

JANUAR 2020

# Anlageguide



## Ausblick 2020

Was erwartet uns im neuen Jahr?

**RAIFFEISEN**

# Unsere Sicht auf die Märkte



## IN DIESER AUSGABE ZU LESEN

### S.3 Fokusthema: Ausblick 2020 – Was erwartet uns im neuen Jahr?

### S.5 Unsere Einschätzungen:

- Obligationen
- Aktien
- Alternative Anlagen
- Währungen

### S.8 Unsere Prognosen:

- Konjunktur
- Inflation
- Geldpolitik

**Konjunkturelle Stabilisierung:** Nachdem sich die Vorlaufindikatoren 2019 über weite Teile im freien Fall befanden und das Rezessionsgespenst an einigen Industrieländern nur knapp vorbeigezogen ist, steht das Jahr 2020 in puncto Wachstum unter dem Motto «Stabilisierung auf tiefem Niveau». Die Schweiz dürfte sich erneut als solide behaupten, die USA werden an Vorsprung einbüßen und der Euroraum sollte im Vergleich zur Konkurrenz etwas aufschliessen können.

**Sentiment-Pendel schwingt um:** Rückenwind dürfte die Wirtschaft zu Jahresbeginn von den (geo)politischen Hot Spots des letzten Jahres erhalten. Der «Brexit» wird Ende Januar endgültig vollzogen werden und im Handelskrieg zwischen den USA und China gibt es nun eine erste Entspannung. Die Unternehmenslenker atmen spürbar auf. Für Anleger stellt sich die Frage, inwieweit diese positiven Entwicklungen schon eingepreist sind. Aus unserer Sicht bereits zu einem beträchtlichen Teil.

**Notenbanken bleiben Stütze:** Zählen können die Investoren aber auch 2020 weiterhin auf die Notenbanken. Im Dezember haben sowohl die US-Notenbank als auch die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren expansiven Kurs bestätigt. Für Zinserhöhungen

ist die Hürde dieses Jahr besonders gross, denn von Inflation fehlt hüben wie drüben jede Spur. Das Umfeld sehr tiefer beziehungsweise negativer Zinsen dürfte uns auch in den kommenden 12 bis 18 Monaten erhalten bleiben.

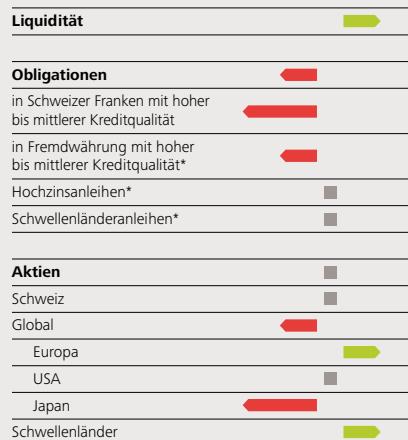
### Anlagenotstand vs. hohe Bewertung:

Angesichts der mittlerweile wieder deutlich erhöhten Bewertungen bei nahezu allen Anlageklassen wird 2020 mit Blick auf die Vermögensallokation besonders herausfordernd. Obligationen fallen als Renditetreiber aus und dienen allein noch als Puffer bei Kursruckschlägen von Aktien. Bei letzteren sind die Gewinnerwartungen zu hoch und das Potenzial nach oben limitiert. Diversifizierenden Anlagen wie Immobilien und Gold kommt daher eine besondere Bedeutung zu.

**Auch 2020 politische Risiken:** Lange durchatmen können Anleger trotz der jüngsten Entspannungssignale auch dieses Jahr nicht. Die US-Präsidentenwahl im November ist das politische Risiko-Ereignis des Jahres und wird seinen Schatten schon bald auf die Märkte vorauswerfen. Sowohl für den Aktienmarkt als Ganzes als auch für einzelne Branchen ist mit höherer Volatilität sowie mit Überraschungen zu rechnen.

## UNSERE POSITIONIERUNG

Vormonat -----



neutral  
leicht unter-/übergewichtet  
stark unter-/übergewichtet

\*währungsgesichert

## IM FOKUS

# Was erwartet uns im neuen Jahr?



## DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

Wir rechnen mit einem volatilen Börsenjahr geprägt von politischen Unsicherheiten. Im Fokus steht dabei weiterhin der Handelskonflikt und ab Sommer der beginnende Wahlkampf zur US-Präsidentenwahl am 3. November 2020. Das globale Wirtschaftswachstum dürfte mit rund 3 % bescheiden, aber insgesamt positiv ausfallen. Aufgrund der weiterhin expansiven Geldpolitik und der anhaltend tiefen Zinsen bleibt der Anlagenotstand latent. Davon sollten Aktien, Immobilien aber auch Gold profitieren. Die (Rendite-)Bäume wachsen allerdings 2020 nicht in den Himmel und die Gesamtrenditen werden aus unserer Sicht klar tiefer ausfallen als im vergangenen Jahr. Wichtig bleiben weiterhin eine breite Diversifikation sowie eine aktive Anlagetaktik.

