

OKTOBER 2021

Anlageguide



Aktienmärkte auf Steroiden

Die Gefahren werden ausgeblendet

RAIFFEISEN

Unsere Sicht auf die Märkte



IN DIESER AUSGABE ZU LESEN

- S.3** Fokusthema: Aktienmärkte auf Steroiden – Die Gefahren werden ausgeblendet
- S.5** Unsere Einschätzungen:
- Obligationen
 - Aktien
 - Alternative Anlagen
 - Währungen
- S.8** Unsere Prognosen:
- Konjunktur
 - Inflation
 - Geldpolitik

Evergrande in Schieflage: Der chinesische Immobilienkonzern Evergrande steht kurz vor dem Konkurs. Mit Schulden von über 300 Milliarden US-Dollar wäre es eine der grössten Firmenpleiten in der Geschichte. Die Episode ist ein Warnschuss und zeigt exemplarisch die Folgen der seit Jahren ultraexpansiven Geldpolitik. Viele Firmen haben die Tiefzinsen für ein schuldenfinanziertes Wachstum genutzt, andere konnten sich dank günstigen Refinanzierungsbedingungen über Wasser halten. Evergrande ist diesbezüglich nur die Spitze des Eisbergs – es existieren weltweit Hunderte sogenannter «Zombiefirmen». In China rechnen wir dennoch nicht mit einem Flächenbrand. Die Regierung wird zwar Evergrande nicht retten, dafür das Finanzsystem stabilisieren.

Restriktivere Geldpolitik: Noch immer will sich Fed-Chef Jerome Powell nicht auf einen fixen Startpunkt zur Reduktion der Anleiherückkäufe festlegen. Zwischen den Zeilen liess er aber klar durchblicken, dass es sehr bald soweit sein wird. Zudem soll das Tapering zügig vonstattengehen und schon Mitte 2022 abgeschlossen sein. Derweil rechnet die Hälfte der Fed-Mitglieder bereits im kommenden Jahr mit einer ersten Zinserhöhung. Die Langfristzinsen haben reagiert und sind in den letzten Tagen deutlich angestiegen.

Schuldendrama: Es ist mittlerweile ein Déjà-vu: Die Schulden in den USA steigen Jahr für Jahr. Die Schuldenobergrenze liegt aktuell bei 28.5 Billionen US-Dollar und ist erreicht. Im Kongress zeichnet sich (noch) keine Einigung über eine Erhöhung ab. Für Volatilität ist gesorgt.

Deutschland hat gewählt: Die Bundestagswahlen in unserem nördlichen Nachbarland sind Geschichte. Klar ist aber noch wenig. Die Koalitionsgespräche unter den Parteien haben erst begonnen. Am wahrscheinlichsten scheint eine «Ampel»-Regierung (SPD, Grüne, FDP) unter Kanzler Olaf Scholz. Die Auswirkungen auf die Finanzmärkte sind gering – «politische Börsen haben kurze Beine».

Antizyklische Anpassungen: Wir bleiben taktisch leicht defensiv positioniert, haben aber drei antizyklische Änderungen in der Anlage-taktik vorgenommen: Bei Schweizer Immobilienfonds nehmen wir erste Gewinne mit und reduzieren die Position von «stark übergewichten» auf «leicht übergewichten». Im Gegenzug erhöhen wir aus Diversifikationsgründen die Goldposition. Auf der Aktienseite bleiben wir zwar insgesamt vorsichtig positioniert, kaufen aber opportunistisch bei Schwellenländeraktien zu.

UNSERE POSITIONIERUNG

Liquidität



Obligationen

in Schweizer Franken mit hoher bis mittlerer Kreditqualität	
in Fremdwährung mit hoher bis mittlerer Kreditqualität*	
Hochzinsanleihen*	
Schwellenländeranleihen*	

