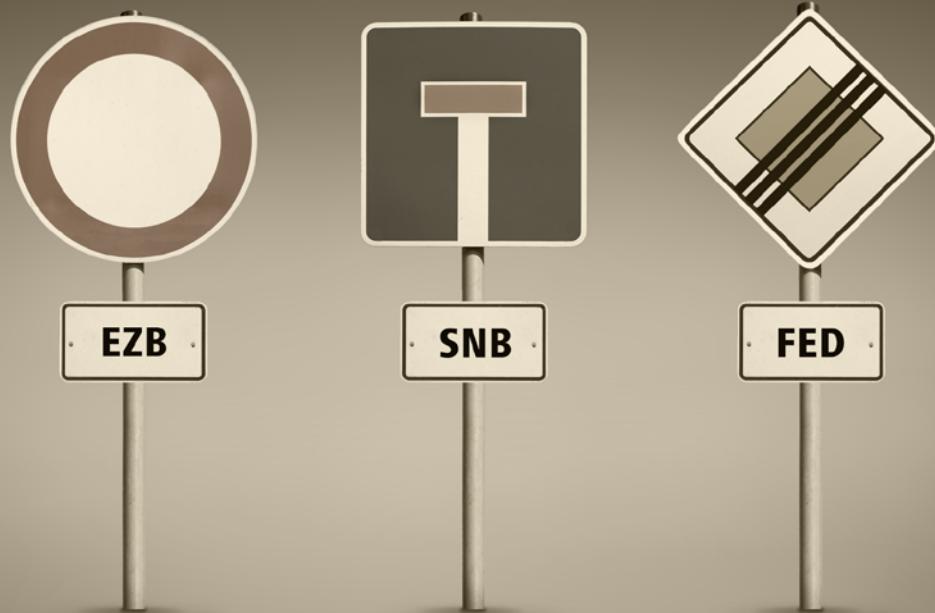


# Anlageguide



## Nullzinsen für die Ewigkeit?

Das lange Warten auf  
die Zinswende

**RAIFFEISEN**

# Unsere Sicht auf die Märkte



## IN DIESER AUSGABE ZU LESEN

- S.3** Fokusthema: Nullzinsen für die Ewigkeit? – Das lange Warten auf die Zinswende
- S.5** Unsere Einschätzungen:
  - Obligationen
  - Aktien
  - Alternative Anlagen
  - Währungen
- S.8** Unsere Prognosen:
  - Konjunktur
  - Inflation
  - Geldpolitik

### Notenbanken machen Vollbremsung:

Die Notenbanken schieben weitere Normalisierungsbemühungen auf die lange Bank. Die Europäische Zentralbank wird den Einlagezinsatz für dieses Jahr unverändert bei  $-0.4\%$  belassen. Der europäische Bankensektor wird derweil mit einer weiteren Liquiditätsspritze gestützt. Die Mehrheit der Mitglieder der US-Notenbank erwartet 2019 auch in den USA keinen weiteren Zinsschritt mehr. Die Schweizerische Nationalbank kann sich diesen Tendenzen nicht entziehen und wird ihre expansive Geldpolitik ebenfalls fortsetzen.

**(Noch) keine Konjunkturerholung:** Das Warten auf einen Wendepunkt bei der Konjunktur setzt sich fort. Im März haben sowohl die Ergebnisse der Unternehmensumfragen als auch die harten Datenpunkte erneut überwiegend enttäuscht. Schwach blieben zuletzt insbesondere die Indikatoren für die Industrie. Ein Lichtblick bleibt die vergleichsweise solide Entwicklung im Dienstleistungssektor. Wir tragen diesen Entwicklungen Rechnung und passen unsere Wachstumserwartung 2019 für die Eurozone auf  $1.1\%$  (vorher  $1.5\%$ ) und für die USA auf  $2.2\%$  ( $2.4\%$ ) an.

**US-Zinskurve steht Kopf:** Die taubenhafte Rhetorik der Notenbanken und die schwachen Makrodaten haben die Anleiherenditen jüngst rund um den Globus weiter fallen lassen. In

den USA sind die Renditen nun für Laufzeiten von bis zu zehn Jahren nahezu durchgehend tiefer als die kurzfristigen 3-Monats-Zinsen, die Zinskurve ist damit erstmals seit 2007 weitgehend «invers». In der Vergangenheit war dies stets ein zuverlässiger, wenn auch zeitlich ungenauer Indikator (Vorlaufzeit 6 bis 24 Monate) für eine bevorstehende Rezession. Für 2019 erachten wir das Risiko für eine solche jedoch als tief.

### Aktienmärkte haben Korrekturbedarf:

Nach einem Anstieg von zwischenzeitlich bis zu  $15\%$  sind die Aktienmärkte überkauft. Da die Unternehmensgewinne dieses Jahr weitgehend stagnieren dürften, sind weitere Kursavancen nur mittels einer Bewertungsexpansion möglich. Für eine solche fehlen aus unserer Sicht die Impulse. Auf dem derzeitigen Niveau überwiegen die Risiken, eine Korrektur ist das wahrscheinlichste Szenario.

