

Dritter Nachbar gesucht

Die Mongolei spielt China und Russland gegeneinander aus.

Die Mongolei ist dreimal so gross wie Deutschland, doch hat sie entlang ihrer über 8000 km langen Aussengrenze nur zwei Nachbarn: China und Russland. Mit ihren etwas mehr als 3 Mio. Einwohnern fühlt sich die äusserst dünn besiedelte zentralasiatische Nation von den zwei Grossmächten in die Zange genommen. Das schmerzt umso mehr, als die Mongolei bis zum Ende des Kalten Krieges ein Satellit der Sowjetunion und bis zum Anfang des 20. Jahrhunderts ein Vasallenstaat des Reichs der Mitte war.

Offiziell verfolgt Ulan-Bator einen strikten Neutralitätskurs. Gleichzeitig versucht die Regierung seit mehr als drei Jahrzehnten, Peking und Moskau gegeneinander auszuspielen. Damit ist die Mongolei bisher nicht schlecht gefahren, buhlen die zwei Nachbarn doch um ihre Gunst, was sich etwa in Form von günstigen Erdölimporten aus Russland oder den Vorzugskrediten chinesischer Staatsbanken äussert. Gegenwärtig sind sowohl Russland wie auch China dabei, die Mongolei verkehrstechnisch enger an sich zu binden.

Nur riskiert das Land so, in noch grössere Abhängigkeit von den mächtigen Nachbarn zu geraten. Um dies zu vermeiden, hat die Regierung mit der sogenannten Dritter-Nachbar-Politik sozusagen einen virtuellen dritten Anrainen geschaffen. Damit waren zunächst vor allem die USA gemeint. Zwar geht nur ein geringer Anteil der Exporte in die USA, doch arbeiten die beiden Staaten in der Ausbildung der Streitkräfte zusammen.

Jüngst hat auch Indien die Zusammenarbeit mit dem zentralasiatischen Land markant hochgefahren. So finanziert Delhi etwa den Bau der ersten Erdölraffinerie des Landes, womit die Mongolei weniger abhängig von Kraftstoffimporten aus Russland werden soll. Indien wiederum stärkt damit seine Stellung gegenüber dem strategischen Rivalen China.

Ähnlich ausgerichtet sind auch die mongolisch-japanischen Beziehungen, die von Peking mit einigem Misstrauen verfolgt werden. Tokio lässt sich die Freundschaft auch einiges kosten. So wurde etwa der neu fertiggestellte Flughafen von Ulan-Bator von japanischen Unternehmen gebaut und mit Vorzugs-krediten finanziert. Das Nachsehen hatten zum Entsetzen Pekings chinesische Gesellschaften.

Die Mongolei muss diversifizieren

Die Rohstoffabhängigkeit und schwache Strukturen machen das Land zum Spielball der globalen Zyklen. Das soll sich ändern.

ERNST HERB, Ulan Bator

Wie andernorts sind in der jungen Demokratie der Mongolei die Gräben zwischen den offene Märkte befürwortenden und den globalisierungskritischen Kräften tief. Doch über alle Parteigrenzen hinweg besteht in einem Punkt Einigkeit: Die strukturellen Schwächen der Wirtschaft müssen überwunden werden.

«Wir dürfen die Fehler der Vergangenheit nicht wiederholen», sagt Dolgorsuren Sumiyabazar mit Nachdruck. Der Innen- und Industrieminister der Mongolei spricht die extremen Konjunkturzyklen an, die das zentralasiatische Land infolge der schwankenden Rohstoffpreise durchlaufen hatte.

Die zwei Seiten der Medaille

Die Mongolei mag, da reich an Bodenschätzen und mit unmittelbarer Nachbarschaft zu China eines der vielversprechendsten Schwellenländer Asiens sein. Nur ist die Mongolei mehr noch als andere Länder den Folgen der Geldpolitik der US-Notenbank und der schwankenden Nachfrage Chinas ausgesetzt.

