

DEZEMBER 2019

# Anlageguide



## Ohne Grenzen

Der wachsende US-Schuldenberg

**RAIFFEISEN**

# Unsere Sicht auf die Märkte



## IN DIESER AUSGABE ZU LESEN

- S.3** Fokusthema: Ohne Grenzen – Der wachsende US-Schuldenberg
- S.5** Unsere Einschätzungen:
- Obligationen
  - Aktien
  - Alternative Anlagen
  - Währungen
- S.8** Unsere Prognosen:
- Konjunktur
  - Inflation
  - Geldpolitik

**Schulden wie gedruckt:** Vor drei Jahren war der frisch gewählte US-Präsident Donald Trump mit der Botschaft angetreten, die Staatsschulden der USA schon bald Geschichte werden zu lassen. Doch schnell war davon keine Rede mehr. Trotz rekordlangem Wirtschaftsaufschwung verzeichnen die Vereinigten Staaten riesige Budgetdefizite. Und daran wird sich ohne politische Kehrtwende auch in den nächsten Jahren nichts ändern. Langfristig drohen die Staatsschulden auf über 100 % der Wirtschaftsleistung zu steigen. Derzeit scheinen die Marktteilnehmer das Problem zu ignorieren. Doch dies könnte sich irgendwann ändern.

**Stabilisierung auf tiefem Niveau:** Die Konjunkturvorlaufindikatoren haben sich in den letzten Wochen auf tiefem Niveau stabilisiert. In Deutschland wuchs die Wirtschaft im dritten Quartal marginal, so dass eine Rezession vermieden werden konnte. Für eine Wachstumsbeschleunigung gibt es derzeit allerdings keine Anzeichen. Vielmehr rechnen wir für das kommende Jahr sowohl in der Schweiz als auch in Europa und den USA mit tiefen, aber positiven Wachstumsraten.

**Notenbanken in Winterstarre:** Die grossen Notenbanken haben ihre Geldpolitik im Herbst «winterfest» gemacht. Die Europäische Zentralbank (EZB) kauft auf unbestimmte Zeit monatlich

Anleihen für 20 Milliarden Euro. Derweil hat die Fed in den USA ihre geldpolitische Feinadjustierung fürs Erste abgeschlossen. Weitere Zinssenkungen sind auf beiden Seiten des Atlantiks vorerst nicht zu erwarten. Ebenso ist mindestens in den nächsten 18 Monaten nicht mit höheren Zinsen zu rechnen. Die Geldpolitik dürfte auch im Jahr 2020 sehr locker bleiben.

**Anleger mit rosaroter Brille?** Die (geo-)politischen Risiken sind in letzter Zeit etwas in den Hintergrund getreten. Dabei gibt es im Handelsstreit zwischen den USA und China bisher noch nicht einmal den angekündigten «Phase 1-Deal». Diese Minimal-Einigung könnte sich unter Umständen noch bis ins nächste Jahr hinziehen, birgt aus unserer Sicht jedoch so oder so ein gewisses Enttäuschungspotenzial. Auch der «Brexit» befindet sich in der Warteschleife. Nach den Wahlen am 12. Dezember dürfte aber wieder Bewegung ins Thema kommen.

**Saisonaler Rückenwind:** Die Finanzmärkte halten sich im laufenden Jahr an die typischen saisonalen Muster – entsprechend präsentieren sich die Aktienmärkte im vierten Quartal von ihrer starken Seite. Nach bereits hohen zweistelligen Kursgewinnen erwarten wir jedoch keine massive Jahresendrally mehr. Entsprechend halten wir an der aktuellen Anlagetaktik fest.

## UNSERE POSITIONIERUNG

Vormonat -----

### Liquidität



### Obligationen



in Schweizer Franken mit hoher bis mittlerer Kreditqualität



in Fremdwährung mit hoher bis mittlerer Kreditqualität\*



Hochzinsanleihen\*



Schwellenländeranleihen\*



### Aktien



Schweiz



Global



Europa



USA



Japan



Schwellenländer



### Alternative Anlagen



Alternative Strategien\*



Immobilien Schweiz



Edelmetalle / Gold



Rohstoffe



### Währungen

US-Dollar



Euro



neutral



leicht unter-/übergewichten



stark unter-/übergewichten



\*währungsgesichert

# Der wachsende US-Schuldenberg



## DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

Die Staatsschulden der Vereinigten Staaten wachsen in den Himmel. Die Einnahmeseite der Regierungskasse stagniert aufgrund der Steuergeschenke von US-Präsident Trump und schwächerem Wachstum. Auf der Ausgabenseite wird trotz nicht vorhandenem Geld aber aus dem Vollen geschöpft. Obwohl sich die USA im längsten Wirtschaftsaufschwung aller Zeiten befinden, ist das Budgetdefizit zuletzt annähernd auf eine Billion US-Dollar gestiegen. Ohne Kehrtwende in der Haushaltspolitik drohen auch in den nächsten Jahren tiefer Zahlen: Das unabhängige Budgetbüro des Kongresses prognostiziert für die nächste Dekade Defizite zwischen 4.5 % und 5 %. Bis zum Jahr 2029 droht die Staatsverschuldung von aktuell knapp 80 % auf rund 95 % des Bruttoinlandsprodukts anzusteigen. Von den Risiken dieser Entwicklung möchte in Washington D.C. derzeit kaum jemand etwas hören. Doch diese sind nicht auf die leichte Schulter zu nehmen: Es drohen langfristig deutlich anziehende Zinsen und die Unabhängigkeit der Notenbanken ist mehr denn je in Gefahr.