Zum Jahreswechsel haben Horoskope Hochkonjunktur. Schon in vorchristlicher Zeit beschäftigten sich die Menschen mit der Astrologie und dem Ziel, aus Gestirnskonstellationen auf irdische Vorgänge zu schliessen. Auch heutzutage wird mit Interesse gelesen, was uns die Sterne für 2020 vorhersagen. Im vorliegenden Anlageguide beschäftigen wir uns ebenfalls mit der Zukunft und wagen einen Ausblick auf das neue Jahr. Wie wird sich die globale Wirtschaft entwickeln? Welche (geo) politischen Themen stehen im Fokus? Wie entwickelt sich die Geldpolitik und was bedeutet das alles für die einzelnen Anlageklassen? Auch wir haben keine Kristallkugel – dennoch zeichnen sich gewisse Entwicklungen relativ deutlich ab und auf diesen sowie unseren internen Bewertungsmodellen stützt sich unser Basiszenario ab.

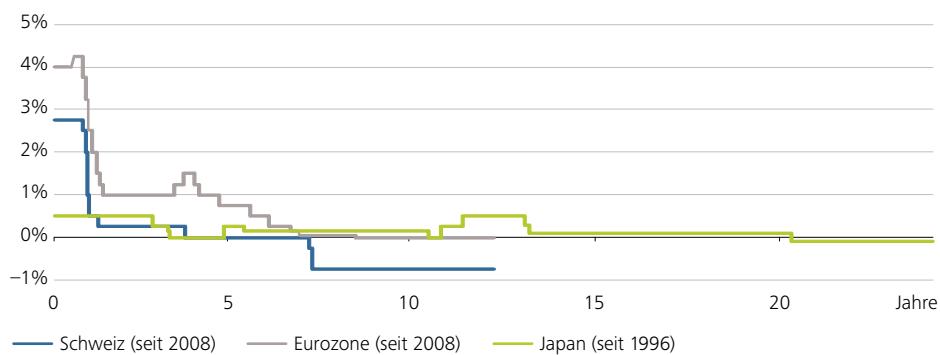
Das Jahr 2020 steht im Zeichen der Präsidentenwahl in den USA. Donald Trump (und seine Tweets) dürften uns also auch in den kommenden Monaten beschäftigen und auf Trab halten. Aufgrund des innenpolitischen Drucks (unter anderem wegen dem laufenden Amtsenthebungsverfahren) wird der Präsident die Karte «Handelskonflikt» nicht so rasch aus der Hand geben – daher ist auch ein baldiges Ende der Streitigkeiten mit China aus unserer Sicht nicht zu erwarten. Der Wahlkampf selbst wird spätestens ab dem Sommer in den Fokus rücken. Wer auch immer als demokratische(r) Kandidatin oder Kandidat antreten wird; es dürfte erneut ein sehr enges Kopf-an-Kopf-

Rennen geben. Da die Märkte Unsicherheit scheuen, dürfte die Volatilität entsprechend besonders in den Sommermonaten und auch im Herbst hoch sein.

Von der Konjunkturseite erwarten wir wenig positive Impulse. Die chinesische Wirtschaft befindet sich in einer strukturellen Wachstumsverlangsamung, welche in den kommenden Jahren anhalten wird. Auch in den USA erwarten wir mit 1.6% im kommenden Jahr ein deutlich tieferes Wachstum als in den Vorjahren. Erste Stabilisierungstendenzen sehen wir dafür bei den konjunkturellen Vorlaufindikatoren in Europa. Unter dem Strich rechnen wir 2020 mit einem moderaten Wachstum der Weltwirtschaft von rund 3 %. Auch die Inflationsraten dürften sich (vorerst) auf tiefen Niveaus – zumindest klar unter der 2 %-Zielgröße der Notenbanken – bewegen. Dies ermöglicht es den Zentralbanken die expansive Geldpolitik fortzusetzen und die Zinsen auf sehr tiefen Niveaus zu belassen. Von Seiten der Europäischen Zentralbank (EZB) aber auch der Schweizerischen Nationalbank (SNB) erwarten wir keine grösseren Veränderungen der Leitzinsen. Klar ist: Zinserhöhungen wird es in diesem Jahr keine geben. Die Tief- beziehungsweise Negativzinsen werden uns also noch eine längere Zeit begleiten und ein Japan-Szenario wird in Europa immer wahrscheinlicher ►Darstellung ①. Gleichzeitig sind wir aber auch der Meinung, dass der Spielraum der Notenbanken zunehmend ausgereizt ist. Wir sehen in weiteren Lockerungsmassnahmen