Aktien

Schweiz	
Global	
Europa	
USA	
Schwellenländer	

Alternative Anlagen

Immobilien Schweiz	
Edelmetalle / Gold	

Währungen

US-Dollar	
Euro	

neutral

leicht unter-/übergewichten

stark unter-/übergewichten

*währungsgesichert

---- bisherige Position

Die Gefahren werden ausgeblendet



DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

«Die Notenbanken werden es schon richten», lautet die landläufige Meinung der Anleger. Immobilien-, Finanz-, Euro- oder Coronakrise; die Währungshüter sorgten in den letzten Jahren immer wieder mit billigem Geld für steigende Kurse. Kaum eine Vermögensklasse, die sich in dieser Zeit nicht verteuerte. Weil die Zinsen derart niedrig sind, fehlen Investoren seit Jahren die Anlagealternativen. Daran dürfte sich zwar so rasch kaum etwas ändern. Aber gerade deshalb sollten sich Anleger der Gefahren bewusst sein, die sich aus überbewerteten Anlageklassen ergeben. Die Welt der Finanzmärkte ist aus dem Gleichgewicht. Wie stark, hat die drohende Zahlungsunfähigkeit des chinesischen Immobilienkonzerns Evergrande gezeigt. Im Nu ist die Stimmung an den Börsen gekippt. Auch wenn Evergrande vorrangig ein chinesisches Problem darstellt, zeigt das Beispiel, wie fragil das System geworden ist. Weil die Börsen immer im Schrittempo steigen, aber im Eilzugtempo sinken, ist im aktuellen Umfeld aus Risikoüberlegung weiterhin eine leicht defensive Positionierung angebracht.

Plötzlich kracht es. Evergrande ist in aller Munde. Der chinesische Immobilienkonzern hat dank niedriger Zinsen massiv Schulden aufgebaut, nun geht ihm die Liquidität aus. Panik macht sich breit. Der Aktienkurs lässt nichts Gutes erahnen

► **Darstellung 1**. Das Beispiel verdeutlicht, was es heisst, wenn an den Börsen die Stimmung umschlägt. Trotz allem dürfte 2021 ein gutes Anlegerjahr werden, einmal mehr. Die Wirtschaftserholung dominiert, Gefahren werden ausgeblendet, einmal mehr. Den Notenbanken sei Dank. Egal ob Immobilien-, Finanz-, Euro-, oder vergangenes Jahr die Coronakrise: Die Währungshüter sorgten stets für niedrige Zinsen und fluteten die Wirtschaft mit billigem Geld, einmal mehr. Die Börse sieht darin ein Allerheilmittel. Allerdings ist daraus inzwischen eine Droge geworden und die Wirtschaft ist abhängig. Allein die Angst vor einer strafferen Geldpolitik löst am Markt Entzugserscheinungen aus. Das System ist aus dem Gleichgewicht.

1 Korrektur mit Ansage,...

...die Börsen haben die Probleme kommen sehen

Aktienkurs Evergrande seit Anfang Jahr, in Hongkong-Dollar



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Dabei ist das Gleichgewicht der dominierende und gewünschte Zustand einer offenen Wirtschaft. Grundsätzlich strebt alles Richtung Gleichgewicht, auch wenn sich dieses temporär auch einmal verschieben kann. Die Balance findet sich von selbst. Der schottische Ökonom Adam Smith sprach vor über 200 Jahren von der unsichtbaren Hand. Angebot und Nachfrage finden sich dort, wo das Geschäft für Käufer und Verkäufer einen Mehrwert schafft. Der Tausch innerhalb der Wirtschaft geschieht freiwillig, eine Intervention durch den Staat oder einen anderen Marktteilnehmer ist nicht nötig.

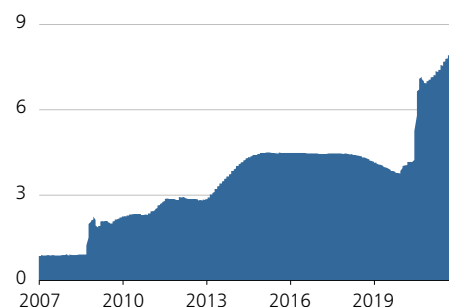
An den Börsen trifft das nicht mehr zu. Der Markt ist schon lange gestört, Smith's Aussagen verletzt. Die Zinsen werden seit Jahren künstlich tief gehalten. Weil die Interventionen der Notenbanken nicht in die Milliarden, sondern in die Billionen gehen, hat sich das Problem potenziert

► **Darstellung 2**. Zu denken, dass das langfristig ohne Folgen bleibt, ist leichtsinnig und nur kurzfristig gedacht. Seit der Finanzkrise 2008/09 pumpen die Notenbanken weltweit schier unendlich viel Geld in die Wirtschaft, um sie am Leben zu erhalten. Der Grat wird immer schmaler. Auch wenn das nicht unmittelbar zum Absturz führen muss, die Gefahren nehmen zu. Nur weil Investoren die Risiken ausblenden, heisst das nicht, dass sie nicht existieren.

