



- Schweizer Zinsen fest verankert
- Aktienmärkte trotzen den Risikoherden
- Fokus: Zehn Jahre Lehman-Pleite – die Nachwirkungen halten an

Datum	Zeit	Land	Ereignis/Indikator		Vorwert	Kons.	Kommentar
20.09.	08:00	CH	Exporte, mom	Aug	-1.4%		Konsolidierung auf hohem Niveau
20.09.	09:30	CH	SNB Zinsentscheid	Q3	-0.75%	-0.75%	Fokus liegt auf der Frankenstärke
20.09.	16:00	US	Leading Index	Aug	0.6%	0.5%	Wirtschaft weiterhin sehr dynamisch
21.09.	10:00	EZ	Markit Einkaufsmanagerindex	Sep	54.6	54.5	Leichter Rückgang wenig bedrohlich
21.09.	15:45	US	Markit Einkaufsmanagerindex	Sep	54.7	55.0	USA bleibt Wachstumslokomotive

Die Zentralbanken haben das Rampenlicht der Finanzmärkte zurückgewonnen, zumindest vorübergehend. Exakt zehn Jahre nach dem Beginn der globalen Finanzkrise (siehe Seite 2) sind die Zinsen noch immer auf tiefem Niveau, insbesondere in Europa. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat auch anlässlich ihres Zinsentscheides in dieser Woche bestätigt, dass sie die Leitzinsen noch bis über den Sommer 2019 hinaus auf dem aktuell tiefen Niveau halten will. Dagegen wird die US-Notenbank Fed am 26. September 2018 wahrscheinlich die Zinsen um weitere 0.25 Prozentpunkte anheben. Das wird den Leitzins auf über 2% bringen und bestätigen, dass die Zinsnormalisierung in den USA gut voranschreitet.

In der kommenden Woche wird aber zunächst die Schweizerische Nationalbank (SNB) das gemächliche Tempo der EZB aufnehmen. Der Franken zeigt nicht die gewünschte Abschwächung, wie noch zu Jahresanfang bis April, als EUR/CHF die vormalige Untergrenze von 1.20 touchierte. Danach hatten die italienischen Wahlen und das Hin und Her in den Handelskonflikten sichere Häfen wie den Schweizer Franken immer wieder aufwerten lassen. Die SNB dürfte daher kommende Woche wiederholen, dass die Lage am Devisenmarkt fragil bleibt und sie daher bereit sei, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Eine Anhebung des Zinsziels für den 3-Monatslibor von aktuell -0.75% erwarten wir erst in einem Jahr, wenn sich auch die EZB bewegen sollte. Die Zinsterminmärkte preisen diesen Schritt sogar erst für Dezember 2019 ein (siehe Grafik). Somit ist auch am Kapitalmarkt nicht mit einer raschen Zinswende zu rechnen. Die 10-jährigen Eidgenossen-Renditen bewegen sich nur langsam Richtung 0%-Schwelle und US-Staatsanleihen liegen mit 3% ebenfalls unter dem Wert, den die robuste Konjunktur und die aktuelle Inflationsdynamik suggerieren.

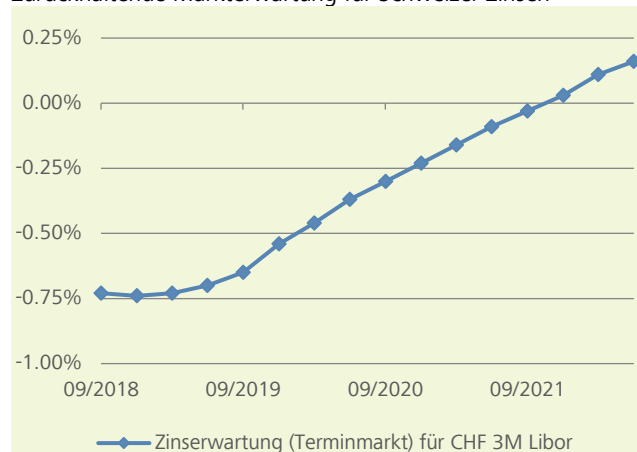
Die gute globale Wirtschaftsverfassung dürfe sich in der kommenden Woche auch wieder die Schweizer Exportzahlen widerspiegeln. Der Vormonatwert war zwar aufgrund des Export-

rückgangs in den europäischen Markt auf hohem Niveau nachlassend, der Trend bleibt aber positiv. Die Handelskonflikte führen auf der aktuellen Eskalationsstufe noch nicht zu einem Gegenwind.

