

FEBRUAR 2019

Anlageguide



Globalisierung am Wendepunkt?

Der politische Gegenwind
nimmt zu

RAIFFEISEN

Unsere Sicht auf die Märkte

IN DIESER AUSGABE ZU LESEN

- S.3** Fokusthema: Globalisierung am Wendepunkt? – Der politische Gegenwind nimmt zu
- S.5** Unsere Einschätzungen:
 - Obligationen
 - Aktien
 - Alternative Anlagen
 - Währungen
- S.8** Unsere Prognosen:
 - Konjunktur
 - Inflation
 - Geldpolitik

«Shutdown» kostet Wachstum: Nach 35 Tagen hat US-Präsident Trump die längste Budgetsperre in der Geschichte der US-Politik beendet. Gemäss Schätzungen könnte die Haushaltsblockade im ersten Quartal bis zu 0.2% der US-Wirtschaftsleistung kosten. Auch wenn es zu Nachholeffekten kommen wird, ist ein Teil des Wachstums unwiederbringlich verloren. Auf globaler Ebene weisen die jüngst veröffentlichten Vorlaufindikatoren auf eine fortgesetzte Konjunkturabschwächung hin. Unser Normalisierungsszenario ist intakt.

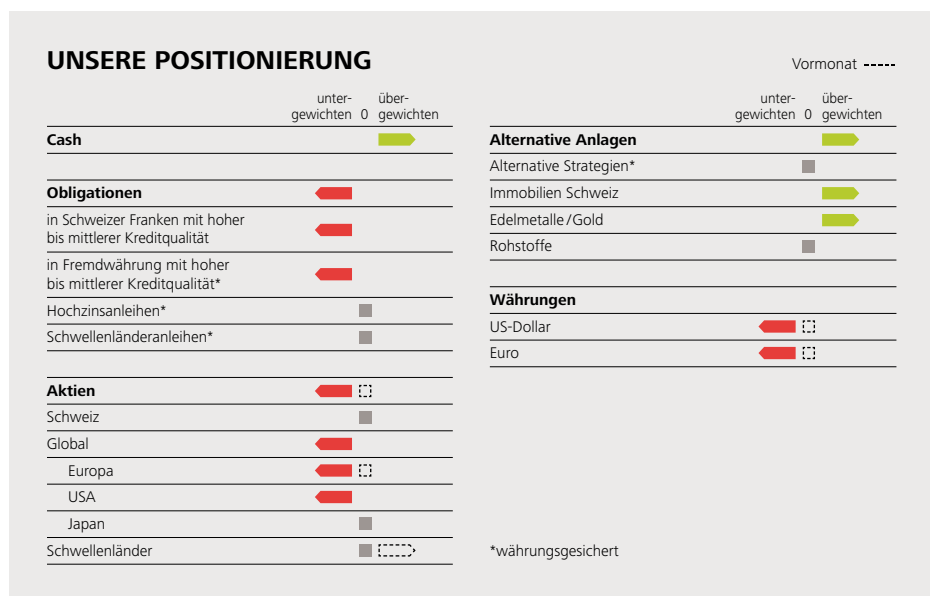
Notenbanken auf der Bremse: Angesichts der teils überraschend deutlich negativen Makrodaten der letzten Wochen war der Tenor der Notenbanken im Januar eher «taubenhaft». Die Europäische Zentralbank betonte vorhandene Abwärtsrisiken für die Wirtschaft. Die weitere geldpolitische Normalisierung droht sich in Europa weiter hinauszuzögern. Derweil ist auch die US-Notenbank Fed inzwischen nicht mehr auf Autopilot. Nach einer Zinspause im ersten Quartal erwarten wir in den USA noch zwei weitere Zinsschritte.

Durchwachsene Berichtssaison: Die Gewinnzahlen für das vierte Quartal 2018 zeigen in den USA nochmals zweistelliges Gewinnwachstum. Der Fokus der Investoren liegt aber auf dem Ausblick für 2019. Und

dieser ist wenig euphorisch, denn insbesondere international orientierte Unternehmen warnen gehäuft vor rückgängigen Umsätzen und Gewinnen. Die Konsensschätzungen für das Gewinnwachstum in diesem Jahr sind auf rund 6% gesunken. Unserer Meinung nach sind die reduzierten Erwartungen bisher nur zum Teil am Aktienmarkt eingepreist.

Schweizer Franken bleibt stark: Der US-Dollar befindet sich in der Spätphase eines längerfristigen Aufschwungs und dürfte die Parität gegenüber dem Schweizer Franken nicht nachhaltig überschreiten. Auch im Verhältnis zum Euro sehen wir den Franken auf Jahressicht tendenziell stärker. In unserer Anlagetaktik reflektieren wir diese Einschätzung, indem wir die Schweizer Währung neu leicht Übergewichten.