2 Staatliche Unterstützung hilft,...

...löst aber das Problem nicht

Bilanzsumme der US-Fed, in Billionen US-Dollar



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Und sie werden ihre Wirkung entfalten, früher oder später, auf die eine oder andere Art. Evergrande war nur der Vorgeschmack. Wahrscheinlich ist, dass sich die vorhandene Imbalance in Zukunft in Form einer schwächeren Rendite und höheren Schwankungen äussert. Historisch bewegen sich Aktienrenditen um einen langfristigen Mittelwert. Für den Schweizer Markt liegt dieser zwischen 8 % und 9 %, für den US-Markt zwischen 10 % und 11 %.

Der Blick auf die vergangenen Jahre zeigt diese Verzerrung. Wer Ende 2011, also vor knapp zehn Jahren in den breiten Schweizer Markt, gemessen am Swiss Performance Index (SPI) investierte, verbuchte eine jährliche Rendite von durchschnittlich 11.7 %, im breiten US-Markt (S&P 500) waren es gar 15.1 %. Diese Renditeabweichungen untermauern die Aktienhaussie der vergangenen Jahre ► **Darstellung 3**.



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

Wer im Casino nach einem Gewinn einige Chips vom Tisch nimmt, geht auf Nummer sicher. «Lieber den Spatz in der Hand als die Taube auf dem Dach», sagt der Volksmund. Das gilt auch an der Börse. Wer Gewinne realisiert, wandelt einen Buchgewinn in einen realen um. Aktuell handeln viele Börsen auf oder nahe von Rekordständen. Das verdanken sie vor allem der expansiven Geldpolitik der Notenbanken. Allerdings verdichten sich die Anzeichen, dass diese nun zunehmend restriktiver wird. Damit dürften auch die Schwankungen – wie in den letzten Tagen gesehen – erhöht bleiben. Anlegerinnen und Anleger empfehlen wir daher, antizyklisch auch einmal einen Gewinn zu realisieren. Gleichzeitig eröffnen sich aufgrund der Kursschwankungen immer wieder interessante Kaufgelegenheiten. Davon haben wir in unserer Anlagetaktik Gebrauch gemacht und einige Anpassungen vorgenommen: Bei Schwellenländeraktien und Gold – beide Anlageklassen weisen in diesem Jahr eine schwache Rendite auf – haben wir zugekauft. Auf der anderen Seite realisieren wir bei Schweizer Immobilienfonds einen Teil der Gewinne. Weiterhin halten wir in den Mandaten ein Liquiditätspolster. Dadurch sind wir in der Lage, rasch auf sich bietende Opportunitäten zu reagieren.

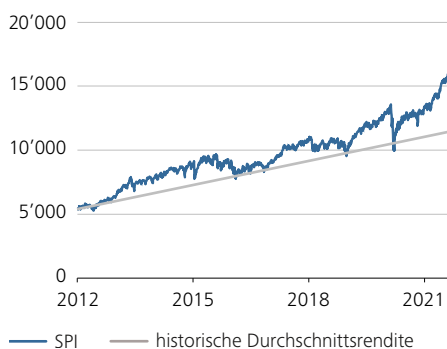


Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

3 Von der langfristigen Erwartung...

...ist der SPI weit entfernt

Renditeentwicklung Swiss Performance Index (SPI), in Punkten



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Um wieder in Richtung des langfristigen Durchschnitts zu gelangen, gibt es grundsätzlich zwei Möglichkeiten: Erstens, indem sich Investoren während der kommenden Jahre mit einer niedrigeren Rendite abfinden, oder zweitens, indem eine starke Korrektur die Missstände bereinigt. Natürlich muss das nicht unmittelbar geschehen, aber die Entwicklung an der Börse ist keine Einbahnstrasse.