Unsteter Boom



Angetrieben von dem nach der globalen Finanzkrise geschaffenen billigen Geld stieg das Wirtschaftswachstum der Mongolei zwischen 2009 und 2011 von -1,3% auf mehr als 17% an, um dann fünf Jahre später auf 1,2% zurückzufallen.

Begleitet wurde dieser Zyklus in der Aufwärtphase von massiv höheren Ausgaben der öffentlichen Hand und einem ausser Rand und Band geratenen Kreditwachstum. Derweil war die Infrastruktur dem Boom nicht gewachsen. Das trieb die Inflation in schwin-

Hohe Abhängigkeit von Auslandsinvestitionen



delerrende Höhen, brachte den Staat an den Rand des Bankrotts und hinterliess in den Bilanzen der Banken eine Riesenlast von faulen Krediten.

Lage hat sich entschärft

Nicht zuletzt floss auch ein Teil des ins Land geschwemmten Kapitals in dunkle Kanäle. Die Krise hatte sich Ende 2016 noch verschärft, als China wirtschaftliche Strafmassnahmen verhängte. Peking drückte damit sein Missfallen



Die Mine Oyu Tolgoi nahe der chinesischen Grenze ist eines der grössten Bergbauprojekte der Welt.

über einen Besuch des Dalai Lama, dem geistlichen Oberhaupt der Tibeter, in der Mongolei aus.

Mittlerweile hat sich die Lage dank Einsparungen der Regierung, einem Überbrückungskredit des Internationalen Währungsfonds und der Erholung des Kohle- und Kupferpreises wieder beruhigt. «2017 war dank den steigenden Rohstoffpreisen und dem von der Regierung eingeleiteten Konjunkturprogramm ein gutes Jahr», attestiert denn auch Jean-Pascal Nganou, der für die Mongolei zuständige Ökonom der Weltbank. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal dieses Jahres 6,1% expandierte, geht das Washingtoner Institut davon aus, dass die Wirtschaft 2019 und 2020 jeweils über 6% wachsen wird.

Es bleibt offen, ob der Reformeifer der Regierung von Premierminister Ukhnaagin Khürelsükh angesichts der verbesserten makroökonomischen Lage erlahmen wird. Klar scheint hingegen, dass die grosse Abhängigkeit vom Bergbausektor trotz der angestrebten wirtschaftlichen Diversifikation nur langsam abnehmen wird. Dafür verantwortlich ist etwa Oyu Tolgoi, eine der weltweit grössten Kupferminen. Sie wird mehrheitlich vom britisch-australischen Bergbaukonzern Rio Tinto kontrolliert und soll trotz der hohen Kostenüberschreitungen und regulatorischer Unwägbarkeiten weiter ausgebaut werden. Die bisher in dieses Projekt investierten 12,5 Mrd. \$ übersteigen die jährliche Wirtschaftsleistung der Mongolei.

Wachsende Bedenken

Gleichzeitig treibt die Regierung die Modernisierung der sich in ihrem Besitz befindlichen Mine Tavan Tolgoi voran. Die gigantische Kohlemine soll teilprivatisiert und dann an die Börse gebracht werden, wie ein Ende Juni dem Parlament unterbreiteter Vorschlag vorsieht.

Gegen solche Grossprojekte hat sich in der Mongolei seit einiger Zeit Widerstand gebildet. So hat etwa die Nicht-Regierungsorganisation OT Watch Umweltschutzbedenken. Diese kritisieren die wachsende wirtschaftliche Abhängigkeit von China. Doch ist es nach Meinung von Onon Orkhon, dem CEO der Trade and Development Bank of Mongolia, unwahrscheinlich, dass die Landwirtschaft, der Fremdenverkehr oder die praktisch inexistenten verarbeitenden Unternehmen den Bergbausektor bald schon als Wachstumsmotor der Wirtschaft ablösen werden. «Das Land benötigt für seine Modernisierung Cash, und das kommt nun mal vom Bergbau.»