Gut drei Jahre liegt der spektakuläre Wahlsieg von Donald Trump inzwischen zurück. Es ist also noch gar nicht so lange her, dass der derzeitige US-Präsident während seiner Wahlkampagne 2016 davon sprach, die Schulden der Vereinigten Staaten von Amerika innerhalb von nur acht Jahren abzubauen – ganz gemäss dem Motto «Make America Great Again!». Tatsächlich ernannte der frisch gewählte Präsident mit Mick Mulvaney im Dezember 2016 einen haushaltspolitischen «Falken» zum ersten Budget-Direktor des Weissen Hauses. Was danach folgte war jedoch eine der verblüffenden Kehrtwenden, für die Trump mittlerweile berühmt-berüchtigt ist. Von Sparen und Schuldenabbau war nämlich schnell keine Rede mehr.

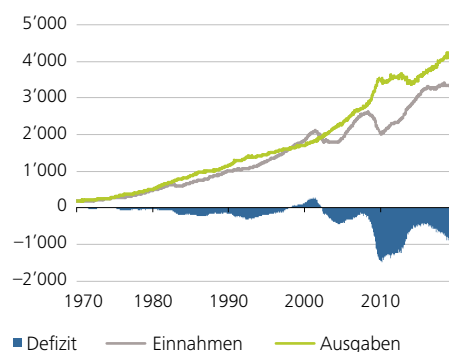
Bereits ein Jahr nach der Wahl wurde bereits eine umfassende Steuerreform verabschiedet. Während die Gewinne von Corporate America daraufhin mehr denn je sprudelten, wuchsen die Staatseinnahmen der USA kaum noch. Davon, dass sich die Steuersenkungen über höheres Wachstum – die Rede war von 4 % – selbst finanzieren würden, kann mit etwas Abstand betrachtet keine Rede mehr sein. Vielmehr stehen der stagnierenden Einnahmeseite seitdem stetig steigende Ausgaben gegenüber. Zuletzt war es im Juli ein teurer Budget-«Deal» zwischen Republikanern und Demokraten, der zwar die leidige Thematik um die US-Schuldenobergrenze ad acta legte, die Staatsfinanzen aber weiter in Schieflage brachte. Per Ende Oktober stand das Haushaltsdefizit der USA bei 984 Milliarden US-Dollar ► **Darstellung 1**. Die Billionengrenze dürfte damit schon bald wieder geknackt werden.

Schon einmal wurde diese 1-Billionen-Schallmauer durchbrochen: vor zehn Jahren. Allerdings war dies damals eine Folge der grossen Finanzkrise 2007/2008. Der Staat griff tief in den Geldsack, und der kriselnden Wirtschaft damit kräftig unter die Arme, um einen noch grösseren Kollaps abzuwenden. Heutzutage ist die Situation eine andere: Trotz Störfeuer vom Handelskrieg und Konjunktursorgen in der Industrie wuchs die US-Wirtschaft im vergangenen Jahr im Schnitt mit robusten 2 %. Der inzwischen längste Wirtschaftsaufschwung in der Geschichte der Vereinigten Staaten läuft weiter und hat die Arbeitslosenquote auf

### 1 Klaffende Lücke 1

Ausgaben steigen schneller als Einnahmen

Staatseinnahmen und -ausgaben der USA, in Milliarden US-Dollar



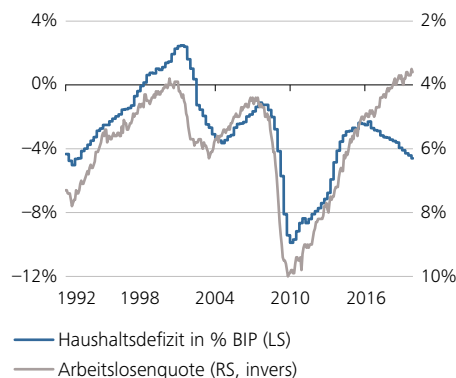
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

jüngst nur noch 3.6 % sinken lassen. In einem solchen Gesundheitszustand würde man annehmen, dass der Staatshaushalt einigermassen im Lot sein müsste. Zur Jahrtausendwende gab es bei ähnlichen Arbeitslosenzahlen Haushaltsüberschüsse; im letzten Konjunkturaufschwung war es wenigstens nur ein Defizit von gut 1 % ► **Darstellung 2**. Im Kontrast dazu beläuft sich das Minus im Budget heute auf rund 4.5 % der Wirtschaftsleistung – Tendenz: weiter steigend.