### ① Nullzinsen für die Ewigkeit?

Japan-Szenario für Europa (und die Schweiz) immer wahrscheinlicher  
Leitzinsen Japan sowie Europa und Schweiz (zeitlich verschoben)



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

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

Prognosen sind immer mit Unsicherheit behaftet. Auch unser Ausblick 2020 beruht auf diversen Annahmen, welche sich im Jahresverlauf ändern oder als falsch herausstellen können. Ziemlich sicher sind wir aber in einem Punkt: Die Leitzinsen in Europa und der Schweiz werden noch für eine lange Zeit im negativen Bereich bleiben. Anleger, welche ihr Vermögen bei Nullzinsen auf dem Sparkonto liegen lassen, werden somit nach Abzug der Inflation Jahr für Jahr eine Kaufkrafteinbusse verkraften müssen. Wer also langfristig sein Kapital vermehren will, kommt um das Thema Anlegen nicht herum. Dabei stehen eine auf die individuellen Bedürfnisse ausgerichtete Anlagestrategie sowie eine breite Diversifikation über sämtliche Anlageklassen im Vordergrund. So sollten sich auch in Zukunft positive Renditen erwirtschaften lassen – auch wenn wir im Vergleich zum vergangenen Jahr im 2020 mit einer höheren Volatilität und tieferen Erträgen rechnen.



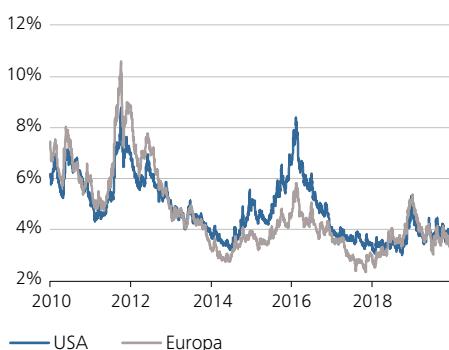
**Matthias Geissbühler**  
CIO Raiffeisen Schweiz

keinen signifikanten Effekt mehr auf die Konjunktur. Im Gegenteil: Die Kosten der enorm expansiven Geldpolitik sowie der Negativzinsen überwiegen die Vorteile mittlerweile klar. Ganz offensichtlich kommen auch die Notenbanker zunehmend selbst zu diesem Schluss. Nur so lassen sich die Appelle von Mario Draghi kurz vor seinem Amtsende erklären, in welchen er die Regierungen Europas zu fiskalpolitischen Unterstützungsmassnahmen aufrief.

Der Anlagenotstand und damit die Suche nach Rendite bleiben also auch 2020 bestehen. Die Anleihemärkte erachten wir generell als wenig attraktiv. Aufgrund der negativen Verfallsrenditen bei den Schweizer Staatsanleihen empfehlen wir weiterhin eine Untergewichtung in diesem Segment. Auch bei den qualitativ soliden Unternehmensanleihen ist renditemässig wenig zu holen. Da mittlerweile viele Anleger im Obligationenbereich in den High-Yield-Bereich (Junk Bonds) oder auf Schwellenländeranleihen ausgewichen sind, fielen auch dort die Risikoprämien zuletzt deutlich und sind zunehmend unattraktiv ►Darstellung ②.

**② Fallende Risikoprämien**

Die Risiken werden nur noch ungenügend entschädigt. Entwicklung der Risikoprämien bei Hochzinsanleihen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Relativ zu Obligationen erscheinen uns vor allem Anlagen mit Sachwertcharakter interessant. Von Seiten der institutionellen Anleger (Pensionskassen, Versicherungen) dürfte auch 2020 weiterhin viel Geld in den Schweizer Immobilienmarkt fliessen und dadurch die Preise von Renditeliegenschaften stützen. Somit

rechnen wir in den kommenden Monaten mit einer relativ stabilen Entwicklung am Immobilienmarkt. Zusammen mit der attraktiven Ausschüttungsrendite von rund 2.6% erachten wir deshalb Schweizer Immobilienfonds weiterhin als interessante Beimischung.