Defensive Aktien gehen in die Offensive

Der sich verschärfende Handelsstreit belastet konjunktursensitive Werte. Übernehmen nun defensive Valoren wieder die Führung?

SANDRO ROSA

Das war eine schnelle und heftige Gegenbewegung: Innerhalb nur eines Monats haben defensive Aktien gegenüber Zyklikern fast 7% aufgeholt. Das ist eine Umkehr des Trends der vergangenen zwei Jahre, in denen konjunktursensitive Titel meist die Nase vorne hatten (vgl. Grafik 1). Der sich zuspitzende Handelsstreit zwischen den Vereinigten Staaten und dem Rest der Welt, die wieder aufflackernden politischen Risiken in Europa, der starke Dollar und der hohe Ölpreis haben den Aufwärtstrend an den Börsen ins Stocken gebracht – und den defensiven Aktien Auftrieb verliehen.

So suchten die Anleger in den vergangenen Wochen Zuflucht in Titeln von Nahrungsmittelgiganten wie Nestlé oder Pharmakonzernen wie Roche und Novartis. Da die von solchen Unternehmen produzierten Güter und Dienstleistungen weitgehend unabhängig von der Konjunkturlage nachgefragt werden, ist ihr Geschäftsverlauf weniger schwankungsanfällig. Im Gegensatz dazu sind Firmen wie der Autobauer BMW oder der Zementriese LafargeHolcim besonders stark dem Auf und Ab der Wirtschaft ausgesetzt. Beginnt der Wirtschaftsmotor zu stottern, trifft es diese Gesellschaften überdurchschnittlich.

Wirtschaft kühlt sich ab

Und einiges deutet darauf hin, dass sich die Wachstumsdynamik weltweit abschwächt. So signalisiert einer der wichtigsten Frühindikatoren, der globale Einkaufsmanagerindex von JPMorgan, nachlassenden konjunkturellen Schwung. Das Barometer notierte im Juni bei 53 – das ist ein Rückgang von 1,5 Punkten gegenüber dem Höchst vom Dezember (vgl. Grafik 2).

Der Einkaufsmanagerindex ist in fünf der vergangenen sechs Monate gefallen. Noch ist das nicht besorgniserregend – solange der Index über der Marke von 50 notiert, stehen die Zeichen auf Wachstum –, deutet aber darauf hin, dass das Expansionstempo nachlässt.

«Im globalen Umfeld verdichten sich die Zeichen einer konjunkturellen Abkühlung», bestätigt Manfred Hübner, Geschäftsführer von Sentix, einem auf Finanzmarktumfragen spezialisierten Un-



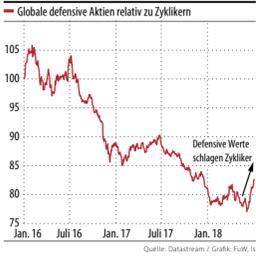
Eskaliert der Handelsstreit, wären Zykliker – wie etwa Autobauer – stark gefährdet.

ternehmen, den Befund. In einem solchen Umfeld haben defensive Aktien typischerweise die Nase vorn.

Auch die Zinsentwicklung begünstigt defensive Werte. So wurde der Anstieg bei den zehnjährigen US-Zinsen zuletzt

gebremst: Aktuell notieren sie bei rund 2,85% und somit deutlich unter dem Jahreshöchst von knapp 3,1%. Damit eng verbunden ist die Steilheit der Zinskurve, also die Differenz zwischen kurz- und langfristigen Renditen. Diese

1 Defensive Aktien bäumen sich auf



2 Globale Konjunktur verliert an Schwung



3 Schwachstelle Gewinne

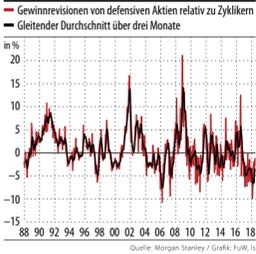


BILD: CHRISTOPH GÖTTSCHEW/ANSA/GETTY IMAGES

Differenz hat sich in den vergangenen Wochen weiter verengt. Es fehlt nur noch wenig, bis die kurzen die langen Zinsen übertreffen – in der Vergangenheit war dies ein verlässlicher Indikator für eine bevorstehende Rezession. Auch diese Ent-

«Ein Goldpreis von 2000 \$ pro Unze ist realistisch»

Matthew Wood, CEO von Steppe Gold, rühmt die Mongolei für das verbesserte Investitionsklima. Die Produktionskosten seien die niedrigsten der Welt.