### Präferenz für Schwellenländeranleihen:

Die Kehrtwende der Notenbanken dürfte den Anlagenotstand im festverzinslichen Bereich manifestieren. Anleger werden weiter in die risikoreicheren Segmente ausweichen. Obligationen aus den Schwellenländern sollten davon kurzfristig profitieren. In unserer Anlagetaktik präferieren wir das Anlagesegment neu gegenüber anderen Obligationenanlagen (Hochstufung auf leicht übergewichtet).

### UNSERE POSITIONIERUNG



Vormonat -----

unter- gewichtete 0 über- gewichtete

### Alternative Anlagen

Alternative Strategien*	0	grey	green
Immobilien Schweiz	0	grey	green
Edelmetalle /Gold	0	grey	green
Rohstoffe	0	grey	0

### Währungen

US-Dollar	0	grey	red
Euro	0	grey	red

\*währungsgesichert

# Das lange Warten auf die Zinswende



## DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

Die Zinswende lässt weiter auf sich warten. Vor dem Hintergrund der globalen Konjunkturabkühlung stellt sich die Frage, ob die Zinsen in Europa überhaupt noch erhöht werden können. Die negativen Auswirkungen von Null- beziehungsweise Negativzinsen treten dabei immer stärker zu Tage. Die Sparer und die Pensionskassen zahlen die Zeche für die Experimente der Notenbanken und die expansive Geldpolitik führt zu Fehlanreizen und Spekulationsblasen. Zudem ist der weitere Handlungsspielraum im Falle einer Rezession stark eingeschränkt. Die Notenbanken befinden sich also immer mehr in einer Sackgasse und Europa sowie der Schweiz droht ein «japanisches» Szenario.

Die US-Notenbank Fed hat im März signalisiert, im laufenden Jahr keine weiteren Zinsschritte mehr vornehmen zu wollen. Im Vergleich mit anderen Notenbanken befand sie sich in den letzten Jahren allerdings auch auf der Vorfahrtsstrasse und hat den Leitzins mit neun Zinsschritten seit Ende 2015 in Richtung «neutral» bewegt. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat es hingegen verpasst die Normalisierung der Zinsen einzuleiten. 2018 wäre wohl der ideale Zeitpunkt gewesen um von den negativen Einlagezinsen Abstand zu nehmen. Der Fiskalstimulus in den USA brachte der Weltwirtschaft einen spürbaren Wachstumsschub. Die EZB hätte den synchronen globalen Konjunkturaufschwung nutzen können, um die Leitzinsen – im Windschatten der amerikanischen Notenbank – in den positiven Bereich anzuheben. Da sich die globale Konjunktur bereits merklich abgekühlt hat, ist der Zug nun wohl abermals abgefahren. So hat EZB-Präsident Mario Draghi Anfang März auch bereits angekündigt, dass eine Zinserhöhung in 2019 vom Tisch sei. Die Wachstumsprognose für die Eurozone wurde an der letzten Notenbanksitzung von 1.7% auf 1.1% reduziert. Dies nachdem die Wirtschaft in Europa im Vorjahr noch um 1.8% wuchs.

Das Warten auf die Zinswende dürfte also weitergehen. Und die Tiefzinsen, welche uns schon seit Jahren begleiten, könnten ein Dauerzustand werden. Im Zuge der Immobilien- und Finanzkrise von 2008 senkte die EZB unter dem Vorsitz von Jean-Claude Trichet den Leitzins von

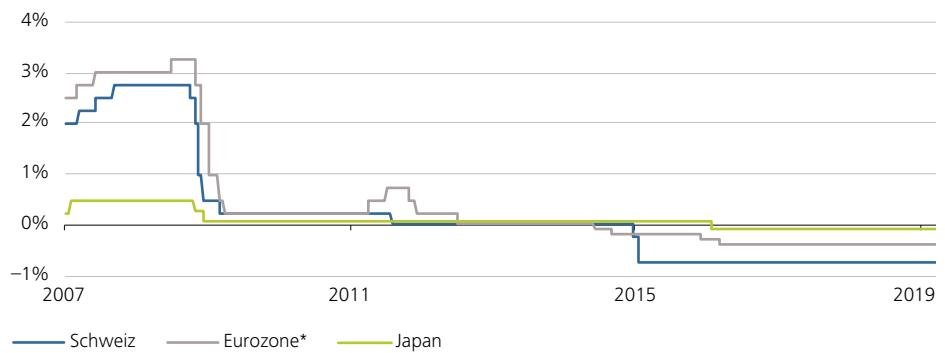
über 4% zunächst auf 1%. Was dann folgte ging im Nachhinein als geldpolitischer Fehler in die Geschichtsbücher ein: Inmitten der europäischen Staatsschuldenkrise erhöhte Trichet die Leitzinsen auf 1.5%. Als Mario Draghi im Herbst 2011 das Ruder bei der EZB übernahm, korrigierte er dies unverzüglich und lenkte das Steuer wieder in Richtung Zinssenkungen. Seit Mitte 2014 verharrt der Leitzins im Euroraum nun an der Nullgrenze, der Einlagezinssatz sogar im Negativbereich. Auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat unter dem Druck des starken Schweizer Frankens die Zinsen gesenkt – hierzulande liegt der Einlagezinssatz seit Januar 2015 sogar bei  $-0.75\%$  ► **Darstellung 1**. Auch in der Schweiz scheint die Zinswende nach dem EZB-Entscheid in ferner Zukunft zu liegen.