Auch bei den Aktien spricht nicht zuletzt der Dividendenertrag für eine nachhaltige Rendite und relative Attraktivität der Anlageklasse. Im Gegensatz zu den Immobilienfonds ist allerdings die Volatilität bei den Aktien deutlich höher. Zudem befinden sich die Bewertungen mittlerweile am oberen Ende der historischen Bandbreite, was eine weitere Bewertungsausweitung unwahrscheinlich macht. Somit dürfte sich die Gesamtrendite 2020 aus der Summe der Dividendenrenditen und dem Gewinnwachstum zusammensetzen. Die aktuellen Gewinnschätzungen erachten wir vor dem Hintergrund unserer Konjunkturprognosen sowie der bereits rekordhohen Gewinnmargen einmal mehr als zu ambitioniert. Das Gewinnwachstum 2020 dürfte sich zwischen 0 und 5% bewegen. Daraus resultiert eine realistische Gesamtrendite für Aktien in der Größenordnung von 4 bis 6%. Insofern bleiben wir für die Aktienmärkte verhalten positiv – die Renditen vom sehr starken 2019 liegen aber klar ausser Reichweite.

Gold bleibt aus unserer Sicht aus Diversifikationsgründen ebenfalls interessant. Die Korrelationen zu den übrigen Anlageklassen sind sehr tief, ja teilweise sogar negativ. Zudem fallen bei den aktuellen Negativzinsen die Opportunitätskosten nicht nur weg, sondern verkehren sich sogar in «Opportunitätsgewinne».

Zusammengefasst rechnen wir mit einem anspruchsvollen und volatilen Börsenjahr, welches einmal mehr von politischen Unsicherheiten geprägt sein wird. Das globale Wachstum wird zwar bescheiden aber insgesamt positiv ausfallen – eine Rezession erachten wir 2020 als sehr unwahrscheinlich. Aufgrund der weiterhin expansiven Geldpolitik und der anhaltend tiefen Zinsen bleibt der Anlagenotstand latent. Davon sollten Immobilien, Aktien, aber auch Gold profitieren können. Wichtig sind weiterhin eine breite Diversifikation sowie eine aktive Anlagetaktik.



# Obligationen

Im vergangenen Jahr haben die langfristigen Zinsen nochmals neue Rekordtiefs markiert. Diese Niveaus dürften 2020 nicht mehr unterboten werden. Zugleich ist aber auch das Aufwärtspotenzial bei den Renditen begrenzt.

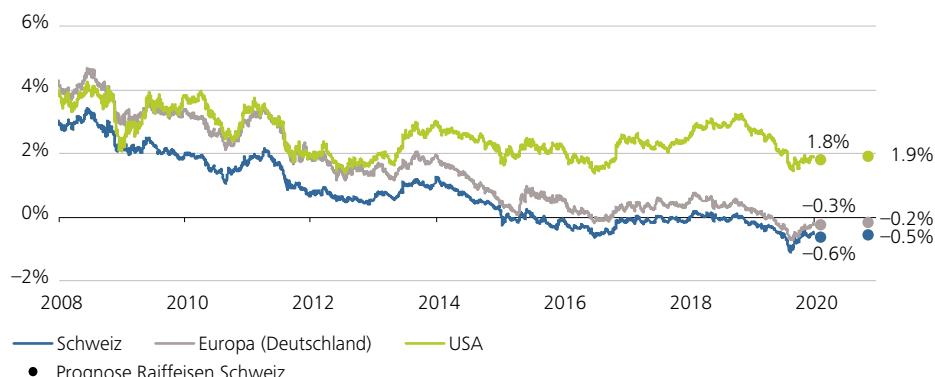
Das Vorstellungsvermögen der Anleger wurde im letzten Jahr ordentlich strapaziert. So rechnete wohl kaum jemand damit, dass die Renditetiefs der 10-jährigen Eidgenossen von  $-0.6\%$  aus dem Sommer 2016 nochmals unterschritten würden. Ebenso hatten wohl die wenigsten Schweizer Häuslebauer auf noch günstigere Finanzierungsmöglichkeiten spekuliert. Noch vor 18 Monaten war nämlich die Erwartung einer Normalisierung bei den Zinsen weit verbreitet und fast schon Konsensmeinung. Doch dann kam es anders als erwartet. Die Notenbanken machten – angeführt von der amerikanischen Fed – eine veritable Kehrtwende und drehten den Zinsaufwärtstrend in eine Abwärtsbewegung um. Diese verstärkte sich im Jahresverlauf 2019 – angetrieben durch grassierende Rezessionsängste und permanente Handelskriegs-Beschallung – zusehends und kulminierte im Sommer in einem irrationalen Anleihe-Hype, beziehungsweise spiegelbildlich in einem totalen Rendite-Ausverkauf. Am 16. August rentierten Eidgenossen dann nur noch rekordtiefe  $-1.1\%$  und auch der deutsche Staat bekam für Kredite mit zehn Jahren Laufzeit 70 Basispunkte praktisch geschenkt. Die offensichtliche Übertreibung am Anleihemarkt währte allerdings nicht allzu lange. Ab September folgte eine ausgedehnte Korrekturbewegung, die bis heute anhält und welche die Renditen zumindest in etwas «normalere» Gefilde zurückführte ►Darstellung ③.