### 2 Klaffende Lücke 2

Riesiges Defizit trotz Wirtschaftsaufschwung

US-Haushaltssaldo und Arbeitslosigkeit



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



## DER CIO ERKLÄRT: WAS HEISST DAS FÜR SIE ALS ANLEGER?

Nicht nur in den USA, sondern auch weltweit nehmen die (Staats-)Schulden ungebrochen zu. Aktuell beläuft sich der globale Schuldenberg auf 250 Billionen US-Dollar, was 318 % des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (BIP) entspricht. Trotzdem steht die unerfreuliche Entwicklung aktuell nicht gross im Fokus. Grund dafür sind die rekordtiefen Zinsen, zu denen die Staaten ihre Schulden (re-)finanzieren können. Selbst Griechenland, welches vor etwas mehr als sieben Jahren einen Schuldenschnitt vornehmen musste, bezahlt heute für Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren bloss 1.4 % pro Jahr an Zinsen. Obwohl wir von anhaltend tiefen Leitzinsen ausgehen und in den kommenden zwölf Monaten keine Zinserhöhungen erwarten, bleiben die Risiken latent. Die langfristigen Kapitalmarktzinsen können nämlich nur bedingt von den Notenbanken gesteuert werden. Beeinflusst werden diese einerseits von den Inflationserwartungen und andererseits vom Vertrauen der Anleger, dass die Staaten und Unternehmen auch zukünftig ihre Schulden bedienen können. Bei den aktuell extrem tiefen Anleiherenditen sowie dem wachsenden Schuldenberg bleiben wir gegenüber (Staats-)Anleihen deshalb vorsichtig positioniert.



**Matthias Geissbühler**  
CIO Raiffeisen Schweiz

Das unabhängige Budgetbüro des Kongresses prognostizierte im August für die nächste Dekade – bei unveränderter Gesetzeslage – jährliche Defizite zwischen 4.5 % und 5 %, also weit über dem Durchschnitt der vergangenen 50 Jahre. Bis zum Jahr 2029 sieht es die Staatsverschuldung von aktuell knapp 80 % auf rund 95 % des Bruttoinlandsprodukts ansteigen – den höchsten Wert seit dem zweiten Weltkrieg. Die (etwas gewagten) Langzeitprojektionen für die kommenden 30 Jahre sehen den US-Schuldenberg bis 2049 gar auf über 140 % wachsen ► **Darstellung 3**. Ein Aufschrei war bei Präsentation dieser Zahlen in Washington D.C. allerdings nicht zu vernehmen. Die nicht vorhandene Furcht vor sich auftürmenden Staatsschulden scheint derzeit einer der wenigen gemeinsamen Nenner zwischen den Parteien zu sein. Nicht nur überbieten sich die demokratischen Bewerber aufs Präsidentenamt mit abenteuerlich teuren Wahlversprechen. Auch Präsident Trump stellt weitere Steuersenkungen in Aussicht, welche diesmal auch beim Normalbürger ankommen sollen.

Auf die Frage, wie denn dieser Schuldenexzess zu finanzieren sei, gibt es ebenfalls immer mehr (und vermeintlich bessere) Antworten. So gewinnt beispielsweise die These, nach der Haushaltsdefizite kein Problem seien, solange die Realzinsen tiefer als das Wirtschaftswachstum sind, immer mehr Anhänger. Ein Vertreter dieser Denkrichtung ist der ehemalige Chefökonom des Internationalen Währungs-

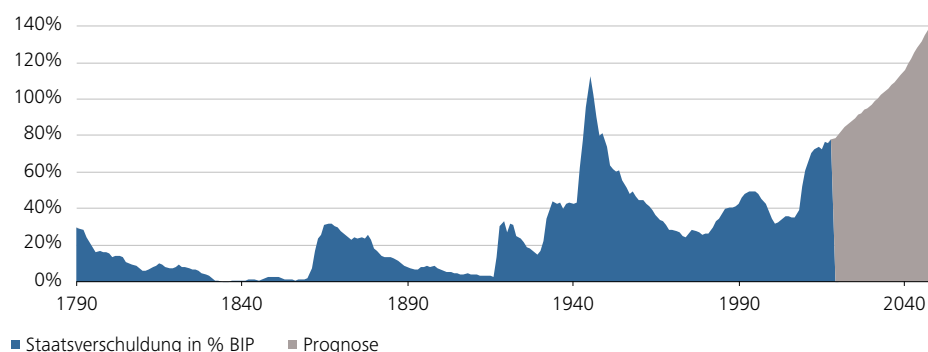
fonds (IWF) Olivier Blanchard. Seiner Meinung nach sind dauerhafte Defizite nötig, um genügend Nachfrage- und Produktionswachstum zu generieren. Noch ein Stück weiter gehen die Anhänger der sogenannten «Modern Monetary Theory» (MMT), die im laufenden Jahr zunehmend an Medienpräsenz gewannen. Ihre Theorie besagt, dass hohe Staatsschulden für Länder, die dank eigener Währung Geld drucken können, kein Problem seien. Denn solche Länder könnten nicht bankrottgehen.