Damit befinden sich die beiden Notenbanken auf den Spuren der japanischen Notenbank (BoJ). In Japan «feierte» die Nullzinspolitik im Februar 2019 das 20-jährige Jubiläum. Wobei Feiern wohl das falsche Wort sein dürfte. Die Staatschulden erreichen heute bereits mehr als 240% des Bruttoinlandsprodukts und steigen ungebremst weiter. Die BoJ ihrerseits hält fast die Hälfte aller ausstehenden Staatsanleihen in ihrer Bilanz und kauft seit einigen Jahren auch im grossen Stil Aktien von japanischen Unternehmen – «Quantitative Easing» in Reinkultur. Trotz dieser massiven geldpolitischen und zuletzt auch fiskalpolitischen Massnahmen stagniert die Wirtschaft in Japan seit Jahrzehnten. Die entscheidende Frage ist: Trotz oder wegen?

### 1 Zinsen unter der Null-Linie

Die Zinswende ist in weiter Ferne

Einlagenzinssätze



\* Einlagenzinssatz

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



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

Die Zinsen dürften auf historisch tiefen Niveaus verharren und damit bleibt der latente Anlagenotstand bestehen. Da die Zinswende einmal mehr nach hinten verschoben wurde, rechnen wir in der Schweiz und Europa in den kommenden Quartalen nicht mit starken Zinsbewegungen. Deshalb gehören auch Obligationen – selbst vor dem Hintergrund sehr tiefer Zinsniveaus – weiterhin in ein diversifiziertes Portfolio. Aktien und alternative Anlagen dürften weiterhin von Kapitalzuflüssen profitieren. Auch der Schweizer Immobilienmarkt sollte sich in Abwesenheit von Zinserhöhungen weiter solide entwickeln. Immobilienfonds können deshalb in den Portfolios weiterhin «übergewichtet» werden. Dasselbe gilt für Gold. Beim gelben Metall sprechen die unverändert tiefen Opportunitätskosten für steigende Kurse.



**Matthias Geissbühler**  
CIO Raiffeisen Schweiz

Der japanische Ökonom Richard Koo hat in seinem 2003 erschienen Buch «Balance Sheet Recession» eindrücklich dargelegt, dass geldpolitische Massnahmen im Nachgang zu kreditfinanzierten Spekulationsblasen praktisch wirkungslos sind. Dies war 1990 nach dem Platzen der Immobilienpreisblase in Japan und 2008 bei der Immobilien- und Bankenkrise in den USA und Europa der Fall. Nach solchen Krisen sind die Unternehmen sowie die privaten Haushalte gezwungen ihre Verschuldung zu reduzieren. Man spricht in diesem Fall von einer «Bilanzreession». Die Sparquoten nehmen in einer solchen Phase massiv zu und dies völlig unabhängig vom Zinsniveau. Und wenn es keine Kreditnehmer gibt, greift eine expansive Gelpolitik ins Leere und kann nicht funktionieren. Umso erstaunlicher, dass sowohl die EZB als auch die SNB dieses Faktum ignorier(t)en und die alten, untauglichen Massnahmen umsetzen.

Wie überall im Leben gibt es nichts gratis. Kurzfristig mögen die Interventionen der Notenbanken hilfreich gewesen sein – vor allem bei der Liquiditätsversorgung der Banken, die sich nach dem Kollaps der US-Investmentbank Lehman Brothers im 2008 gegenseitig nicht mehr vertrauten. Auch Zinssenkungen sind in einem «normalen» Rahmen bei einer Rezession angebracht. Mit Negativzinsen und «Quantitative Easing» sind die meisten Notenbanken aber deutlich zu weit gegangen. Die Zeche bezahlen die Sparer. Da Sparguthaben heute nicht mehr (oder nur noch marginal) verzinst werden, findet

unter Berücksichtigung der Inflation eine reale Geldentwertung statt. Dasselbe gilt für die Pensionskassen und Vorsorgewerke. Zudem führen die Negativzinsen zu Fehlanreizen und begünstigen Finanzblasen. Die (Grenz-)Kosten der Interventionen dürften heute den Nutzen bereits deutlich übersteigen ► **Darstellung ②**.