Wie gestalten sich nun die Zinsperspektiven für das Jahr 2020? Unserer Meinung nach vergleichsweise unspektakulär. Zumindest sind nicht schon wieder erneute Rekordmarken zu erwarten. Vielmehr dürften die Langfristzinsen in einer grösseren Bandbreite um das aktuelle Niveau herum – je nach Entwicklung der makroökonomischen Daten und dem Risikoappetit der Anleger – schwanken. Für Eidgenossen bedeutet dies: Sollte sich das Makrobild deutlich aufhellen und die Wachstumsdynamik merklich zunehmen, dann könnten 10-jährige Renditen hierzulande im besten Fall wieder einen Ausflug in Richtung Null-Linie machen. Dies wäre dann allerdings wohl das höchste der Gefühle und Anlass für eine Aufstockung der Position in Schweizer Obligationen. Unsere Basiserwartung ist eine solch positive Renditeentwicklung jedoch nicht. Im nicht unwahrscheinlichen Fall neuer Negativnachrichten vom US-chinesischen Handelskrieg ist andererseits stets mit einem weiteren Abstecher in negativere Zins-Regionen zu rechnen. Sollte sich die von uns erwartete Wachstumsstabilisierung auf tiefem Niveau dieses Jahr dann doch als wirtschaftliche Vollbremsung herausstellen, so könnten wir kurzzeitig auch nochmals eine  $\langle -1 \rangle$  vor dem Zins-Komma sehen.

### ③ Grosse Handelsspannen

Langfristzinsen dürften seitwärts pendeln

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen mit Raiffeisen Prognose



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

## ANLAGEKLASSEN

# Aktien

Nach dem sehr starken Aktienjahr 2019 stellt sich die Frage: Wie geht es 2020 weiter? Aus unserer Sicht werden die Brötchen deutlich kleiner gebacken. Zudem rechnen wir mit einer Rückkehr der Volatilität.



### SCHON GEWUSST?

Um den fairen Wert einer Aktie zu eruieren, wird in der Finanzmathematik der sogenannte Gegenwartswert der zu erwartenden Einkommensströme berechnet. Dieser wird durch eine Abzinsung der zukünftigen Cash Flows bestimmt. Je tiefer der zugrundeliegende Zins (welcher sich aus dem risikolosen Zins sowie einer Risikoprämie zusammensetzt), desto höher der entsprechende Wert. Aufgrund der aktuellen Tiefzinsen sind also höhere Aktienbewertungen durchaus gerechtfertigt. Damit die Bewertungen aber noch weiter steigen können, würde es noch tiefere Zinsen benötigen. Da wir dies nicht erwarten, rechnen wir 2020 auch nicht mit einer weiteren Bewertungsexpansion.

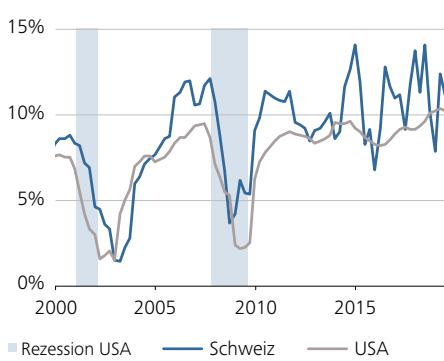
Aktienanleger dürften zum Jahreswechsel die Korken knallen gelassen haben. Die Renditen lagen über alle Regionen hinweg (zum Teil deutlich) im zweistelligen Bereich. Der Swiss Performance Index erreichte 2019 mit einem Plus von 30.6% eines der besten Resultate in der Geschichte. Unterstützung erhielten die Aktienmärkte einmal mehr von den Notenbanken – die geldpolitische 180-Grad-Kehrtwende hat für mächtigen Rückenwind gesorgt und die konjunkturellen sowie geopolitischen Probleme übertüncht. Nachdem die Ernte eingefahren ist, stellt sich nun die Frage, wie es an den Börsen weitergehen wird.