Die Aktienmärkte zeigen sich von den US-Zinserhöhungen und den handelspolitischen Spannungen wenig beeindruckt. Die US-Indizes bewegen sich an den Rekordständen und auch der breite Schweizer Index SPI steht nur unwesentlich unter dem Höchststand vom Januar 2018. Die US-Technologiewerte, die massgeblich an der starken Gesamtindexentwicklung in den USA in diesem Jahr beteiligt waren, tendieren uneinheitlich. Von den u.a. im Fokus stehenden FANG-Aktien (Facebook, Amazon, Netflix und Google) stehen Google (-9% ggü. Jahreshöchst) und Facebook (-25% ggü. Jahreshöchst) etwas unter Druck. Die starke Rally in den Technologieaktien könnte einige Investoren in diesem Segment zunehmend vorsichtiger werden lassen, womit wir aktuell die Vorteile in defensiveren Märkten verorten, wie zum Beispiel dem Schweizer Aktienmarkt.

### Chart der Woche

Zurückhaltende Markterwartung für Schweizer Zinsen



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

[roland.klaeger@raiffeisen.ch](mailto:roland.klaeger@raiffeisen.ch)

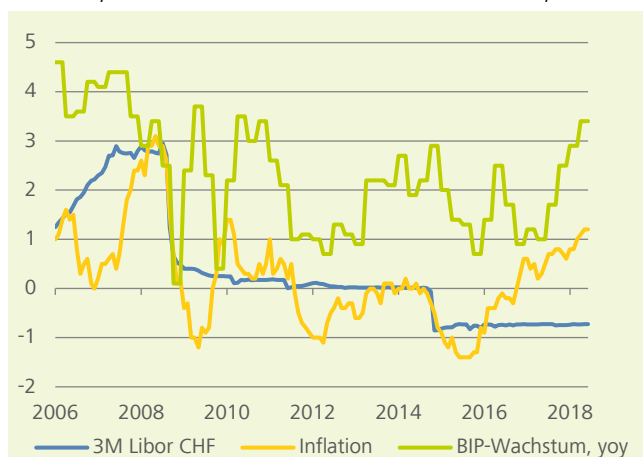
# Fokus: Zehn Jahre Lehman-Pleite – die Nachwirkungen halten an

Mit der zehnten Jährung des Lehman-Kollapses ist der Fokus der Medien und der Bankenbranche auf jenes Ereignis eingeschwenkt, das als das Schlüsselereignis der grössten Finanzkrise der Neuzeit gilt und mit deren Auswirkungen und Erkenntnissen daraus der Anleger auch heute noch konfrontiert ist.

Die Nachwehen prägen das Anlageumfeld auch nach zehn Jahren noch, auch wenn wir uns schon fast daran gewöhnt haben. Aber es ist dennoch zu vergegenwärtigen, dass die im Zuge der Rettungsmassnahmen auf ein unnatürlich tiefes Niveau gesenkten Leitzinsen mit Ausnahme der USA weiter Bestand haben, und das obschon die Konjunkturdaten und die Inflationsraten – gerade auch in der Schweiz und in der Eurozone – schon längst ein wesentlich höheres Zinsniveau rechtfertigen würden (siehe Grafik).

## Tiefstzinsumfeld als anhaltende Nachwirkung

3M-Libor, Inflation und BIP-Wachstum in der Schweiz, in %



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

Dieses von den Konsumentenpreisen und der Konjunktur entkoppelte Tiefstzinsumfeld führt zum wohlbekannten Anlagenotstand, welcher wiederum ein Andauern von Fehlallokationen begünstigt.