Reduzierung der Aktienquote: Nach der Rally zu Jahresbeginn haben die Aktienmärkte ihren zuvor überverkauften Zustand komplett abgebaut und sind kurzfristig heissgelaufen. Das Sentiment hat sich mittlerweile ebenfalls normalisiert. Zudem treffen die wichtigen Aktienindizes aktuell auf grössere charttechnische Widerstände, so dass zumindest eine Konsolidierung sehr wahrscheinlich ist. Auch vor diesem Hintergrund reduzieren wir taktisch die Aktienquote auf leicht untergewichten.



Globalisierung am Wendepunkt?



DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

Die Globalisierungswelle der letzten zwei Jahrzehnte hat insgesamt den Wohlstand deutlich erhöht. Die jüngsten politischen Entwicklungen deuten nun aber auf einen Richtungswechsel hin. Zuletzt ist die Anzahl neuer Handelsabkommen deutlich zurückgegangen und der schwelende Handelskonflikt zwischen China und den USA mit der Einführung neuer Zölle markiert eine weitere Wende. Eine Eskalation der Situation hätte gravierende Folgen für die Weltwirtschaft. Gerade auch die Schweiz als kleine und offene Volkswirtschaft wäre stark negativ tangiert. Die gestiegenen Unsicherheiten belasten auch die Finanz- und Kapitalmärkte und könnten für eine nachhaltige Verstimmung sorgen.

Was haben der «Brexit», die Gelbwestenbewegung in Frankreich sowie die Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China gemeinsam? Wie lassen sich die Wahlerfolge von Donald Trump, Lega und Cinque Stelle in Italien oder der Alternative für Deutschland (AfD) erklären? Auf den ersten Blick scheinen diese Beobachtungen vielleicht wenige Gemeinsamkeiten zu haben. Bei genauerer Betrachtung gibt es aber eine klar sichtbare Konstante. Sie sind der Ausdruck einer immer tiefer gespaltenen Gesellschaft, einer zunehmenden Unzufriedenheit mit den herrschenden Strukturen und Machtverhältnissen sowie einer wachsenden Bevölkerungsschicht, welche vom technologischen Fortschritt und der Globalisierung «überrollt» wurde. Vereinfacht kann man sagen, dass es sich um ein Aufbegehren der «Globalisierungsverlierer» handelt. Denn ganz offensichtlich hat die Globalisierung nicht nur Gewinner, sondern auch Verlierer hervorgebracht – und die Finanzkrise 2008 hat die wachsenden Unterschiede zusätzlich akzentuiert und in den Vordergrund gerückt. Die zunehmend mehrheitsfähigen politischen Antworten auf die wachsende Unzufriedenheit scheinen eine Rückkehr zu nationalistischen Tendenzen und eine verstärkte Abschottung zu sein.

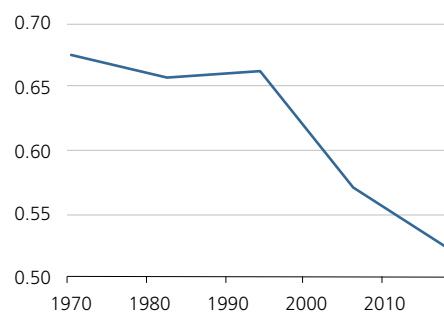
Aus makroökonomischer Sicht ist dieser Trend mit Bedauern zur Kenntnis zu nehmen. Die offensichtlichen Vorteile des Freihandels wurden bereits im 18. Jahrhundert von den britischen Ökonomen Adam Smith und David Ricardo beschrieben und konnten in verschiedenen Studien empirisch nachgewiesen werden. Gerade in den letzten Jahrzehnten hat sich die Globalisierung nochmals stark beschleunigt. Mit der schrittweisen wirtschaftlichen Öffnung Chinas wurden die Wertschöpfungsketten in der Produktion geografisch weiter ausgeweitet. China hat sich in der Folge zur «Fabrik der Welt» entwickelt. Die extrem günstigen Produktionskosten führten zur Verlagerung von arbeitsintensiven Tätigkeiten aus Europa und den USA ins Reich der Mitte. Profitieren konnten einerseits die Konsumenten in den entwickelten Ländern in Form von sinkenden Produktpreisen, was sich in einer Phase von extrem tiefer Inflation bemerkbar machte. In China andererseits brachte die Globalisierung neue Arbeitsplätze für Millionen von Arbeitern. Unter dem Strich und auf aggregierter Basis

betrachtet, profitierte die Weltbevölkerung von dieser Entwicklung. Dies lässt sich eindrücklich an der sinkenden globalen Einkommensungleichheit ablesen ► **Darstellung 1**. Eine klassische «Win-Win-Situation» könnte man meinen?

