (Rohöl) und Newmont Mining (Gold), welche selbst Rohstoffe fördern. Sie handeln mit Futures und Optionen um sich gegen grössere Preisbewegungen abzusichern (Hedging). Aufgrund von besseren, marktnahen Informationen haben die Kommerziellen meist den besseren «Riecher», so dass extreme Positionierungen oft auf eine nahende Trendwende bei einem Rohstoffpreis hindeuten.

9 Glänzende Euphorie

Spekulanten setzen auf weiter steigende Goldpreise

Gold in US-Dollar und Positionierung Spekulanten (in 1'000 Kontrakte)



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Das gelbe Metall war somit einer der grössten Profiteure von immer weiter sinkenden Anleiherenditen, schwacher Konjunktur und geopolitischen Unsicherheiten. Das auch performancemässig glänzende Edelmetall ist in aller Munde – und inzwischen auch in den breiten Medien angekommen. Das vermehrte Interesse nach der zinslosen Anlagealternative zeigt sich auch an den Terminmärkten, wo die Spekulanten gemäss **CoT-Report** in den letzten Wochen mit rekordverdächtig hohen Positionen auf einen weiteren Goldpreisanstieg setzen ► **Darstellung 9**. Hohe Goldquoten werden mittlerweile auch von den Börsenbriefschreibern in den USA empfohlen. Zwar billigen wir Gold (und Silber) mittelfristig durchaus weiteres Kurspotential zu. Kurzfristig wird die Luft nun aber erst einmal dünner. In diesem Sinne wäre eine Kurskonsolidierung nicht ungewöhnlich, sondern normal und «gesund».



Währungen

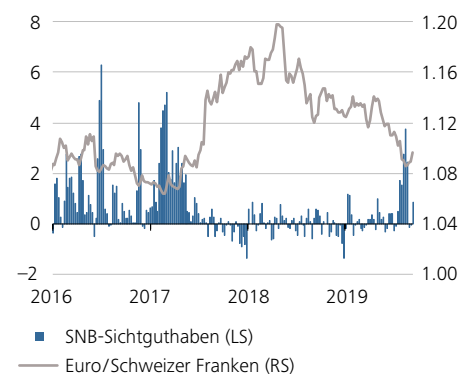
Der «worst case» ist für die Schweizerische Nationalbank (SNB) ausgeblieben. Nach der moderaten Zinssenkung im Euroraum bleibt ihr eine Verschärfung der Negativzinsen vorerst erspart. Der Franken bleibt dennoch stark.

Mario Draghi hat im September nochmals eine (halbe) «Bazooka» abgefeuert. Sein umfangreiches Massnahmenpaket beinhaltet neben der Wiederaufnahmen von Netto-Anleihekäufen sowie besseren Konditionen bei den Langfriskrediten für europäische Banken auch die von vielen erwartete Senkung des Einlagezinssatzes. Mit einem Zinsschritt von nur zehn Basispunkten hielt sich diese aber in Grenzen. Als Zwischenfazit können nach der jüngsten Lockerungsübung der EZB mindestens zwei wichtige Punkte festgehalten werden: Innerhalb der EZB rumort es mehr denn je – immer mehr EZB-Vertreter kritisieren die verzweifelte Versuche Konjunktur und Inflation mit immer mehr Aufwand anzukurbeln. Und immer mehr wird deutlich, dass die geldpolitische Trickkiste nunmehr wohl fast gänzlich «ausgeschossen» ist und die Hürden für weitere Aktionen nochmals deutlich gestiegen sind. Die SNB dürfte dies mit Freude zur Kenntnis nehmen. Ihre Strategie in erster Linie auf Deviseninterventionen zu setzen hat sich ausgezahlt ► **Darstellung 10**.