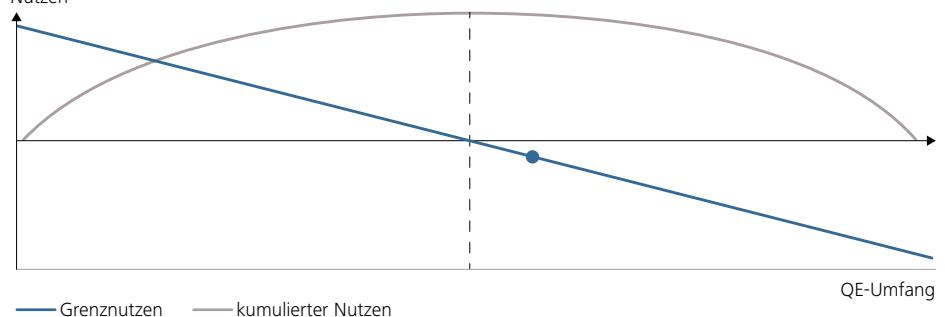
Zudem haben es die Notenbanken in Europa und der Schweiz verpasst, mit einer Normalisierung der Zinsen einen erneuten Spielraum für zukünftige Interventionen zu schaffen. Im Falle einer Rezession wären die Notenbanken de facto handlungsunfähig. Sollte beispielsweise die SNB die Negativzinsen noch weiter in den roten Bereich senken, wären die Geschäftsbanken wohl gezwungen diese den Kunden weiter zu belasten. In einem solchen Szenario dürften flächendeckend Negativzinsen in der Schweiz eingeführt werden. Dies wiederum würde dazu führen, dass massiv Gelder von den Banken abgezogen würden. Warum sollte jemand bereit sein «Strafzinsen» auf sein Sparguthaben zu bezahlen, wenn er das Geld sicher und (fast) kostenlos in ein Schliessfach legen kann? Die Notenbanken befinden sich also in einer Sackgasse: Der Handlungsspielraum ist extrem klein und die geldpolitischen Waffen sind stumpf geworden. Bleibt zu hoffen, dass wir in den kommenden Monaten von exogenen Schocks verschont bleiben und sich die Weltkonjunktur stabilisieren kann.

### ② Negativer Grenznutzen der Geldpolitik

Wenn die Kosten den Nutzen übersteigen

Klassische Nutzenfunktion

Nutzen





# Obligationen

Da sich die geldpolitische Normalisierung der Notenbanken wieder in der Warteschleife befindet, gerät eine Rückkehr zu «normalen» Verhältnissen auch an den Obligationenmärkten in weite Ferne. Der Anlagenotstand bleibt bestehen.

## WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

### Duration

Die Duration ist ein Mass für die Sensibilität von Obligationen auf Änderungen des Zinsniveaus. Die Obligationenpreise entwickeln sich stets spiegelbildlich zu den Zinsen: sie sinken bei einem Zinsanstieg und steigen bei fallenden Zinsen. Je grösser die Duration ist, desto stärker wirken sich Veränderungen im Zinsniveau (positiv oder negativ) auf den Kurs einer Obligation aus. Erwartet ein Anleger zukünftig steigende Zinsen, so sollte er das Zinsänderungsrisiko minimieren und eine kurze Duration anstreben. Werden sinkende Zinsen erwartet, so sind die resultierenden Kursgewinne hingegen bei den Obligationen mit höherer Duration grösser.

Die Vollbremsung der Notenbanker in ihren Normalisierungsbestrebungen ist bei weitem kein lokales Phänomen, das nur die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) betreffen würde. Ganz im Gegenteil: Mit ihrer im Januar eingelegten Kehrtwende hat die US-Notenbank Fed ein weltweites geldpolitisches Signal gesetzt. Rund um den Globus haben die Notenbanken seitdem fast ausschliesslich taubenhafte Töne angeschlagen und ihre lockere Geldpolitik in die Verlängerung geschickt. Die an den Finanzmärkten eingepreisten Erwartungen an steigende Zinsen haben sich damit weiter in die Zukunft verschoben. Gleichzeitig sind die Anleiherenditen zuletzt weiter gefallen. 10-jährige Eidgenossen rentieren mit -40 Basispunkten wieder nahe historischer Tiefstände. Und auch die Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen hat jüngst wieder die Nulllinie unterschritten ► **Darstellung 3**. Inzwischen findet sich in Europa mehr als ein Dutzend weiterer Länder, in denen die Renditen von Staatspapieren negativ sind.