1 Positive Folge der Globalisierung

Tieferer Gini-Koeffizient* = sinkende Einkommensungleichheit

Entwicklung des Gini-Koeffizienten weltweit



*Der Gini-Koeffizient bewegt sich zwischen 0 und 1 (beziehungsweise 0 und 100%). Je tiefer der Wert, desto ausgeglichener die Einkommensverteilung.

Quelle: Hammer/Waldenström 2019, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Nicht ganz: Die Kehrseite dieser Entwicklung ist beispielsweise in unserem Nachbarland im Ruhrgebiet oder in den USA im «Rostgürtel» (Rust Belt) ersichtlich: Der Niedergang von alten Industrien im Westen ist eine direkte Folge der Globalisierung. Dieser Strukturwandel führt zu Jobverlusten und einer wachsenden Zahl von sogenannten «Globalisierungsverlierern». Was als Ganzes zwar klar und erwiesenermassen positiv ist, kann auf individueller Ebene negative und schmerzhaft Auswirkungen haben.

Nach einem starken Anstieg von Freihandelsabkommen und Globalisierungsschritten hat das Pendel in den letzten zwei Jahren nun zurückgeschlagen ► **Darstellung 2**. Zuletzt wurden deutlich weniger Freihandelsabkommen abgeschlossen. Der offen ausgetragene Handelskonflikt zwischen den USA und China sowie die Einführung von neuen Zöllen markieren einen neuen Höhepunkt in dieser Entwicklung. Eine Rückkehr zu Protektionismus und der Aufbau von Handelshemmnissen können



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

Für die Schweiz als kleine und offene Volkswirtschaft mit einem sehr hohen Exportvolumen sind die jüngsten politischen Entwicklungen sowie die Handelsstreitigkeiten zwischen China und den USA wenig erfreulich. 2018 exportierte die Schweiz Waren und Güter im Wert von 233.1 Milliarden Schweizer Franken. Auf der anderen Seite beliefen sich die Importe auf insgesamt 201.8 Milliarden. Im Vergleich dazu betrug unser Bruttoinlandsprodukt rund 695 Milliarden Schweizer Franken. Die Exportquote lag damit bei 33.5 % – ein absoluter Spitzenwert. Seit Jahren erzielt die Eidgenossenschaft signifikante Handelsbilanzüberschüsse. Insofern sind offene Absatzmärkte und gute Handelsbeziehungen mit dem Ausland für unseren Wohlstand unerlässlich.

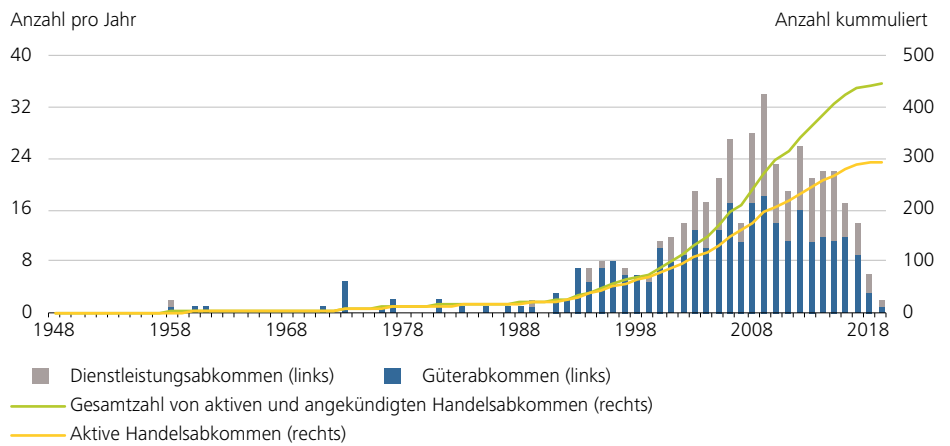


Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

2 Entwicklung von Freihandelsabkommen weltweit

Das Pendel schlägt zurück

Anzahl neuer sowie bestehender Handelsabkommen



Quelle: World Trade Organization (WTO), Raiffeisen Schweiz CIO Office

zwar punktuell in gewissen Industrien und Ländern eine temporäre Verbesserung bringen, werden den globalen Wohlstand aber zweifellos senken und damit letztlich ihr Ziel verfehlen.

Zumindest was den aktuellen Handelskonflikt betrifft, gibt es aber noch Hoffnung auf eine einvernehmliche Lösung. Bis zum 1. März läuft die Frist für die Verhandlungen zwischen den USA und China und aufgrund der bereits jetzt spürbaren Wachstumsverlangsamung in beiden Ländern steigt der politische Druck für eine Streitbeilegung. Bis auf weiteres werden uns die Themen Welthandel und «Deglobalisierung» aber in Atem halten.