10 Operation geglückt

SNB konnte die Frankenstärke (vorerst) in Schach halten

Wöchentliche Veränderung der Sichtguthaben bei der SNB in Milliarden Franken und EUR/CHF-Wechselkurs

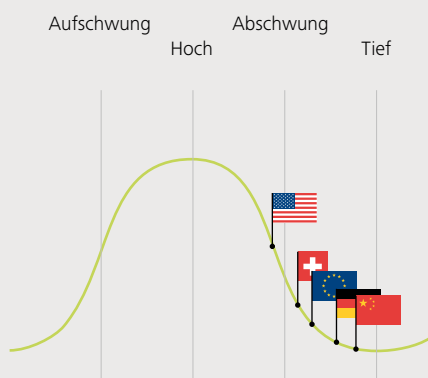


Quellen: SNB, Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Ein Blick nach vorne

Die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank (EZB) haben im September erneut an der Zinsschraube gedreht. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) entzieht sich (vorerst) dem Trend zu noch tieferen Zinsen.

KONJUNKTUR



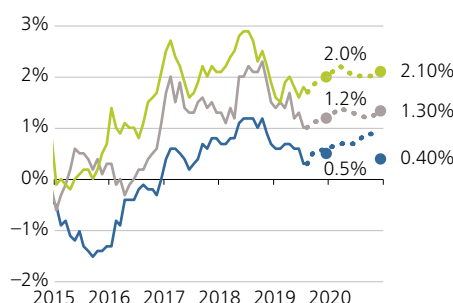
- Die **Schweiz** kann sich der globalen wirtschaftlichen Abkühlung als kleine, offene Volkswirtschaft nicht entziehen. Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts dürfte sich 2019 von 2.8% im Vorjahr auf 1.0% mehr als halbieren. Es bleibt aber klar positiv.
- Die Länder der **Eurozone** wachsen derzeit mit verschiedenen Geschwindigkeiten. Deutschland ist das schwächste Glied der Kette; Frankreich und Spanien zeigen sich dagegen relativ robust. Insgesamt gehen wir auf Jahressicht 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 weiterhin 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

Der Teuerungsdruck...

...bleibt auch 2020 tief

Inflation und Prognosen



— Schweiz — Eurozone — USA
 Konsensprognose
 • Prognose Raiffeisen Schweiz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

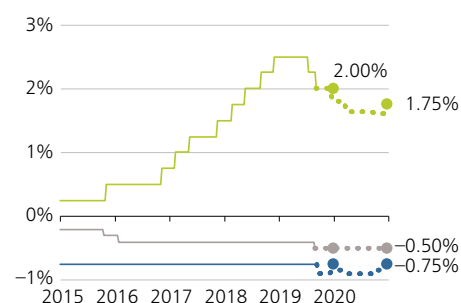
- Die Inflation verharrte in der **Schweiz** im August bei 0.3%. Nicht zuletzt aufgrund der Stärke des Schweizer Franken gehen wir davon aus, dass die Teuerung in den kommenden Monaten tief bleiben wird. Unsere Teuerungserwartung für 2019 liegt aktuell bei 0.5%.
- Auch im **Euroraum** rechnen wir nicht 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. Unsere Inflationsprognose für 2019 steht derzeit bei 2.0%.

GELDPOLITIK

Fed und EZB senken erneut die Zinsen...

...und die SNB macht nicht mit

Leitzinsen und Prognosen



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

*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die **US-Notenbank Fed** hat ihren Leitzins im September um weitere 25 Basispunkte auf 2% gesenkt. Über den weiteren Zinskurs sind sich die Fed-Mitglieder aber immer weniger einig. Er dürfte stark von den weiteren Makrodaten und der Entwicklung im Handelskonflikt abhängig sein. Wir erwarten nun erst einmal eine Zinspause, sehen den Leitzins auf Sicht von zwölf Monaten bei 1.75% aber nochmals tiefer.
- Mario Draghi hat kurz vor seinem Abtritt vom Chfessell der **Europäischen Zentralbank (EZB)** nochmals ein umfangreiches Massnahmenpaket verabschiedet. Neben einem Neustart des Anleihekaufprogramms gab es die weitgehend erwartete Senkung des Einlagezinssatzes auf -0.5%. Innerhalb der Zentralbank rumort es nach dem Entscheid aber mehr denn je. Die Hürden für weitere Lockerungsaktionen scheinen hoch.
- Die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** hat bei ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung im September Augenmass gezeigt und auf noch höhere Negativzinsen verzichtet. Ganz im Gegenteil: Zukünftig werden die «Strafzinsen» neu berechnet und die Banken um etwa die Hälfte entlastet.

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.