Auch an diesem Sommertag weht ein kalter Wind über die weite, wolkenbedeckte Steppe im äussersten Osten der Mongolei. Hier, acht Autostunden von der Hauptstadt Ulan Bator entfernt, bücken sich drei im Auftrag von institutionellen Investoren aus Kanada eingeflogene Geologen über Bohr-

Und das in grossen Mengen, wenn es nach Matthew Wood, dem Verwaltungspräsidenten und CEO von Steppe Gold, geht. Der Australier glaubt aufgrund ausgiebiger Analysen, dass das sogenannte Altan Tsagaan Ovoo Projekt (ATO) in den kommenden Jahren 10 Mio. Unzen des Edelmetalls fördern wird. Diese Schlussfolgerung hält Pierre Vaillancourt, Bergbauanalyst des kanadischen Vermögensverwalters Haywood Securities, für realistisch. «Steppe Gold hat gute Aussichten, die führende Edelmetall-Gesellschaft der Mongolei zu werden», heisst es in einem von Vaillancourt verfassten Report.

Die extrem stark vom Bergbausektor abhängige Mongolei hat infolge des Preiseneinbruchs auf dem Rohstoffmarkt und innenpolitischer Turbulenzen wirtschaftlich schwierige Jahre hinter sich. In dieser Zeit drehten viele ausländische Investoren dem Land den Rücken. Es stellt sich damit die Frage, ob Steppe Gold nicht zu früh auf diesen Frontier Markt gesetzt hat.

Wood winkt ab. Er begründet den Entschleunigung neben dem seiner Meinung nach langfristigen hohen Goldpreis vor allem mit der stabiler gewordenen innenpolitischen Lage. «Die 2016 gewählte Regierung verfügt über eine klare Mehrheit im Parla-

ment. Sie ist, wie auch der Präsident, Garant der politischen Stabilität. Das gibt uns Planungssicherheit», meint der ausgebildete Geologe. Nicht zuletzt könne sich Steppe Gold als kanadisches Unternehmen auf ein zwischen Ulan Bator und Ottawa abgeschlossenes Investitionschutzabkommen verlassen.

Wood ist in der Mongolei kein Greenhorn. Steppe Gold ist bereits das dritte von ihm dort gegründete Unternehmen.

«Meine bisherigen mongolischen Gesellschaften waren für mich wie auch für die Aktionäre ein Erfolg.» Als Beweis führt er Humnu Coal auf. Der Börsengang in Australien spülte dem Kohleproduzenten vor acht Jahren 10 Mio. \$ in die Kasse. Das Unternehmen wurde nur achtzehn Monate später für 500 Mio. \$ an den thailändischen Energiekonzern Banpu verkauft.

Wood räumt ein, dass der Erfolg von Steppe Gold vor allem von der Entwicklung des Goldpreises und der Produktionskosten abhängen wird. Er ist indes überzeugt, dass diese Gleichung aufgeht. «Was die Wirtschaftlichkeit betrifft, verfügt das ATO-Projekt bei einem aktuellen Goldpreis von mehr als 1200 \$ pro Unze über einen erheblichen Spielraum, denn unsere Produktionskosten sind mit 350 \$ pro Unze die niedrigsten der Welt.»



Matthew Wood will vor Ende Jahr fördern.