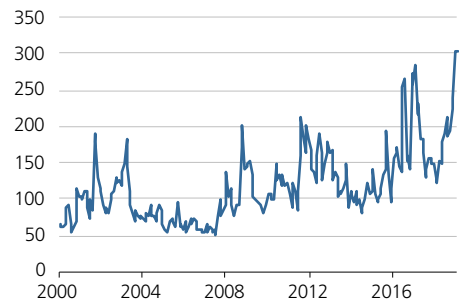
Neben dem Handelskonflikt gibt es weitere politische Unsicherheiten. Der «Brexit» bleibt nach wie vor umstritten und ein ungeordneter Austritt der Briten aus der Europäischen Union ist ein ernstzunehmendes Risiko. Zudem stehen in diesem Jahr die Europawahlen an und es ist zu erwarten, dass eurokritische und nationalistische Parteien weiter Aufwind haben werden. Auch auf die eidgenössischen Wahlen im Herbst dürfen wir gespannt sein. Generell haben die geo-(politischen) Unsicherheiten zuletzt deutlich zugenommen ► **Darstellung 3**.

Es gilt zwar generell das Sprichwort, dass politische Börsen kurze Beine haben. Die geballte Ladung an (geo-)politischen Risiken, welche uns zurzeit beschäftigen, hat es aber in sich. Für die Börsen ist Unsicherheit bekanntlich Gift. Nicht zuletzt deshalb rechnen wir mit einem schwierigen Anlagejahr 2019 und einer anhaltend hohen Volatilität an den Finanzmärkten.

3 Politisch unruhige Zeiten

Die politischen Risiken haben sprunghaft zugenommen

Global Economic Policy Uncertainty Index



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Obligationen

Bei Hochzinsanleihen waren die Kursschwankungen zuletzt ebenso hoch wie an den Aktienmärkten. Ein Vorgeschmack auf künftig schwierigere Zeiten? Wir sehen bei der Anlageklasse kein gutes Chance-Risiko-Verhältnis.



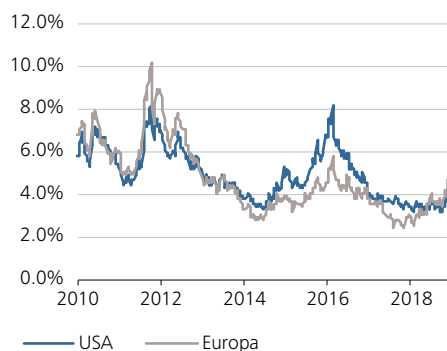
SCHON GEWUSST?

Die griechische Schuldenkrise bestimmt schon seit Längerem nicht mehr die Schlagzeilen der Wirtschaftsnachrichten. Unbemerkt von der breiten Öffentlichkeit hat sich die Einschätzung der Bonität von Griechenland inzwischen klar verbessert. Noch im Sommer 2015 beurteilte die US-Rating-Agentur Standard & Poor's Griechenland mit der Note «CCC-» – am Rande des Zahlungsausfalls. Nach der Schuldenvereinbarung mit der Europäischen Union lautet das Urteil seit Sommer 2018 neu «B+» und der Ausblick ist stabil. Gesund sind die Staatsfinanzen aber noch lange nicht: Mit 317 Milliarden Euro sind die Schulden beinahe doppelt so gross wie die Wirtschaftskraft.

Hochzinsanleihen – im Englischen auch «High-Yield-Bonds» – standen Aktien in puncto Volatilität in den vergangenen zwei Monaten in nichts nach. Noch im Dezember verzeichnete die Anlageklasse mit einem Verlust von –2.6% die schlechteste Kursentwicklung seit Herbst 2011, dem Höhepunkt der europäischen Schuldenkrise. Seit Jahresbeginn ging es ebenso schnell wieder bergauf. Und so steht im Januar nun der höchste Monatsgewinn seit fünf Jahren zu Buche. In der längerfristigen Betrachtung scheint die jüngste Schwächeperiode nicht sonderlich besorgniserregend. Zwar sind die Kreditaufschläge für Hochzinsanleihen seit September zwischenzeitlich deutlich angestiegen. Dennoch waren sie selbst nach einem Anstieg von über 200 Basispunkten im Dezember noch merklich tiefer als während der letzten Krisenphase 2015/16 ► **Darstellung 4**. Inzwischen hat sich dieses wichtige Risikomass sowohl in den USA als auch in Europa bereits wieder etwas ermässigt. Ist somit wieder alles im grünen Bereich?