Verloren gehen bei diesem Blick durch die rosarote Brille allerdings die mit den steigenden Schulden einhergehenden Risiken. Eines davon sind die Kosten für den Schuldendienst. Derzeit zahlen die USA im Schnitt einen Zins von rund 1.7 % auf alle ausstehenden Schulden. Im Haushaltsbudget machen die Zinskosten momentan weniger als 9 % aus. Zu verdanken ist diese aktuell noch komfortable Lage insbesondere der jahrelangen Tiefzinspolitik der Fed. Ohne Kehrtwende in der Haushaltspolitik dürfte sich der Zins-Batzen in den nächsten Jahren und Jahrzehnten allerdings schmerzhaft vergrössern. Zudem besteht das Risiko, dass die Investoren mit zunehmender Staatsverschuldung höhere Risikoprämien verlangen und dadurch die langfristigen Zinsen nach oben gedrückt werden. So oder so läuft die US-Notenbank Gefahr, mehr als heute schon von der Politik instrumentalisiert und zu einem anhaltend tiefen Zinsniveau genötigt zu werden.

### 3 Wachsender Schuldenberg...

...ist bald grösser als die Wirtschaftsleistung

US-Staatsverschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt



Quellen: CBO, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# Obligationen

Die Flut hebt bekanntlich alle Boote. Von der expansiven Geldpolitik und der Suche nach Rendite haben in diesem Jahr auch Hochzinsanleihen profitiert. Doch Investoren schauen inzwischen genauer hin und sortieren langsam aus.

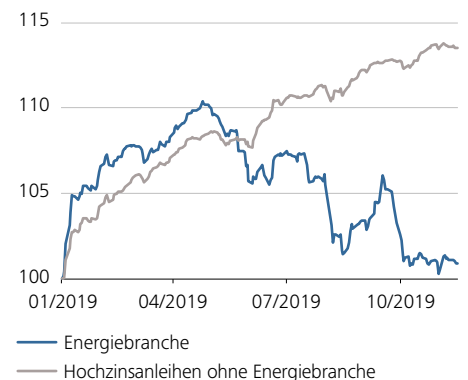
Nicht nur mit Aktien liegen Anleger in diesem Jahr zweistellig im Plus. Auch mit Hochzinsanleihen konnte man – nach einem ernüchternden 2018 – dieses Jahr wieder deutliche Gewinne erzielen. Zu verdanken ist dies nicht zuletzt den Notenbanken, welche rund um den Globus seit Jahresanfang inzwischen insgesamt fast 60 Zinssenkungen vorgenommen haben. Und auch bilanztechnisch geht die Geldschwemme weiter – in den nächsten Monaten dürfte die Summe der aufaddierten Notenbankbilanzen auf einen neuen Rekordwert steigen. Profitiert hat das High-Yield-Segment auch vom grassierenden Anlagenotstand im festverzinslichen Bereich. Bis in den Sommer hinein war das Volumen an negativ verzinslichen Anleihen global bis auf einen Wert von 17 Billionen (!) US-Dollar gewachsen, bevor es jüngst eine gewisse Entspannung gab. Auch dies trieb Anleger in Obligationen mit schlechterer Kreditqualität.

Blindlings zugegriffen haben die Investoren dieses Jahr allerdings nicht. Besonders am sehr breiten und liquiden US-Obligationenmarkt wird inzwischen die Spreu vom Weizen getrennt. So wird das diesjährige Performance-Plus von rund 12 % für amerikanische Hochzinsanleihen nicht von allen Branchen getragen: Der finanziell besonders arg strapazierte Energiesektor liegt seit Jahresbeginn nur ganz knapp im Plus ► **Darstellung 4**. Und auch innerhalb des High-Yield-Bereichs wird mittlerweile stärker differenziert: Während die Kreditaufschläge für die Rating-Stufen BB und B im Jahresverlauf stetig gesunken sind, haben sie für die bonitätsmässig besonders schwachen Unternehmen in den vergangenen Monaten deutlich angezogen ► **Darstellung 5**.

Diese Beispiele zeigen nicht nur, dass Investitionen in Hochzinsanleihen nur gut diversifiziert vorgenommen werden sollten, sondern auch, dass die Konjunkturflaute nicht ganz spurlos an Corporate America vorbeigeht. Zumindest in Teilsegmenten haben sich die Fundamentaldaten im Kreditsegment zuletzt verschlechtert.