In der etwas grösseren Perspektive betrachtet kann man damit feststellen, dass eine eigentliche Normalisierung der Geldpolitik bisher nur in den USA stattgefunden hat. Dort hat die Fed den Leitzins in den letzten drei Jahren zumindest in die Nähe des als «neutral» betrachteten Niveaus angehoben. Anderswo, wie beispielsweise in Kanada und Norwegen, hat der Ab-

### 3 Geldpolitische Normalisierung...

...befindet sich noch immer in der Warteschleife

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen & US-Leitzins



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

schied vom leichten Geld zwar begonnen, in der Mehrheit befindet sich die Geldpolitik aber noch im Krisenmodus. Die weiterhin sehr expansiven monetären Verhältnisse führen dazu, dass sich Investoren mit Magerzinsen abgeben müssen. Das weltweite Volumen an Anleihen mit negativer Rendite beläuft sich derzeit auf rund 11 Billionen US-Dollar ► **Darstellung 4** und könnte weiter zunehmen.

### 4 Garantiert negative Renditen

Folgen der expansiven Geldpolitik

Volumen ausstehender Obligationen mit negativer Rendite in Billionen US-Dollar



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Für Druck auf die Zinsen sorgen die Notenbanken auf mehrere Wege. Sie treten am Obligationenmarkt weiter als Käufer auf und tragen damit zu einer künstlichen Angebotsverknappung bei. Zudem führt ihre Tiefzinspolitik ohne Enddatum dazu, dass Anleger selbst auf rekordtiefen Renditeniveaus auf einen weiteren Zinsrückgang und Kursgewinne bei Obligationen setzen. Der von den Notenbanken hervorgerufene Anlagenotstand zwingt Anleger auf der Suche nach Rendite dazu, auf der Risiko-Leiter weiter nach oben zu klettern. Dies entweder über eine Verlängerung der **Duration** und der Inkaufnahme eines höheren Zinsänderungsrisikos. Oder aber durch das Ausweichen auf festverzinsliche Varianten mit schlechterer Bonität. Bei dieser zweiten Option sind die Chancen im Verhältnis zu den Risiken limitiert, so dass wir bei Hochzinsanleihen (nur) eine neutrale Position empfehlen. Und auch eine längere Duration würde sich nur dann wirklich auszahlen, wenn wir tatsächlich in einem japanischen Szenario landen.



# Aktien

Der Bullenmarkt bei US-Aktien ist inzwischen zehn Jahre alt. Auch wenn seine Halbwertszeit damit längst überschritten ist, könnte die Kehrtwende der Notenbanken für eine Verlängerung sorgen. Das Potential ist jedoch limitiert.



## SCHON GEWUSST?

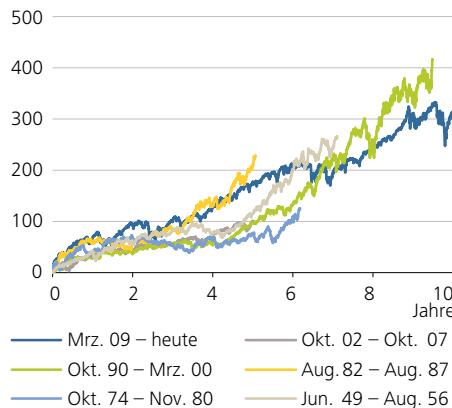
Die Gewinne europäischer Unternehmen sind zwischen 2009 und 2018 um rund 140 % gestiegen. Damit lagen sie zuletzt aber immer noch circa 10 % unter ihrem Allzeithoch aus dem Jahr 2007. Ähnlich gestaltet sich die Situation in der Schweiz. Hierzulande sind ebenfalls (noch) keine neuen Gewinnrekorde zu vermelden. In den USA haben sich die Unternehmensgewinne ausgehend vom Tief nach der Finanzkrise hingegen verdreifacht und liegen heute zwei Drittel höher als am Ende der vorigen grossen Börsenhausse.

Am 6. März 2009 markierte der S&P500-Index bei 666 den Tiefpunkt nach der Finanzkrise. Damit liegt der letzte Bärenmarkt – unter Börsianern als Kurseinbruch von mindestens 20 % definiert – mittlerweile zehn Jahre zurück. Der Einbruch Ende letzten Jahres schrammte mit einem Minus von –19.8 % um Haarsbreite an der Schwelle zum Bärenmarkt vorbei. Und so haben wir es in den USA nun mit dem längsten «Bullen» in der jüngeren Börsengeschichte zu tun ►Darstellung 5. Der Schweizer Aktienmarkt hängt dieser Entwicklung nicht nur zeitlich um rund zwei Jahre nach, sondern auch in puncto Rendite. Während der aktuelle Börsenaufschwung hierzulande ein Plus von rund 150 % auf die Waage bringt, haben sich die Kurse jenseits des Atlantiks in der Spitze mehr als verfünfach (jeweils inklusive Dividenden).