Das Unternehmen erreicht eine Marktkapitalisierung von 56 Mio. kan. \$, ist also ein Microcap mit entsprechendem Risiko. Es erwirtschaftet derzeit noch keinen Erlös, die Nettverschuldung übersteigt das Eigenkapital um den Faktor 4. Damit sich eine Investition auszahlt, müssen die Produktionspläne von Wood aufgehen. Sonst droht statt des erhofften Kurswunders der Bankrott.

fenden Einnahmen in das weitere Wachstum zu investieren. Dividenden sind allenfalls in drei bis vier Jahren denkbar.» Das Unternehmen erreicht eine Marktkapitalisierung von 56 Mio. kan. \$, ist also ein Microcap mit entsprechendem Risiko. Es erwirtschaftet derzeit noch keinen Erlös, die Nettverschuldung übersteigt das Eigenkapital um den Faktor 4. Damit sich eine Investition auszahlt, müssen die Produktionspläne von Wood aufgehen. Sonst droht statt des erhofften Kurswunders der Bankrott.

auf über 1800 \$. Ein Preis von 2000 \$ erscheint aus dieser Sicht durchaus realistisch», sagt Wood.

Er macht auch klar, dass Steppe Gold voll auf Expansion setzt. Deshalb müssten Investoren in einer ersten Phase auf Dividenden verzichten. «Wir planen, die lau-

«Dividenden sind allenfalls in drei bis vier Jahren denkbar. Bis dahin investieren wir in das Wachstum.»

den erwarteten ersten Zinsschritt der SNB deutlich nach hinten verschoben – vom Dezember 2018 auf September 2019. Er geht davon aus, dass dannzumal auch die EZB die Leitzinsen anhebt.

Noch länger warten auf die Zinswende

ZINSPROGNOSE SCHWEIZ Die EZB wird den Leitzins wohl erst im Herbst 2019 erhöhen, und die SNB dürfte kaum vorpreschen. Die Zinsdifferenz bleibt zentral.

MANFRED KRÖLLER

Erst im dritten Quartal 2019 dürften die Voraussetzungen für eine erste Zinserhöhung der Schweizerischen Nationalbank (SNB) gegeben sein – und nicht wie bisher erwartet bereits im ersten Quartal oder gar schon im kommenden Dezember. Voraussetzung ist, dass die Europäische Zentralbank (EZB) vorlegt. Die Zinsnormalisierung werde einmal mehr verlangsamt, prognostizieren die von FuW befragten Bankökonominnen von UBS, Credit Suisse (CS), Zürcher Kantonalbank (ZKB), Bank Julius Bär, Raiffeisen Schweiz und St. Galler Kantonalbank (SGKB).

UBS-Ökonom Alessandro Bee hat den erwarteten ersten Zinsschritt der SNB deutlich nach hinten verschoben – vom Dezember 2018 auf September 2019. Er geht davon aus, dass dannzumal auch die EZB die Leitzinsen anhebt.

Die Inflation bleibt moderat

Die Inflationsdifferenz (Spread) der Schweiz zur Eurozone bleibe recht konstant, führt Bee aus. Die EZB sei vorsichtig geworden, wegen der Situation in Italien, der geopolitischen und handelspolitischen Spannungen und der Abschwächung der Konjunktur in der Eurozone. Bee: «Das dürfte auch die SNB vorsichtiger werden lassen.» Sie sei kaum bereit, eine Einengung der Zinsdifferenz zu riskieren und die Zinsen vor der EZB anzuhoben.

Zinsprognosen der Banken für die Schweiz

	Dreimonatssatz (Libor)				Rendite 10-jährige «Eidgenossen»			
	in 3 Monaten		in 12 Monaten		in 3 Monaten		in 12 Monaten	
	aktuell	Vormonat	aktuell	Vormonat	aktuell	Vormonat	aktuell	Vormonat
Credit Suisse	-0,75	-0,75	-0,50	-0,50	0,20	0,20	0,40	0,40
UBS	-0,75	-0,75	-0,50	-0,50	0,20	0,10	0,40	0,30
Julius Bär	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	0,20	0,15	0,50	0,30
ZKB	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	0,10	0,20	0,20	0,20
Raiffeisen	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	0,20	0,20	0,60	0,60
St. Galler KB	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	0,15	0,20	0,50	0,50
Durchschnitt	-0,74	-0,74	-0,70	-0,66	0,10	0,18	0,17	0,28