## 4 Anleger trennen die Spreu... Energiebranche auf dem Verkaufszettel

Bloomberg Barclays US-Hochzinsanleihen-Indizes



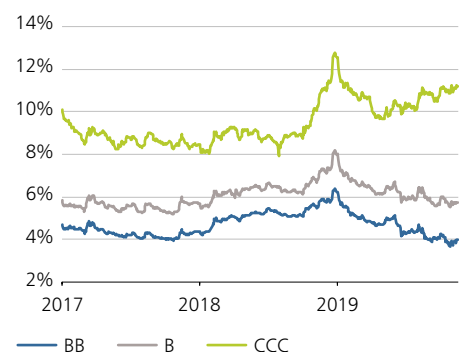
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Dass dies im nächsten Jahr zwingend zu einer negativen Preisentwicklung führen muss, ist damit nicht gesagt. Dafür ist zum einen die geldpolitische Unterstützung zu gross und zum anderen dürften sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen im kommenden Jahr auf tiefem Niveau stabilisieren. Die Zeit der leichten Kursgewinne dürfte bei High-Yield-Obligationen aber nun hinter uns liegen.

## 5 ...vom Weizen

(Sehr) schwache Bonitäten werden gemieden

Kreditaufschläge für verschiedene Bonitätsstufen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

## SCHON GEWUSST?

So billig wie in diesem Jahr war es für Unternehmen wohl noch nie, sich am Kapitalmarkt zu verschulden. Dies gilt insbesondere für Firmen mit besserer Kreditqualität aus dem sogenannten Investment-Grade-Bereich. In den USA winkt in diesem Segment 2019 ein neuer Emissionsrekord. In den ersten neun Monaten des Jahres betrug das Volumen neu platzierter Investment-Grade-Anleihen 515 Milliarden US-Dollar. Der Rekord von 2017 (644 Milliarden US-Dollar) könnte möglicherweise sogar geknackt werden. Die Rekordjagd hat allerdings auch ihre Schattenseiten: 65 % der emittierten Anleihen haben «nur» das Rating «BBB» und befinden sich damit an der Schwelle zu den Hochzinsanleihen. Im nächsten Wirtschaftsschwung könnte dies zum Problem werden. Rating-Herabstufungen könnten dann eine Reihe «gefallener Engel» produzieren, womit grössere Turbulenzen am Obligationenmarkt nicht auszuschliessen wären.

# Aktien

**Während die Industrie schwächelt, bleibt der Konsum bislang sehr robust. Die tiefe Arbeitslosigkeit sowie moderat steigende Löhne wirken unterstützend. Auch die Luxusgüterindustrie profitiert.**



## SCHON GEWUSST?

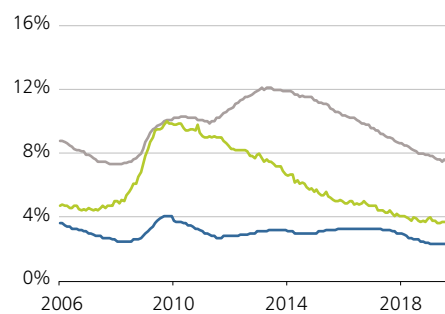
Wer in einzelne Länderindizes investiert, sollte sich der Branchenzusammensetzung bewusst sein, welche zum Teil sehr unterschiedlich ist. Während im Swiss Market Index (SMI) die drei defensiven Werte Nestlé, Novartis und Roche zusammen 54 % des Gesamtgewichts ausmachen, dominieren im deutschen DAX die Automobil- und Chemiewerte mit einem kumulierten Gewicht von über 25 %. Der französische CAC 40 hingegen ist ein kleiner «Luxusgüter-Index». Die Werte LVMH, Kering, Hermès, EssilorLuxottica und L'Oréal machen rund 20 % des Index aus. Die unterschiedliche Branchenzusammensetzung führt je nach Konjunkturzyklus entsprechend zu sehr unterschiedlichen Kursentwicklungen.

Am «Singles Day» wurde ein neuer Rekord aufgestellt. An dem von den chinesischen Internet-Konzernen ins Leben gerufenen Tag der einsamen Herzen – welcher mit hohen Rabatten die Konsumenten zum Online-Shopping animieren soll – setzte alleine der Online-Händler Alibaba mehr als 38 Milliarden US-Dollar um. Auch der «Black Friday» sowie das Weihnachtsgeschäft dürften die Kassen der Einzelhändler klingeln lassen. Etwas erstaunlich ist die gute Kauflaune vor dem Hintergrund der globalen Konjunkturabkühlung auf den ersten Blick trotzdem. Der Hauptgrund ist, dass sich der Abschwung in der Industrie bisher nicht auf den Arbeitsmarkt ausgewirkt und kein grösserer Stellenabbau stattgefunden hat. Die Arbeitslosenquoten sind kontinuierlich gefallen und liegen in vielen Staaten auf rekordverdächtig tiefen Niveaus ► **Darstellung 6**. Zudem sind zuletzt auch die Löhne moderat angestiegen. Die Konsumentenstimmung dürfte daher bis auf weiteres positiv bleiben.