4 Risikoindikatoren im gelben Bereich

Kreditaufschläge sind zuletzt spürbar angestiegen
Kreditaufschläge von Hochzinsanleihen



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Aus unserer Sicht nicht, denn die jüngste Episode hat klar gezeigt wie anfällig der Markt für Hochzinsanleihen mittlerweile ist. Aus fundamentaler Sicht stehen die Unternehmen gemessen an gängigen (Verschuldungs-)Kennzahlen derzeit zwar noch relativ gut da. Geldpolitisch nimmt der Gegenwind aber zu, denn

in den USA machen die Zinserhöhungen der Fed den Schuldendienst teurer und in Europa fällt die Stütze durch das Wertpapierkaufprogramm der Europäischen Zentralbank weg. Spätestens im nächsten Wirtschaftsabschwung droht zudem ein weiteres Problem: In den letzten Jahren ist das Marktvolumen von Obligationen mit dem Rating «BBB» auf das Doppelte des gesamte High-Yield-Bereichs angewachsen. Unternehmen mit «BBB»-Rating haben nur noch knapp den Investment-Grade-Status. Sollte sich deren Geschäftsentwicklung eintrüben und die Ratingagenturen ihren Daumen senken, dann drohen den entsprechenden Anleihen der Stempel «High Yield» und damit verbundene Kursverluste. Dies würde spürbaren Druck auf das gesamte Marktsegment der Hochzinsanleihen ausüben.

Wie sensibilisiert die Anleger inzwischen sind, zeigte sich im Dezember. In Anbetracht der Turbulenzen an den Finanzmärkten konnte nicht ein einziges Unternehmen eine neue Hochzinsanleihe platzieren. Der Markt für die Beschaffung von Fremdkapital war für Firmen mit schlechter Bonität in kürzester Zeit eingefroren. Auch der Handel mit bereits platzierten Anleihen kam ins Stocken. Denn nachdem sich die Banken aufgrund immer strengerer Regulierung weitgehend zurückgezogen haben, kann der Markt grössere Volumina heute viel schlechter absorbieren als früher. Mangelnde Liquidität kann dann dazu führen, dass Anleger ihre Papiere teils nur mit grösseren Abschlägen verkaufen können. Ein wahrscheinlich dauerhaftes Problem, welches uns auch in Zukunft noch beschäftigen wird.

Insgesamt sehen wir bei Hochzinsanleihen derzeit tendenziell mehr Risiken als Chancen. Die Kreditaufschläge bieten Anlegern ungenügend Risikopuffer. Und selbst wenn diese weiter fallen sollten, dürfte der Gesamtertrag mit der Anlagekategorie dieses Jahr aufgrund steigender Langfristrenditen nur im unteren einstelligen Bereich liegen.

Aktien

Die Berichtssaison läuft. Unter dem Strich dürften die Umsätze und Gewinne im Jahr 2018 solide gewachsen sein. Viel wichtiger sind aber Aussagen zum laufenden Jahr und da zeichnet sich eine Verlangsamung des Wachstums ab.

Anleger und Analysten werden zurzeit mit den Jahresabschlüssen der Unternehmen eingedeckt. Zwischen Ende Januar und Mitte März folgt eine Bilanzpressekonferenz der anderen. Grundsätzlich dürfte das Fazit positiv ausfallen. 2018 war geprägt von einem soliden Weltwirtschaftswachstum. Zudem spielten Sondereffekte wie die Steuersenkungen in den USA den international aufgestellten Firmen in die Hände. Unter dem Strich sollte global gesehen ein zweistelliges Gewinnwachstum resultieren. So weit so gut. Für die weitere Aktienmarktentwicklung sind allerdings nicht die vergangenen Zahlen relevant, sondern viel mehr die Aussichten für das laufende Jahr. Und hier zeichnen sich einige dunkle Wolken am Horizont ab.

Die makroökonomischen Daten lassen auf eine Abschwächung der Konjunktur in den kommenden Quartalen schliessen. In den USA laufen zudem die positiven Effekte der Steuerreform aus und entsprechend ist die Vergleichsbasis für zukünftige Gewinnsteigerungen sehr hoch. Hinzu kommen die anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten. Das Umfeld wird also für die Unternehmen insgesamt deutlich anspruchsvoller.

Gleichzeitig dürften die Inputkosten tendenziell leicht ansteigen. Der Arbeitsmarkt ist in diversen Ländern praktisch ausgetrocknet und es ist für viele Firmen zunehmend schwierig qualifiziertes Personal zu finden. Entsprechend sind die Löhne vielerorts am Steigen. Es ist entsprechend davon auszugehen, dass die Gewinnmargen den Zenit erreicht haben. Wie viele andere Parameter auch folgen die Margen nämlich dem Gesetz der sogenannten **«Mean Reversion»**.