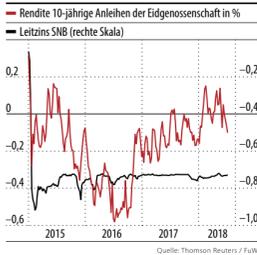
Stand: 10. Juli. Angaben in %. Dreimonatssatz: -0,73% Rendite zehnjähriger Bundesanleihe: -0,016%

Im Gegensatz dazu lässt CS-Zinsstrategie Karsten Linowsky seine Prognosen unverändert. Er rechnet mit einer langsamen Normalisierung der Zinslandschaft. Da die Inflation in der Schweiz moderat bleibe, bestehe für die SNB keine Eile, ihre Geldpolitik zu straffen. Im Gegensatz zu den anderen Befragten hält Linowsky es aber für möglich, dass die SNB «nicht unbedingt warten wird, bis die EZB eine Zinsstraffung eingeleitet hat». Schliesslich wolle die SNB so schnell wie möglich aus ihrer Negativzinspolitik aussteigen.

Susan Joho, Ökonomin bei Bank Julius Bär, hält ihre Vorhersage für den kurzfristigen Zins unverändert bei -0,75% auf Sicht von drei und zwölf Monaten. Der Franken sei wieder stärker und werde also auch in den kommenden Monaten bleiben, wegen der Europarischen (Italien, Brexit) und der langsameren Zinsnormalisierung der EZB. «Wir glauben nach wie vor, dass die SNB nicht vor der EZB die Zinsen erhöht, haben aber den Zeitpunkt

auf das dritte Quartal 2019 verschoben», argumentiert Joho. Sie habe nach der jüngsten EZB-Sitzung das erwartete Ende des Anleihenkaufprogramms von September auf Dezember und die erste Zinserhöhung in der Eurozone vom ersten auf das dritte Quartal 2019 verlegt.

Schweizer Zinsen bleiben tief



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Für die zehnjährigen Anleihen der Eidgenossenschaft hat Joho die Prognosen ein wenig angehoben. Mit der fortschreitenden Zinsnormalisierung in den USA – die Leitzinsen dort würden quartalsweise bis Anfang 2019 angehoben – sowie der steigenden US-Inflation und anziehenden Treasury-Renditen «werden auch die Eidgenossen» ein wenig mitgehen, zumal vier einen Anstieg der Schweizer Inflation auf rund 1,5% in einem Jahr erwarten». Die Konjunktur werde sich zwar ein wenig abkühlen, aber dennoch robust bleiben.

EZB verkleinert Spielraum

ZKB-Chefökonom Schweiz David Marmet sagt, mit der überraschenden Ankündigung der EZB, die Zinsen mindestens bis Ende Sommer 2019 konstant zu halten, beschränke sie ohne Not ihren Handlungsspielraum, und auch den der SNB. Diese sei an ihrer Lagebeurteilung mehr gewesen, keinerlei Signale in Richtung einer baldigen Änderung der Geldpolitik auszusenden. Die SNB drehe nicht vor der EZB an der Zinsschraube. Marmet folgert: «Den ersten Zinsschritt erwarten wir frühestens für September 2019.»

Die US-Zinsen bekämen Rückenwind durch die weiterhin robuste Konjunktur, die tendenziell steigenden Inflationserwartungen und die auch im zweiten Halbjahr anstehenden Zinserhöhungen der US-Notenbank, erläutert Marmet. Dieser Ent-

wicklung spielt den weniger konjunktursensitiven Titeln in die Hände.