### 6 Rekordtiefe Arbeitslosenquoten

Vollbeschäftigung stützt die Konsumlaune

Arbeitslosenquoten



— Schweiz — Eurozone — USA

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

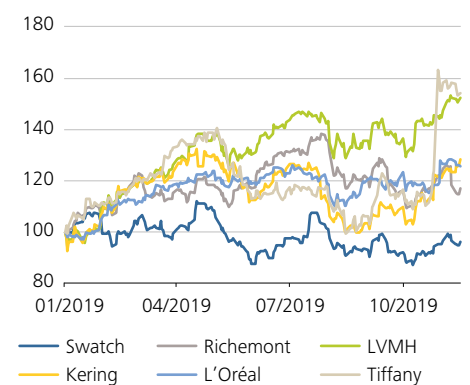
Neben Internethändlern wie Alibaba und Amazon profitieren auch die Luxusgüter-Konzerne von der guten Kauflaune. Der Gesamtumsatz mit Luxusgütern (Uhren & Schmuck, Kosmetikartikel, Haute Couture und Accessoires) dürfte in diesem Jahr rund 293 Milliarden US-Dollar erreichen, was einem Plus von knapp 2 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Auch am Aktienmarkt ging diese positive Entwicklung

nicht spurlos vorbei. Die Aktie des grössten Luxusgüter-Konzerns der Welt, Louis Vuitton Moët Hennessy (LVMH), konnte im Jahresverlauf um satte 57 % zulegen. Mit einer Marktkapitalisierung von 205 Milliarden Euro ist die in Paris ansässige Gruppe hinter dem Erdölkonzern Royal Dutch Shell mittlerweile die zweitgrösste Aktiengesellschaft Europas. Auch die Titel von Kering (Gucci, Yves Saint Laurent), Tiffany, Richemont (Cartier, IWC) und L'Oréal legten deutlich an Wert zu. Nicht mithalten konnte einzig der Uhrenkonzern Swatch, welcher speziell unter der angespannten Lage in Hongkong gelitten hat ► **Darstellung 7**. Auf Branchenebene gehört der Luxusgütersektor dennoch zu den grossen Gewinnern in diesem Jahr.

### 7 (Fast) Alles Gold was glänzt

Luxusgüter-Aktien im Hoch

Performance seit Jahresbeginn in Schweizer Franken



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Kurzfristig dürfte das weitere Potenzial der Luxusgüter-Aktien nun allerdings etwas ausgereizt sein, sind doch die Bewertungen deutlich angestiegen. Zudem ist anzunehmen, dass die vom Industriesektor ausgehende Abschwächung früher oder später auch negative Auswirkungen auf die Konsumentenstimmung haben wird. Die langfristigen Trends bleiben aber positiv. Gerade in den Schwellenländern Asiens und insbesondere in China bleibt die Nachfrage nach Luxusgütern ungebrochen hoch.



# Alternative Anlagen

Für Anleger ist 2019 bisher ein äusserst erfreuliches Jahr. Sämtliche Anlageklassen konnten – teilweise im deutlich zweistelligen Bereich – zulegen. Das Schlusslicht bilden (einmal mehr) die Hedgefonds.



## SCHON GEWUSST?

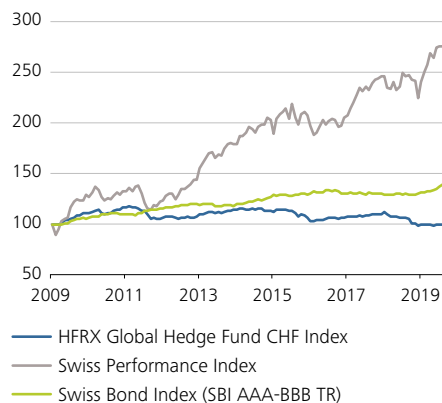
Der erste Hedgefonds wurde von Alfred Winslow Jones im Jahre 1949 gegründet. Für seinen Fonds verwendete er eine sogenannte Long-Short-Strategie mit dem Ziel einer Absicherung gegen starke Kursverluste. Da diese Strategie bis zu diesem Zeitpunkt nicht systematisch angewendet wurde, konnte er rasch Erfolge feiern und den Dow Jones Index über einen längeren Zeitraum schlagen. Aufgrund des Erfolges fanden sich innerhalb kurzer Zeit viele Nachahmer seines Anlagestils. Und genau hier liegt ein typisches Problem der Hedgefonds: Je mehr Nachahmer es gibt, umso schwieriger wird es für jeden einzelnen Fonds überdurchschnittliche Renditen zu erzielen.

Die Welt der Hedgefonds gleicht einem Dschungel und umfasst die unterschiedlichsten

### 8 Ausser Spesen nix gewesen

Lausige 10-Jahres-Performance

Hedgefonds im Vergleich mit Schweizer Aktien und Obligationen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

ten Anlagestile. Einige nutzen kleine preisliche Differenzen aus (Arbitrage), andere spekulieren auf spezielle Ereignisse oder Übernahmen und wieder andere tätigen Leerverkäufe. In der Regel sind die Fonds durch die Aufnahme von viel Fremdkapital stark «gehebelt» und daher risikobehaftet. Dies scheint aber die (institutionellen) Anleger nicht abzuschrecken – im Gegenteil: Aufgrund des Anlagenotstands erreichten die verwalteten Vermögen per Mitte 2019 mit 3.25 Billionen US-Dollar einen neuen Rekordstand. Enttäuschend bleibt aber die Performance ► **Darstellung 8**. Der breit gefasste Hedge Fund Index kommt seit zehn Jahren nicht vom Fleck. Darin widerspiegelt sich unter anderem die eingangs erwähnte Problematik der Heterogenität sowie die hohen Kosten. Entscheidend für den Erfolg ist daher eine sehr sorgfältige (und aufwändige) Selektion. Oft sind aber die erfolgreichen Fonds geschlossen oder aus regulatorischen Gründen für Kleinanleger nicht investierbar. Aus diesen Gründen sind Hedgefonds weiterhin nur bedingt zu empfehlen.