2020 wird aus unserer Sicht in vielerlei Hinsicht ein anspruchsvolles Jahr. Die Geldpolitik bleibt zwar insgesamt expansiv, zusätzliche Stimulierungsmassnahmen und weitere Zinssenkungen erwarten wir allerdings nicht. Damit wird sich der Anlegerfokus verstärkt auf die fundamentalen Faktoren richten. Makroökonomisch rechnen wir mit einem eher schwachen Jahr mit bescheidenen Wachstumsraten. Da sich die Gewinnmargen der Unternehmen bereits auf historisch hohen Niveaus befinden ►Darstellung ④ und ein gewisser Kosten- druck herrscht (steigende Lohn- und Rohstoffkosten), erwarten wir keine weitere Margenexpansion. Damit wird das Gewinnwachstum der Unternehmen in etwa im Bereich des globalen Wirtschaftswachstums von rund 3 Prozent zu liegen kommen. Die Konsenserwartungen sind deshalb aus unserer Sicht zu optimistisch

### ④ Hochprofitable Unternehmen

Gewinnmargen nahe Höchstständen

Nettогewinnmargen



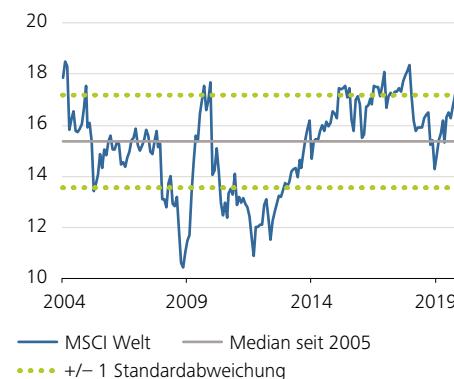
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

und werden im Verlauf des Jahres nach unten revidiert werden müssen. Auch die Bewertungen der Aktienmärkte befinden sich historisch gesehen mittlerweile am oberen Ende der Bandbreite ►Darstellung ⑤.

### ⑤ Stolz bewertet

Bewertungsexpansion dank Tiefzinsen

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des MSCI Welt



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Vor dem Hintergrund des extrem tiefen Zinsumfelds ist dies zwar (teilweise) gerechtfertigt, eine weitere Bewertungsexpansion ist aber nicht zu erwarten. Zusammengefasst bedeutet dies, dass die Gesamtrendite der Aktien der Summe aus dem Gewinnwachstum und der Dividendenrendite entsprechen dürfte. Für die Aktienindizes rechnen wir entsprechend mit einer Gesamtrendite 2020 in der Größenordnung von 4 bis 6%. Die Brötchen dürften also im Vergleich zum sehr starken 2019 deutlich kleiner gebacken werden.

Gleichzeitig rechnen wir im laufenden Jahr mit einer deutlich höheren Volatilität. Vor allem der Wahlkampf für die US-Präsidentenwahl dürfte die Märkte ab dem Sommer stark beeinflussen und für (vorübergehende) Unsicherheit sorgen. In diesem Umfeld gewinnt eine aktive taktische Vermögensallokation sowie die Selektion der einzelnen Aktien eine besonders grosse Bedeutung. Klar ist aber auch, dass neben den erwähnten Risiken das Anlagejahr auch diverse Chancen bringen wird. Unsere Aufgabe wird es sein, diese entsprechend zu packen.

# 2 Alternative Anlagen

«Diversifikation» ist ein häufig verwendetes Schlagwort aus der Finanzwelt, welches sich im Gegensatz zu anderen Mode-Floskeln nicht abnutzt. Erst recht nach dem erfolgreichen Anlagejahr 2019 bleibt das Thema aktuell.

## WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

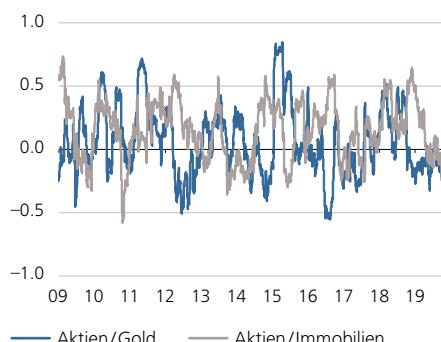
### Korrelation

Anleger sollten nie «alle Eier in einen Korb legen». Grundlage der nicht nur von Finanzberatern häufig gepredigten Diversifikation ist die Tatsache, dass Anlageklassen wie Aktien, Obligationen, Immobilien oder Gold in der Regel von unterschiedlichen Faktoren beeinflusst werden und sich daher zumeist auch in ihrer Kursentwicklung unterscheiden. Wie stark die Wechselbeziehung zwischen den einzelnen Anlagen ist, wird mit der statistischen Grösse des Korrelationskoeffizienten gemessen, welcher Werte zwischen –1 und +1 annehmen kann. Bei einer Korrelation von 0 besteht zwischen zwei Grössen beziehungsweise der Entwicklung zweier Anlagen kein Zusammenhang. Bei einem Wert von –1 entwickeln sich diese genau gegenseitig. Solange die Korrelation kleiner als 1 ist, bringt die Diversifikation im Portfoliokontext einen Mehrwert – in der Regel ist dies eine kleine Hürde.

Das vergangene Jahr war aus Investorensicht äusserst erfreulich. Fast alle Anlageklassen generierten positive Erträge, zumeist waren diese sogar zweistellig. Dass es im neuen

### 6 Mal mehr, mal weniger Zusammenhang

Langfristig bringt Diversifikation einen Mehrwert  
Rollierende 90-Tage-Korrelation zwischen Schweizer Aktien und Gold bzw. Immobilien



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Anlagejahr ähnlich weitergehen wird, ist unserer Meinung nach eher unwahrscheinlich. Nicht nur dürften die Bäume bei den Aktien nicht erneut in den Himmel wachsen. Auch ist von Obligationen diesmal kein nennenswerter Performancebeitrag zu erwarten. Ein ausgewogenes Portfolio mit 50% Aktien und 50% Obligationen dürfte 2020 bestenfalls mittlere einstellige Erträge liefern. Diversifikation in andere Anlageklassen ist und bleibt in diesem Zusammenhang wichtig. Dies nicht unbedingt, weil Immobilien oder Gold viel höhere Renditen versprechen. Dafür ist die Bewertung ersterer zu hoch beziehungsweise der makroökonomische Rückenwind für letzteres nicht gross genug. Eine sinnvolle Ergänzung sind die Anlagealternativen vor allem, weil sie in der Regel eine tiefe, in Krisenphasen teils gar eine negative **Korrelation** zu den Hauptanlageklassen aufweisen ►Darstellung 6. In Zeiten höherer Volatilität an den Aktienmärkten sind sie im Anlegerportfolio daher ein willkommener Stabilisator.

# 3 Währungen

Auch 2020 dürfte der Schweizer Franken gegenüber dem Euro zur Stärke neigen. Bei gleichbleibenden Wachstums- und Zinsdifferenzen sollte sich der hohe Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz erneut durchsetzen.

Die Nerven der Schweizer Notenbanker wurden im Sommer vergangenen Jahres einmal mehr arg strapaziert. Die zwischenzeitliche Flucht in die sicheren Häfen sorgte für eine erhöhte Nachfrage nach Schweizer Franken und setzte diesen unter Aufwertungsdruck. Bei einem Niveau von 1.09 CHF gegenüber dem Euro lag dann offensichtlich die Schmerzgrenze der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Erneut mussten Milliarden aufgewandt werden um eine noch stärkere Schweizer Währung zu verhindern. Der Spuk war dann jedoch relativ schnell wieder vorbei – der «risk on»-Modus an den Finanzmärkten trug zur Entspannung bei. Nachdem der EUR/CHF-Kurs im September oberhalb der Marke von 1.08 CHF einen Boden gefunden hatte, kehrte das – aus Sicht der Schweizer Unternehmer – wohl wichtigste Währungspaar im

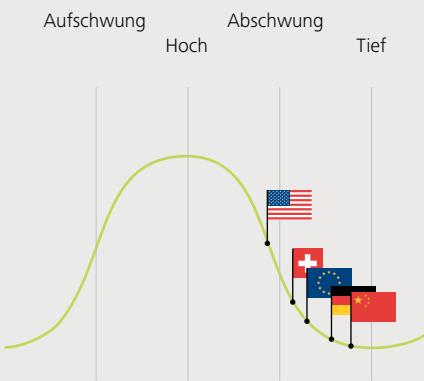
dritten Quartal in ruhigere Fahrwasser zurück. Seitdem pendelt der Kurs innerhalb einer Spanne von nur zwei Rappen seitwärts. Im Jahr 2020 dürfte sich das Makrobild gegenüber dem letzten Quartal wenig ändern, das heisst sowohl für die Schweiz als auch für den Euroraum: tiefes Wachstum und konstant niedrige Kurzfristzinsen. Die fundamentale Stärke des Schweizer Franken dürfte sich vor diesem Hintergrund auch in diesem Jahr durchsetzen. Unsere 12-Monats-Prognose für den EUR/CHF-Kurs liegt bei 1.06 CHF.