### 5 US-Bullenmarkt hat 10-jähriges Jubiläum

Längster Aufschwung in der jüngeren Börsengeschichte

Bullenmärkte im S&P500-Index



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Wie ist diese Outperformance zu erklären? Einen wichtigen Hinweis gibt der Blick auf die Unternehmensgewinne. Tatsächlich wachsen diese in den USA schon seit Jahren deutlich stärker als anderswo. Ein wichtiger Gewinntrüger war unter anderem die Technologiebranche, welche ihre Gewinnmargen in den letzten Jahren deutlich steigern konnte. Mit einem Gewicht von 21 % stellt sie inzwischen den grössten Sektor dar. Aber auch andere Bereiche wie etwa die US-Banken, die sich zu

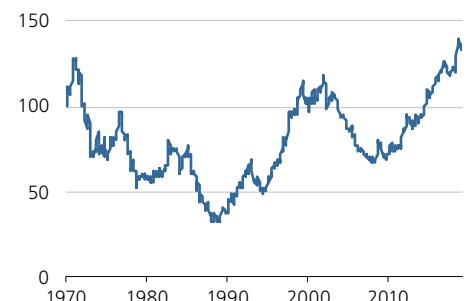
einer wahren Gewinnmaschinerie entwickelt haben, prosperierten in den letzten Jahren. In der Schweiz und im restlichen Europa wuchsen die Gewinne in der letzten Dekade dagegen weitaus weniger kräftig. Zudem war die Branchengewichtung gerade im Euroraum mit einem hohen Anteil von Finanztiteln, welche sich im Gegensatz zu den amerikanischen Konkurrenten seit der Finanzkrise nicht nachhaltig erholen konnten, weniger vorteilhaft.

Nach vorne blickend lassen sich aus unserer Sicht zwei Dinge festhalten. Erstens, muss der Bullenmarkt nicht allein aufgrund von Altersschwäche sterben. Die jüngste Kehrtwende der US-Notenbank, welche den Zinserhöhungszzyklus nun schon ad acta gelegt hat bevor ein wirklich restriktives monetäres Umfeld erreicht worden ist, gibt aus geldpolitischer Sicht Raum für eine Verlängerung der Hause. Eine Fortsetzung des Aufschwungs wäre auf der Preisachse aber limitiert, da die Gewinnmargen zukünftig unter Druck kommen dürften und die Bewertungen nicht mehr günstig sind. Zweitens, dürfte die Outperformance von US-Aktien langsam an Grenzen stossen. Die sehr langfristige Perspektive zeigt, dass die relative Kursentwicklung zwischen den Regionen Zyklen unterliegt. Die Schwäche der anderen Weltregionen dauert nun schon eine Dekade an ►Darstellung 6. Auf längere Sicht verspricht der Rest der Welt grösseres Potential, weshalb wir die USA in unserer taktischen Asset Allocation weiterhin untergewichten.

### 6 Amerikanische Aktien auf dem Zenit?

«Rest der Welt» hat Aufholpotential

Relative Kursentwicklung USA vs. Rest der Welt



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# 2 Alternative Anlagen

Schweizer Immobilienfonds sind Profiteure der lockeren Geldpolitik und haben jüngst neue Rekordmarken aufgestellt. Im Tiefstzinsumfeld bleibt die Anlageklasse angesichts hoher Ausschüttungsrenditen bei fairer Bewertung attraktiv.



## WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

### Agio

Der Begriff «Agio» stammt aus dem Italienischen und bedeutet «Annehmlichkeit». Für Annehmlichkeiten sind Konsumenten bereit einen höheren Preis zu zahlen – auch in der Finanzbranche. Im Zusammenhang mit börsennotierten Immobilienfonds wird mit Agio die Differenz zwischen Marktkurs und Nettoinventarwert der Anteilscheine beschrieben. Der historische Durchschnitt dieses Aufgelds liegt bei rund 20% und schwankt in Abhängigkeit vom Zinsniveau (tiefer Zinsen = höhere Agios). Anleger sind also grundsätzlich bereit eine Prämie zu zahlen. Diese Prämie widerspiegelt neben der Zinskomponente den Mehrnutzen von Immobilienfonds gegenüber Direktinvestments wie beispielsweise die implizite Risikostreuung und Diversifikation, die höhere Liquidität sowie das Vorhandensein von Regulierung und Anlegerschutz. Ein dritter Bestandteil des Agios ist auf die geltenden Rechnungslegungsvorschriften sowie Steuereffekte zurückzuführen.