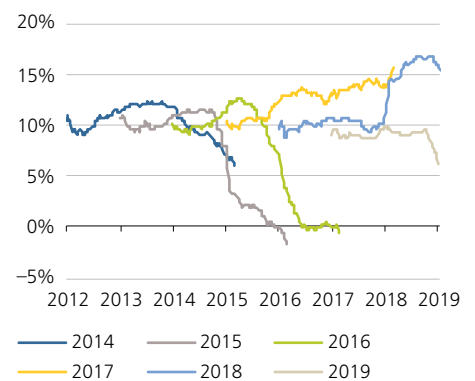
Schwächeres Wachstum und sinkende Gewinnmargen sind grundsätzlich keine gute Basis für die zukünftige Gewinnentwicklung der Unternehmen. Die Erwartungen für 2019 wurden bereits deutlich nach unten revidiert. Rechneten die Analysten vor ein paar Monaten noch mit einem knapp zweistelligen Gewinnwachstum für das laufende Jahr, sind die Prognosen in den letzten Wochen zurückgestutzt worden ► **Darstellung 5**. Auch wir rechnen nur mit einem sehr moderaten Gewinnwachstum im tiefen einstelligen Prozentbereich – also zwischen 0 und 5%. Entsprechend gehen wir

davon aus, dass wir in den kommenden Monaten noch die eine oder andere Gewinnwarnung sehen werden. Vor allem Gesellschaften aus zyklischen Sektoren, welche eine starke Konjunkturabhängigkeit aufweisen, dürften einen schwierigen Stand haben.

5 Die Gewinnerwartungen für 2019 werden nach unten revidiert

Zweistellige Gewinnwachstumsraten sind passé

Erwartete Wachstumsraten für die Unternehmensgewinne



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Nach der starken Gegenbewegung an den Aktienmärkten im Januar nutzen wir entsprechend die Gelegenheit, die Aktienquote von neutral auf leicht untergewichtet zu reduzieren. Das Umfeld bleibt insgesamt sehr anspruchsvoll und wir erwarten eine anhaltend hohe Volatilität, was eine aktive taktische Vermögensallokation nötig macht. Wir gehen davon aus, dass wir in den kommenden Monaten nochmals tiefere Notierungen an den Aktienmärkten sehen werden. Eine erhöhte Liquiditätsquote ermöglicht es uns, solche sich bietenden Opportunitäten optimal zu nutzen.

WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

«**Mean Reversion**» kann am besten als Regression zur Mitte oder Mittelwertrückkehr übersetzt werden. Damit ist gemeint, dass gewisse Parameter wie beispielsweise Zinsen, Renditen, Volatilität usw. im Zeitverlauf um einen Durchschnittswert schwanken und immer wieder zu diesem zurückkehren. Auch die Gewinnmargen bewegen sich langfristig betrachtet um einen relativ stabilen Wert. Da sie sich aktuell auf oder nahe von Rekordniveaus befinden, ist davon auszugehen, dass die Margen in den kommenden Quartalen tendenziell sinken werden.



Alternative Anlagen

Gold ist im Aufwärtstrend. Mehrere Faktoren machen das Edelmetall auch in den kommenden Monaten zu einem wichtigen Baustein im Anlegerportfolio.



WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

Realer Zinssatz (und reale Rendite)

Wieviel Ertrag bringt meine Geldanlage auf dem Sparkonto und wieviel mehr kann ich mir nach einem Jahr davon kaufen? Bei der Beantwortung dieser Frage muss man den realen Zinssatz betrachten. Dieser berücksichtigt im Gegensatz zum Nominalzins die Veränderung der Kaufkraft, das heisst Inflation und Deflation. Beträgt der Sparzins beispielsweise 1% und die Teuerung 1.5%, dann bleibt unter dem Strich weniger. Von nennenswerten Sparzinsen kann man in der Schweiz derzeit nur träumen und auch bei Obligationen sind die Erträge nach Abzug der Inflation, die realen Renditen, hierzulande negativ. Positive Realrenditen erhält man in den Industrieländern derzeit nur gegen Inkaufnahme von politischen Risiken (zum Beispiel in Italien) oder Währungsrisiken (zum Beispiel in den USA).