# Währungen

Das Verhältnis zwischen australischem Dollar und japanischem Yen gilt unter Währungsanalysten als besonders sensibel. Die jüngste Stabilisierung widerspiegelt gestiegene Risikofreude unter den Marktteilnehmern.

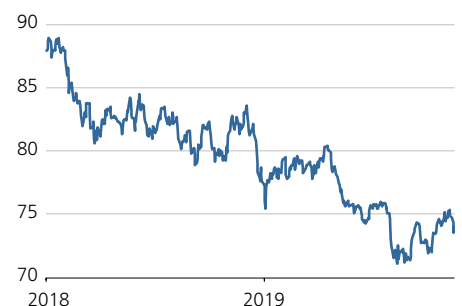
Finanzmarktanalysten sind stets auf der Suche nach Modellen oder Variablen, die einen Blick in die Zukunft ermöglichen können. In die Werkzeugkiste gehören dabei auch diverse Stimmungsindikatoren. Bei Aktien wird beispielsweise gern geschaut wie optimistisch oder pessimistisch die Anleger sind. Auch der Volatilitätsindex VIX – auch als «Angstbarometer» bekannt – wird gern zur Hilfe genommen. Bei den Währungen gibt es ebenfalls eine stimmungssensitive Messgrösse: das Währungspaar Australischer Dollar/Japanischer Yen. Der «Aussie» ist als Rohstoffwährung besonders zyklisch und der Yen die wohl defensivste Währung der Welt. Das Verhältnis aus beiden ist daher sowohl ein beliebtes Mass für das Sentiment am Währungsmarkt als auch an den globalen Finanzmärkten generell. Betrachtet man den entsprechenden Chart, so erkennt man seit August eine gewisse Stabilisierung nach langem Abwärtstrend ► **Darstellung 9**.

Dies reflektiert die derzeitige «risk on»-Phase an den Märkten. Optimisten erkennen darin aber auch einen Vorboten für die Stabilisierung der Weltkonjunktur.

### 9 Kanarienvogel in der Kohlemine?

Ermutigende Trendwende

Australischer Dollar/Japanischer Yen

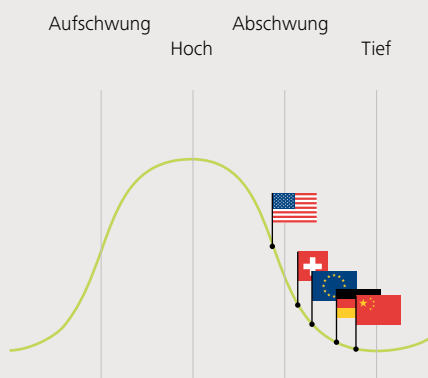


Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# Ein Blick nach vorne

Die befürchtete Rezession blieb bei unseren deutschen Nachbarn aus. Dennoch schlägt sich die Schwäche der Industrie zunehmend in der Gesamtwirtschaft nieder. Die Schweizer Konjunktur zeigt sich bisher noch ein Stück robuster.

## KONJUNKTUR



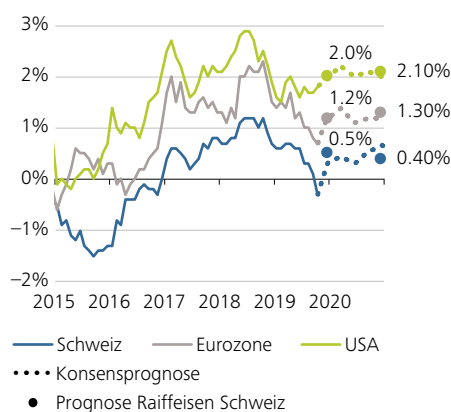
- Die **Schweiz** kann sich der globalen wirtschaftlichen Abkühlung als kleine, offene Volkswirtschaft nicht entziehen. Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts dürfte sich dieses Jahr nur noch auf rund 1 % belaufen. Für 2020 erwarten wir hierzulande dann wieder eine leichte Beschleunigung des Wachstums auf 1.3 %.
- Deutschlands Volkswirtschaft wuchs im 3. Quartal wider Erwarten um 0.1 % und konnte eine technische Rezession knapp vermeiden. Auch in den restlichen Ländern der **Eurozone** blieb das Wachstum leicht positiv. Unter dem Strich erwarten wir für das laufende Jahr ein Plus von 1.1 %.
- Der Handelskrieg hinterlässt auch bei den **US**-Unternehmen zunehmend seine Spuren. Im globalen Vergleich schlagen sich die USA aber nach wie vor gut. Die Arbeitslosenquote blieb mit 3.6 % zuletzt nahe dem im September erreichten Tiefstand. Für das Gesamtjahr 2019 erwarten wir ein Wachstum von 2.2 %.