Kaum eine Anlageklasse hat Anlegern im letzten Jahrzehnt eine derart attraktive risikoadjustierte Rendite beschert wie Schweizer Immobilienfonds. Unter Berücksichtigung der Ausschüttungen betrug der durchschnittliche jährliche Ertrag von «Betongold» 6.6%. Dies bei einem zwischen-

### 7 Solides Schweizer «Betongold»

Indirekte Immobilienanlagen bleiben gefragt

SXI Real Estate Funds Index



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

zeitlichen Kursverlust von maximal 10%. Auch nach vorne blickend sind die Perspektiven für indirekte Immobilieninvestments weiterhin gut. Die Renditen 10-jähriger Eidgenossen dürften mit Blick auf die erneut aufgeschobene Zinswende bis auf weiteres nicht nachhaltig über die 0%-Marke steigen. Vor diesem Hintergrund bleibt die hohe Ausschüttungsrendite von 2.8% bei Schweizer Immobilienfonds ein gewichtiges Argument für die Anlageklasse. Die **Agios**, welche zuletzt mit 20% nahe beim langjährigen Durchschnitt liegen, zeigen eine faire Bewertung an und haben in einem fortgesetzten Tiefzinsumfeld Luft nach oben. Nicht zuletzt gibt auch die Charttechnik grünes Licht. In den letzten Wochen hat der Index für Schweizer Immobilienfonds nach einer anderthalbjährigen Konsolidierungsphase neue Höchststände markiert ►Darstellung 7. Nach einer zu erwartenden Verschnaufpause ist der Weg auch aus technischer Perspektive frei für weitere Kursavancen. In unserer Anlagetaktik bleiben wir bei Schweizer Immobilien weiter übergewichtet.

# 8 Währungen

Die Norges Bank ist derzeit die Ausnahme unter den Notenbanken und hat jüngst entgegen der globalen Tendenz hin zu einer lockeren Geldpolitik die Leitzinsen erhöht. Ein weiterer Alleingang ist aber unwahrscheinlich.

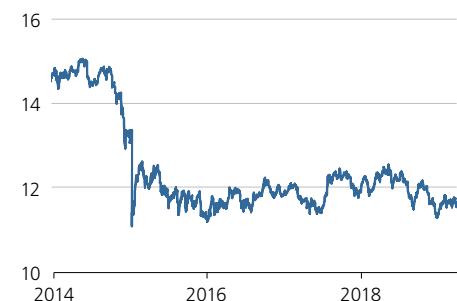
In Norwegen laufen die Uhren scheinbar anders. Zum mindesten haben die Notenbanker dort Mitte März nachgelegt und auf den ersten Zinsschritt im Herbst letzten Jahres einen weiteren Folgen lassen. Damit stehen sie im starken Kontrast zu ihren Notenbankkollegen. Mit 1% notiert der Leitzins in Norwegen nun auf einem 4-Jahreshoch. Ursache für das forscheren Vorgehen der Norweger ist die solide Konjunkturlage. Mit dem Rückenwind des starken Ölpreises wuchs die Wirtschaft im letzten Quartal 2018 deutlich stärker als erwartet. Die Arbeitslosenquote hat sich unterhalb von 3% stabilisiert und die Inflationsrate befindet sich oberhalb von 2%. Trotz der guten Fundamentaldaten war die norwegische Krone in den letzten Wochen nicht übermäßig stark ►Darstellung 8. Die zu beobachtende Seitwärtsdistanz gegenüber dem Schweizer Franken könnte sich fortsetzen. Denn weitere

Zinserhöhungen dürften auch in Norwegen nur graduell erfolgen.

### 8 Zinserhöhungen helfen nur bedingt

Norwegische Krone im Seitwärtsrend

Norwegische Krone/Schweizer Franken



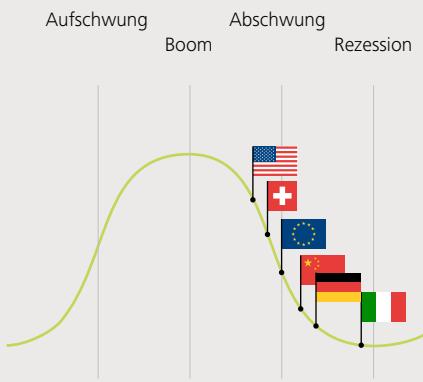
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# Ein Blick nach vorne

Die Notenbanken haben die Wachstums- und Inflationsprognosen zuletzt weiter nach unten korrigiert und ihre Normalisierungsbestrebungen eingestellt. Auch wir nehmen Anpassungen bei unseren Erwartungen zu Konjunktur und Geldpolitik vor.



## KONJUNKTUR



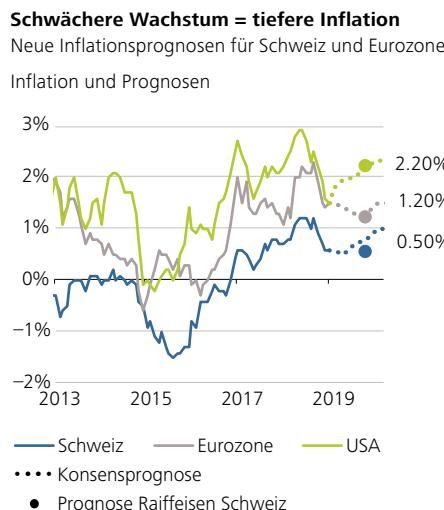
- Auch die **Schweiz** kann sich der globalen Wachstumsverlangsamung nicht entziehen. Gegenüber dem Vorjahr dürfte sich das Wirtschaftswachstum 2019 in etwa halbieren. Wir rechnen mit einer Zuwachsrate von 1.2 %.