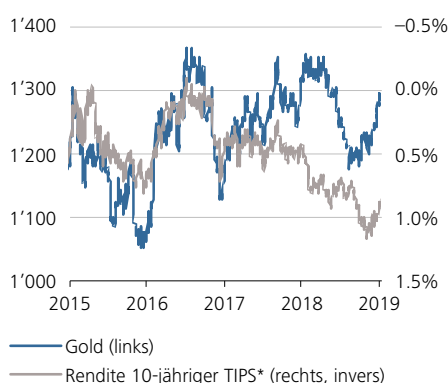
Der Goldpreis hat seit Mitte November um mehr als 100 US-Dollar zugelegt und ist Ende Januar über die psychologisch wichtige Marke von

1'300 US-Dollar pro Unze gestiegen. Während des Kurseinbruchs an den Aktienmärkten Ende des letzten Jahres hat das gelbe Metall seine Funktion als Krisenschutz einmal mehr bewiesen. Rückenwind bekam Gold insbesondere von der US-Notenbank Fed, welche zumindest für die kommenden Monate eine Zinspause in Aussicht stellte. Die in den letzten Wochen sinkenden **realen Zinsen** führten zudem zu sinkenden Opportunitätskosten für das Halten von Gold, welches dem Anleger im Gegensatz zu Aktien oder Obligationen keinen regelmässigen Ertrag bringt ► **Darstellung 6**. Die Kombination aus einer abwartenden Fed, abnehmender Konjunkturdynamik und unserer Erwartung eines tendenziell schwächeren US-Dollars spricht mittelfristig für einen weiter steigenden Goldpreis. Doch nicht nur die typischen Treiber wirken für das Edelmetall positiv. Angesichts der zunehmenden Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in den kommenden zwei Jahren wird die Nachfrage nach defensiven Anlagen weiter steigen. Auch die Zentralbanken dürften mit Blick auf die zunehmenden geopolitischen Spannungen weiter auf der Käuferseite stehen.

6 Sinkende Realzinsen...

...machen Gold attraktiver

Goldpreis in US-Dollar pro Unze und Rendite 10-jähriger TIPS*



*inflationsgeschützte US-Staatsanleihen

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



Währungen

Der Schweizer Franken dürfte vorerst stark bleiben. Auf Sicht von zwölf Monaten halten wir einen EUR/CHF-Kurs von 1.09 CHF für möglich.

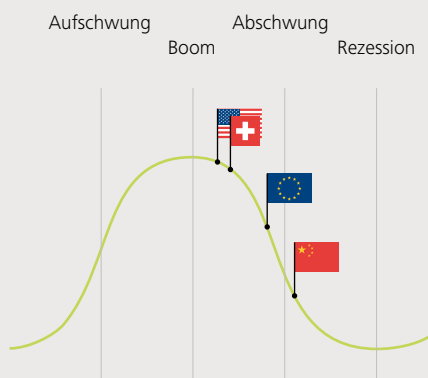
Der Euro hat gegenüber dem Schweizer Franken zu Jahresbeginn bei Kursen von 1.12 CHF einen vorläufigen Boden gefunden. Für die kommenden Monate erwarten wir eine Seitwärtsbewegung mit leichter Abwärtstendenz. Für einen in mittlerer Frist etwas tieferen EUR/CHF-Kurs gibt es unserer Meinung nach mehrere Gründe. Zum einen ist der Franken – entgegen der Rhetorik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) – nicht mehr überbewertet. Unter Berücksichtigung der Inflation ist er inzwischen vielmehr fair bewertet. Darüber hinaus sind die Zinsdifferenzen zum Euroraum nach wie vor zu tief um die Währung nennenswert zu schwächen. Ganz im Gegenteil: Der Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz ist in den vergangenen vier Quartalen von 8,1% auf 10% gestiegen und sorgt für stetigen

Aufwertungsdruck. Schliesslich erachten wir den Interventionsspielraum der SNB als limitiert, denn die Bilanzsumme der Nationalbank beträgt mittlerweile 121% der Schweizer Wirtschaftsleistung. Im letzten Jahr hat sie trotz der politischen Wirren in Italien nicht mehr am Devisenmarkt eingegriffen um den Franken zu schwächen. Wir gehen davon aus, dass sie sich weiter zurückhalten und eine leicht stärkere Währung tolerieren wird.

Ein Blick nach vorne

Die Erwartungen für das Wirtschaftswachstum in den Industrie- und Schwellenländern sind in den letzten Wochen weiter nach unten revidiert worden. Eine Rezession ist vorerst aber wenig wahrscheinlich.