Doch nicht nur das wirtschaftliche Umfeld hat sich zu ihren Gunsten entwickelt, auch die Bewertungen sind nach der langen Underperformance attraktiver geworden. «Zyklische Aktien sind zu teuer. Relativ zu defensiven Titeln handeln sie zu einer fast rekordhohen Prämie von 26%», schreibt Anastassios Frangulidis, Chefstrategie bei Pictet Asset Management, in einem Marktbericht.

Popularität am Tiefpunkt

Ein weiteres Argument, das für defensive Werte spricht, ist ihre geringe Popularität. «Defensive Sektoren sind bei Anlegern nach wie vor unbeliebt. Das deutet darauf hin, dass sie noch über Potenzial für eine weitere Outperformance verfügen», meint Ben Laidler von der britischen Grossbank HSBC. Während zyklische Sektoren wie Industrie, Grundstoffe oder zyklischer Konsum in den Portfolios der Anleger prominent vertreten sind, werden Pharma-, Telecom-, Versorger- und Basiskonsumgüteraktien noch immer verschmäht. Damit könnte die Aufholjagd weitergehen.

Bei den Gewinnerwartungen haben die Zykliker allerdings nach wie vor die Nase vorn. Wie Graham Secker, Chefaktienstrategie bei Morgan Stanley, in einem aktuellen Marktcommentar schreibt, revidieren Analysten ihre Gewinnerwartungen für defensive Unternehmen seit November 2016 ununterbrochen nach unten. Das sei die längste Durststrecke der vergangenen dreissig Jahre (vgl. Grafik 3). Den Zyklikern trauen sie indes ein robusteres Gewinnwachstum zu.

Dennoch scheint das aktuelle Umfeld insgesamt Aktien von defensiven Unternehmen zu begünstigen. «Angesichts der sich abkühlenden Weltwirtschaft haben wir Positionen in konjunktursensitiven Aktien abgebaut und im Gegenzug bei Sektoren aufgestockt, die einem Abschwung besser trotzen können», so Pictet-Strategie Frangulidis.

Pat Tschosik, Aktienstrategie beim US-Analysehaus Ned Davis Research, hat vergangene Woche ebenfalls defensive zulaufen von zyklischen Branchen aufgestockt. «Defensive Sektoren scheiden in den Sommermonaten und vor US-Zwischenwahlen in der Regel besser ab als der Gesamtindex.»

Kapitalmärkte nicht ganz entziehen. Auch mit leicht steigenden Renditen der «Eidgenossen» sei zu rechnen. Eine heftige Eskalation des Handelskonflikts erachtet Marmet als unwahrscheinlich.

Die Gefahr eines zu starken Frankens bleibe auch nach der letzten SNB-Lagebeurteilung ein wichtiges Puzzleteil, sagt SGKB-Anleihenstrategie Patrick Häfeli. Die politische Unsicherheit in Italien und die Frankenstärke Anfang Juni hätten einmal mehr die Fragilität des Devisenmarktes gezeigt. Die negative Zinsdifferenz zur Eurozone bleibe ein Schlüsselement der Schweizer Geldpolitik, «weshalb sich die SNB unverändert an der Geldpolitik der EZB orientieren muss».

Diese werde nach der überraschenden Konkretisierung ihrer Forward Guidance ihre Leitzinsen nicht nur mindestens über den Sommer 2019, sondern danach noch so lange wie erforderlich auf dem aktuellen Niveau behalten. Damit sei eine erste Leitzinserhöhung der SNB vor September 2019 «praktisch ausgeschlossen». Für Häfeli geht der Trend zu höheren Zinsen und einer steileren Zinskurve weiter, jedoch etwas langsamer als bisher gedacht.

Raiffeisen-Anlagestrategie Santosh Brioivo bleibt «ganz unspektakulär» bei seiner bisherigen Prognose. Mit dem Entscheid der EZB, die Leitzinsen über den Sommer 2019 hinaus nicht zu erhöhen, halte auch die SNB still. Dass sie vor der EZB an der Zinsschraube drehen wird, hält auch Brioivo «für nahezu ausgeschlossen».