- Die Konjunkturvorausindikatoren für die **Eurozone** haben sich in den letzten Wochen weiter abgeschwächt. Schwächstes Glied in der Kette ist derzeit die deutsche Industrie. Ein Lichtblick bleiben die vergleichsweise soliden Werte der Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor. Insgesamt sprechen die Daten für eine Stagnation im ersten Quartal. Für das Gesamtjahr korrigieren wir unsere Wachstumsprognose auf 1.1 % nach unten.

- Die **US**-Wachstumslokomotive hat zuletzt ebenfalls an Fahrt verloren und dürfte das Tempo dieses Jahr weiter drosseln (neue Prognose: 2.2 %). 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



- Die Inflation hat ihren Höhepunkt **hierzu-lande** bereits wieder überschritten. Im Februar stagnierte die Teuerung bei 0.6 %. Die Schweizerische Nationalbank hat ihre Inflationsprognose für 2019 in ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung im März auf 0.3 % deutlich gesenkt. Auch wir revidieren unsere Teuerungsprognose nach unten (0.5 %).

- In der **Eurozone** zeigt die Tendenz bei der Inflationsentwicklung ebenfalls nach unten. Die marktbasierten Inflationserwartungen sind jüngst auf den tiefsten Stand seit Herbst 2016 gefallen. Wir senken unsere Teuerungsprognose für den Euroraum auf 1.2 %.

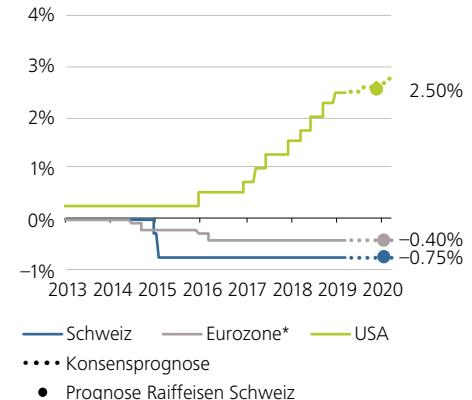
- Zunehmender Teuerungsdruck ist am ehesten in den **USA** zu erwarten. Dort steigen die Löhne momentan mit einer Rate von über 3 %. Derweil waren bei diversen Basiskonsumgütern zuletzt Preiserhöhungen zu beobachten. Für dieses Jahr rechnen wir mit einer Inflationsrate von 2.2 %.



## GELDPOLITIK

### Nicht mehr auf der Überholspur

US-Notenbank signalisiert Zinspause  
Leitzinsen und Prognosen



- Die **Europäische Zentralbank (EZB)** hat im März signalisiert, dass sie dieses Jahr nicht mehr an der Zinsschraube drehen wird. Die Zinswende wurde damit einmal mehr in die Zukunft verschoben. Und nicht nur dies – EZB-Präsident Mario Draghi kündigte zudem weitere Liquiditätspritzen für den europäischen Bankensektor an.

- Die **US-Notenbank Fed** hat ihre geldpolitische Kehrtwende an der letzten Sitzung währenddessen eindrucksvoll untermauert. Die Mehrheit der Sitzungsteilnehmer erwartet für dieses Jahr keine Zinserhöhung mehr. Zudem wird die Bilanzverkürzung im September komplett eingestellt. Wir tragen der taubenhaften Rhetorik der US-Notenbanker Rechnung und erwarten nun ebenfalls eine längere Zinspause.

- Die **Schweizerische Nationalbank** muss den globalen geldpolitischen Tendenzen wohl oder übel folgen. Entsprechend bestätigte sie zuletzt ihre weiterhin sehr expansive Geldpolitik. In den kommenden zwölf Monaten dürften uns die Negativzinsen in der Schweiz erhalten bleiben.

## IMPRESSUM

### Herausgeber

Raiffeisen Schweiz CIO Office  
Raiffeisenplatz  
9001 St. Gallen  
ciooffice@raiffeisen.ch

### Internet

[www.raiffeisen.ch/anlegen](http://www.raiffeisen.ch/anlegen)

### Beratung

Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater oder Ihre lokale Raiffeisenbank:  
[www.raiffeisen.ch/web/ihre+bank+vor+ort](http://www.raiffeisen.ch/web/ihre+bank+vor+ort)

### Weitere Publikationen

Hier können Sie die vorliegenden und auch weitere Publikationen von Raiffeisen abonnieren: [www.raiffeisen.ch/rch/de/privatkunden/anlegen/maerkte-meinungen/publikationen-research-makro.html](http://www.raiffeisen.ch/rch/de/privatkunden/anlegen/maerkte-meinungen/publikationen-research-makro.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 Investmententscheidungen zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigten 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.