# Ein Blick nach vorne

**Das Rezessionsgespenst ist im vergangenen Jahr knapp vorbeigezogen. Das Jahr 2020 steht in puncto Wirtschaftswachstum unter dem Motto: Stabilisierung auf tiefem Niveau. Die Notenbanken dürften eine Stütze bleiben.**



## KONJUNKTUR



- Die **Schweiz** schlug sich im letzten Jahr wachstumstechnisch zum grössten Teil deutlich besser als die europäischen Nachbarn. Nach einem geschätzten Wirtschaftswachstum von 1% in 2019 erwarten wir für 2020 erneut positive Wachstumsraten von 1.3%.
- Deutschlands Volkswirtschaft wuchs im 3. Quartal 2019 wider Erwarten um 0.1% und konnte eine technische Rezession knapp vermeiden. Auch in den restlichen Ländern der **Eurozone** blieb das Wachstum leicht positiv. Für dieses Jahr erwarten wir eine leichte Wachstumsbeschleunigung auf 1.3%.
- 2020 könnte der Wirtschaftsaufschwung in den **USA** ins zwölfe Jahr gehen. Der Arbeitsmarkt und die Konsumenten befinden sich weiterhin in guter Verfassung beziehungsweise in Kauflaune. Im Vergleich zu 2019 dürfte der Wachstumsvorsprung gegenüber dem Rest der Welt aber etwas zurückgehen (1.6%).



## INFLATION

### Keine Inflation

Schweizer Teuerung bleibt auch 2020 nahe null

### Inflation und Prognosen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die Inflation blieb in der **Schweiz** mit  $-0.1\%$  auch im November negativ. Dies dürfte zwar nur temporär sein, allerdings ist für dieses Jahr auch kein wesentlicher Anstieg der Teuerung zu erwarten. Unsere Jahresprognose liegt bei  $0.1\%$ .
- Auch im **Euroraum** rechnen wir nicht mit einer nachhaltigen Aufwärtstendenz bei der Teuerung. Wir prognostizieren für 2020 eine Inflationsrate von  $1.3\%$ .
- In den **USA** dürfte der temporär gedrosselte Handelskrieg mit China eine gewisse Entlastung bei der importierten Inflation geben. Zusätzlich mindert das schwächere Wirtschaftswachstum den Teuerungsdruck etwas. Unsere erste Inflationsschätzung für 2020 lautet:  $2.1\%$ .

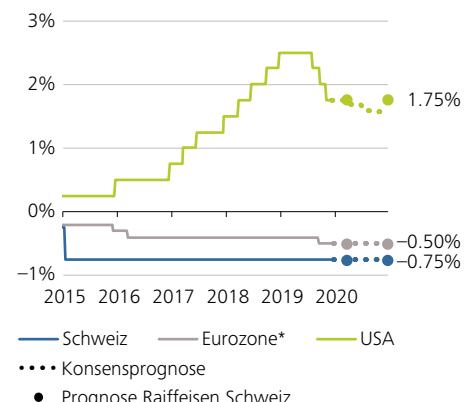


## GELDPOLITIK

### Notenbanken im Winterschlaf

Vorerst keine Änderungen zu erwarten

### Leitzinsen und Prognosen



\*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die **US-Notenbank Fed** hat an ihrer Dezember-Sitzung die Weichen für das neue Jahr gestellt: Es sind keine Zinserhöhungen zu erwarten, solange die Inflation nicht nachhaltig über  $2\%$  steigt. Und dies dürfte 2020 nicht der Fall sein. Wir erwarten auf Sicht der nächsten 12 Monate keine Zins-schritte (nach oben oder unten).
- Auch bei der **Europäischen Zentralbank (EZB)** wird sich in den nächsten Monaten geldpolitisch wenig ändern. Das Inflationsziel dürfte im Laufe des Jahres zwar einer Überprüfung unterzogen werden. Negativzinsen und Wertpapierkäufe werden aber noch für längere Zeit bestehen bleiben.
- Für die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** gibt es angesichts dessen auch nach fünf Jahren Negativzinsen keine Aussicht auf einen geldpolitischen Befreiungsschlag. SNB-Präsident Jordan verteidigte die Strategie der Nationalbank im Dezember vehement. Wir erwarten den SNB-Leitzins auch in einem Jahr noch bei  $-0.75\%$ .

## 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 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](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.