## INFLATION

### Inflations-Taucher

Schweizer Teuerung temporär negativ

Inflation und Prognosen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

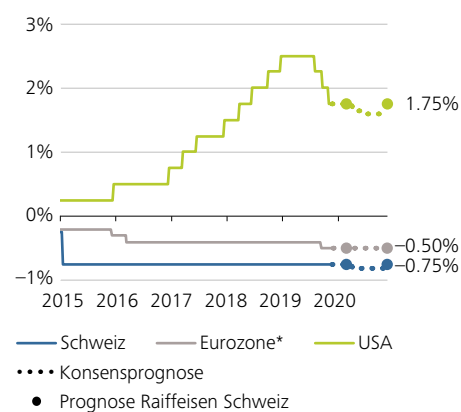
- Die Inflation fiel in der **Schweiz** im Oktober in den negativen Bereich (−0.3 %). Dies dürfte jedoch nur temporär sein. Für 2020 erwarten wir – nicht zuletzt aufgrund bleibender Frankenstärke – anhaltend tiefe, aber positive Teuerungsraten (0.4 %).
- Auch im **Euroraum** rechnen wir nicht mit einer nachhaltigen Aufwärtstendenz bei der Teuerung. Wir prognostizieren für nächstes Jahr eine Inflationsrate von 1.3 %.
- In den **USA** dürften die US-Strafzölle gegen China bei einigen Produkten einerseits einen spürbaren Preiseffekt haben. Andererseits mindert das schwächere Wirtschaftswachstum den Teuerungsdruck etwas. Unsere erste Inflationssschätzung für 2020 lautet: 2.1 %.

## GELDPOLITIK

### Notenbanken im Winterschlaf

Vorerst keine Änderungen zu erwarten

Leitzinsen und Prognosen



\*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Nach der letzten Zinssenkung im Oktober dürfte die geldpolitische «Feinjustierung» der **US-Notenbank Fed** nun abgeschlossen sein. Der weitere Kurs wird vor allem von den zukünftigen Makrodaten und der Entwicklung im Handelskrieg abhängen. Wir erwarten auf Sicht der nächsten 12 Monate keine weiteren Zinsschritte.
- Bei der **Europäischen Zentralbank (EZB)** hat Christine Lagarde Anfang November das Ruder übernommen. Es bleibt abzuwarten wie schnell sie sich vom Erbe Mario Draghis distanzieren und eigene Akzente in der europäischen Geldpolitik setzen kann. Für eine komplette Richtungsänderung scheint es derzeit verfrüht, die Zeit des billigen Geldes ist noch nicht vorbei.
- Für die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** hat sich die Lage etwas entspannt – der Schweizer Franken ist zuletzt nicht mehr stärker geworden. Der Fokus richtet sich aber weiter auf die Kollegen in Frankfurt am Main. An der Schweizer Geldpolitik dürfte sich vor diesem Hintergrund im nächsten Jahr wenig ändern.

## IMPRESSUM

### Herausgeber

Raiffeisen Schweiz CIO Office  
Raiffeisenplatz  
9001 St. Gallen  
[ciooffice@raiffeisen.ch](mailto: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/maerkte-meinungen](http://www.raiffeisen.ch/maerkte-meinungen)

### Hinweis

#### Kein Angebot

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind in den jeweiligen rechtsverbindlichen Verkaufsdokumenten (z.B. Prospekt, Fondsvertrag) enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in dem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist. Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsdokumente studiert wurden. Entscheide, die aufgrund der vorliegenden Unterlagen getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers. Weiter verweisen wir auf die Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel». Bei der aufgeführten Performance handelt es sich um historische Daten, aufgrund derer nicht auf die laufende oder zukünftige Wertentwicklung geschlossen werden kann. Für die Berechnung der Performancedaten wurden die bei der Ausgabe und gegebenenfalls bei der Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten nicht berücksichtigt.

#### Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen. Raiffeisen Schweiz haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation und deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken. Es ist Sache des Kunden, sich über allfällige Steuerfolgen zu informieren. Je nach Wohnsitzstaat können sich unterschiedliche Steuerfolgen ergeben. In Bezug auf allfällige, sich durch den Kauf der Titel ergebende Steuerfolgen lehnen Raiffeisen Schweiz und die Raiffeisenbanken jegliche Haftung ab.

#### Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Die Publikation wurde von Raiffeisen Schweiz erstellt und ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.



## UNSERE AUTOREN



### Matthias Geissbühler, CFA, CMT

CIO Raiffeisen Schweiz  
[matthias.geissbuehler@raiffeisen.ch](mailto: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](mailto: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.