KONJUNKTUR



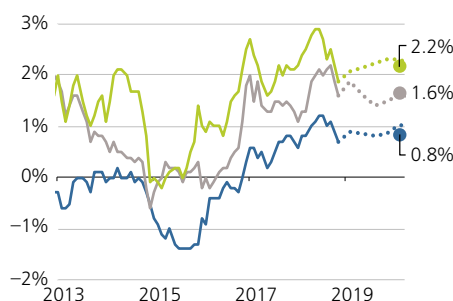
- In seiner neuesten Prognose erwartet der Internationale Währungsfonds für die **Weltwirtschaft** im laufenden Jahr nur noch ein Wachstum von 3.5%. Für die Industrieländer werden 2% und für die Schwellenländer 4.5% an zusätzlicher Wirtschaftsleistung erwartet.
- Auch in der **Schweiz** wird sich das Wirtschaftswachstum 2019 merklich abkühlen. In unserem Normalisierungsszenario erwarten wir eine Zuwachsrates von 1.2%. Die verschiedenen Wirtschaftssektoren dürften weiterhin relativ ausgewogen zum Wachstum beitragen.
- Nach dem Stimmungseinbruch in den letzten Monaten erwarten wir im **Euroraum** demnächst eine Stabilisierung und auf Jahressicht ein Wachstum von 1.7%. Die vom Handelskrieg und Sonderfaktoren gebeutelte Autoindustrie dürfte sich erholen. Ein Risikofaktor bleibt Italien, wo eine milde Rezession droht.
- Die **US-Wachstumslokomotive** hat zuletzt weiter an Fahrt verloren und dürfte das Tempo dieses Jahr weiter drosseln (2.4%). Der Impuls vom Steuersenkungspaket lässt nach, während am Häusermarkt Schwächezeichen erkennbar sind. Die Befürchtungen vor einer drohenden Rezession haben zugenommen, wir erwarten einen solchen Einbruch aber nicht vor 2020.

INFLATION

2%-Inflationsziel...

...bleibt in Europa in weiter Ferne

Inflation und Prognosen



- Schweiz — Eurozone — USA
- ... Konsenseprognose
- Prognose Raiffeisen Schweiz

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

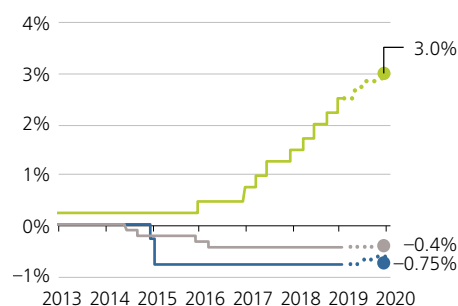
- Die Inflation hat ihren Höhepunkt **hierzulande** bereits wieder überschritten. Im Dezember 2018 ist die Teuerung auf 0.7% zurückgegangen. Auf Jahressicht 2019 erwarten wir einen verhaltenen Preisanstieg von 0.8%.
- In der **Eurozone** ist die Inflationsentwicklung zweigeteilt, der Trend ist aber auch hier nach unten gerichtet (Prognose 2019: 1.6%). In Deutschland ist der Arbeitsmarkt nahezu leer gefegt und der Lohndruck nimmt zu. Derweil ist die Arbeitslosigkeit in Südeuropa deutlich höher und die Teuerungsraten tiefer.
- Auch in den **USA** sind die Löhne am Steigen, zuletzt mit einer Rate von über 3%. Bisher hat dies aber kaum auf die Inflationsrate durchgeschlagen. Für 2019 erwarten wir momentan eine Teuerung von 2.2%. Mit Blick auf den deutlich fallenden Ölpreis hat diese Prognose jedoch Abwärtsrisiko.

GELDPOLITIK

Ende der geldpolitischen Divergenz...

...noch nicht in Sichtweite

Leitzinsen und Prognosen



- Schweiz — Eurozone* — USA
- ... Konsenseprognose
- Prognose Raiffeisen Schweiz

*Einlagenzinssatz

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die **Schweizerische Nationalbank** äusserte sich bei der jüngsten geldpolitischen Lagebeurteilung erneut vorsichtig. Der Blick richtet sich weiterhin nach Frankfurt. Dort hat die **Europäische Zentralbank (EZB)** ihr Wertpapierkaufprogramm zu Jahresanfang zwar eingestellt hat, mit weiteren Schritten zur geldpolitischen Normalisierung dürfte sich EZB-Präsident Mario Draghi aber Zeit lassen. Beide Notenbanken werden unserer Meinung nach erst im kommenden Jahr einen Zinsschritt wagen. Negativzinsen sind in Europa noch nicht passé.
- Die **US-Notenbank Fed** hat den Leitzins im Januar wie allgemein erwartet unverändert bei 2.5% belassen. Fed-Chef Powell betonte aber, dass weitere Schritte nicht mehr vorgezeichnet, sondern von der Wirtschaftsentwicklung abhängig sind. Wir erwarten zunächst eine kleine Zinspause, sehen den Leitzins am Jahresende bei 3% aber etwas höher.

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/rch/de/ueber-uns/publikationen/maerkte-und-meinungen/research-publikationen.html

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.

IMPRESSUM



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.