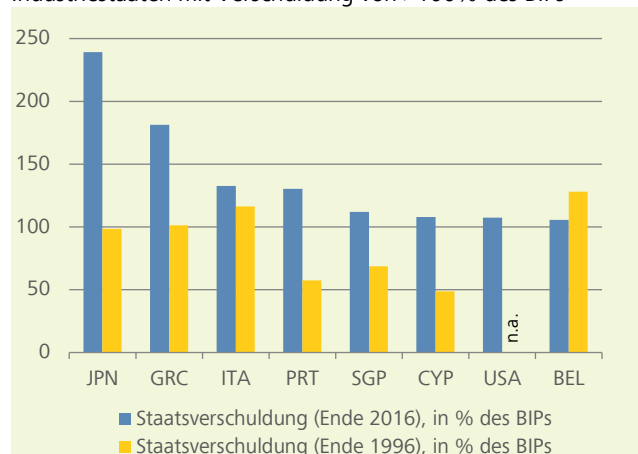
Was auch im Hinblick auf eine weitere zentrale Erkenntnis aus dem Lehman-Debakel unglücklich ist: Nur weil ein Ereignis noch nicht bekannt ist, bedeutet dies nicht, dass es nicht eintreffen kann. Diese an sich banale Erkenntnis hat unter dem Begriff der *Theorie der schwarzen Schwäne* Eingang in die Wirtschaftsliteratur gefunden: Das heisst für den Anleger, dass nur weil ein bestimmtes Börsenereignis noch nie vorgekommen ist – wie etwa die Insolvenz einer der grössten Investmentbanken – kann dieses Ereignis eben doch eintreten. Und doch sollte auch für

diesen unvorhergesehenen Fall das Portfolio gerade eines ausgewogenen und langfristig orientierten Anlegers durch ausreichende Diversifizierung gewappnet sein.

Und schliesslich scheint uns die Erkenntnis wichtig, sich nicht durch die *too big to fail* Versprechungen in falscher Sicherheit zu wähnen. Eine Rettung ist irgendwann schlicht und einfach nicht mehr möglich. Insofern gibt es neben dem theoretischen *too big to fail* wohl auch ein praktisches *too big to rescue*. Und das gilt sowohl nach wie vor für Unternehmen (insbesondere Banken), als auch für vermeintlich sichere Industriestaaten. Oder auf die aktuelle Situation umgemünzt: Nur weil Griechenland – so quasi Bear Stearns der Euro-Staaten – gerettet wurde, bedeutet dies noch lange nicht, dass auch Italien gerettet werden könnte. Was dann allenfalls das Lehman-Pendant der Währungsunion wäre. Und mit Blick auf die Verschuldung, scheint es nicht wenige Länder zu geben, die als Kandidat für einen „Lehman-Staat“ in Frage kommen (siehe Grafik).

## Staatsverschuldung als ernstes Problem

Industriestaaten mit Verschuldung von >100% des BIPs



Quelle: IMF, Investment Office Raiffeisen Gruppe

Vor diesem Hintergrund sind wir der Meinung, dass die Abstützung auf Ratings und herkömmliche Bewertungsmasse – bspw. das KGV bei Aktien – zwar ein notwendiges aber mitnichten ein hinreichendes Element darstellt. Ebenso muss die Verschuldung bei Unternehmen wie auch bei Staaten massgeblich berücksichtigt werden. Denn auch wenn als unwahrscheinlich geltende markterschütternde Ereignisse zwar nicht ausgeschlossen werden können, gilt es doch das Risiko zu minimieren, substanziiell in Titel investiert zu sein, welche in einem solchen Fall am meisten Federn lassen oder sogar abgeschrieben werden müssen.

[santosh.brivio@raiffeisen.ch](mailto:santosh.brivio@raiffeisen.ch)

	Aktien			Währungen / Rohstoffe			Zinsen				
	aktuell	%, 5 Tage	%, YTD	aktuell	%, 5 Tage	%, YTD	3M	10YR	bp, YTD		
SMI	8951	1.2	-4.6	EURCHF	1.128	0.8	-3.5	CHF	-0.73	-0.04	11
S&P 500	2904	0.9	8.6	USDCHF	0.964	-0.6	-1.1	USD	2.33	2.97	57
Euro Stoxx 50	3345	1.6	-4.5	EURUSD	1.171	1.3	-2.5	EUR (DE)	-0.32	0.43	0
DAX	12104	1.2	-6.3	Gold	1207	0.9	-7.3	GBP	0.80	1.52	33
CAC	5350	1.9	0.7	Öl (Brent)	78.4	2.1	17.3	JPY	-0.04	0.12	7

Quelle: Bloomberg  
14.09.2018 10:37

## Herausgeber

Investment Office Raiffeisen Gruppe  
Bohl 17  
9004 St. Gallen  
[investmentoffice@raiffeisen.ch](mailto:investmentoffice@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 vorliegende und auch weitere Publikationen von Raiffeisen abonnieren

<https://www.raiffeisen.ch/rch/de/ueber-uns/publikationen/maerkte-und-meinungen/research-publikationen.html>

---

## Rechtlicher 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, auf Grund 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, 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.