Gegen einen radikalen Ausverkauf spricht das Verhalten der Notenbanken. Sie sind sich der Gefahren bewusst, welche ein Börsencrash hätte. Und das wollen sie unter allen Umständen vermeiden. Zu stark sind die verschiedenen Wirtschaftszweige ineinander verzahnt. Trotzdem ist gerade der Vergleich mit den Roaring Twenties, den goldenen Zwanzigern, eindrücklich: Die Kursentwicklung des Dow Jones Index seit 2012 zeigt klare Parallelen mit derjenigen des vergangenen Jahrhunderts, die schnurstracks in die Weltwirtschaftskrise führte. Seit Jahren klettern die Aktienmärkte fast ohne Halt von einem Hoch zum Nächsten. Selbst die Corona-Krise, die zur stärksten Rezession seit Jahrzehnten führte, konnte den Trend nicht stoppen. Der Begriff der «Roaring Teens» drängt sich auf. Umso wichtiger ist es deshalb, sich der Risiken bewusst zu sein. Auch wenn niemand die Zukunft vorhersagen kann, so weiss man heute, dass die Ernüchterung vor gut 90 Jahren enorm war. Auf den Höhenflug folgte eine Kurskorrektur von 90 %.

Wohl noch grösser ist die Gefahr am Zinsmarkt. Ein erneutes «Taper Tantrum» wie im Jahr 2013 soll vermieden werden. Damals führte allein die Ankündigung, dass die expansive Geldpolitik reduziert werden solle, zur Panik und zu einem Hochschnellen der Renditen. Innert weniger Monate hatten sich die Zinsen für 10-jährige US-Staatsanleihen von 1.6% auf gut 3% beinahe verdoppelt. Für Anleger, die eine Anleihe mit einer entsprechenden Laufzeit hielten, bedeutete das einen zweistelligen Kursverlust. Das eigentlich gefährliche ist aber, dass das gesamte Wirtschaftssystem daran hängt. Höhere Zinsen bedeuten schliesslich auch, dass die Refinanzierungskosten der Staaten sowie der Unternehmen steigen und sie deshalb in Bedrängnis kommen können. Aktienmärkte leiden, weil festverzinsliche Anlagen wieder eine Alternative darstellen.

Auch wenn ein Absturz im Stil der späten 1920er Jahre nicht zu erwarten ist, sollten Anleger im aktuellen Umfeld eine gewisse Vorsicht walten lassen. Deshalb kommt der Bestimmung des Risikoprofils künftig eine noch grössere Bedeutung zu als ohnehin schon. So sind Börsenneulinge oft mit Verlusten wenig vertraut. Gerade in einem steigenden Markt überschätzen Investoren ihre Risikofähigkeit und geraten bei rutschenden Kursen schnell in Panik und beschleunigen so durch Verkäufe die Abwärtsbewegung.

Dass der Wert eines Portfolios auch einmal taucht, gehört zum Investieren dazu. Oft ergeben sich in solchen Situationen aber attraktive Einstiegchancen. Um diese zu nutzen kann es deshalb sinnvoll sein, einen Teil der Gewinne zu realisieren. Nur dann besitzt man die Möglichkeit, im Falle einer Korrektur zu günstigen Kursen wieder einzusteigen. Auch wenn das einen gewissen Mut und antizyklisches Verhalten voraussetzt. Helfen kann dabei eine vielzitierte Börsenweisheit der Investorenlegende Warren Buffett: «Sei ängstlich, wenn andere gierig sind und sei gierig, wenn andere ängstlich sind.»

Obligationen

Anleger haben sich scheinbar an negative Zinsen gewöhnt. Dabei widerspricht dieser Umstand eigentlich der Kapitalmarkttheorie und stellt vieles auf den Kopf.



SCHON GEWUSST?

«Wer hat's erfunden? Die Schweizer!» Dieser Slogan trifft nicht nur auf die Kräuterbombons von Ricola und die Bouillionwürfel von Maggi zu, sondern auch auf Taschenmesser, Alufolie und Strassenasphalt. Nur wenige wissen jedoch, dass die Idee von (nominalen) Negativzinsen ebenfalls ihren Ursprung in der Schweiz hat. 1972 hat man hierzulande als erstes Land weltweit einen negativen Zins eingeführt. Die damals unkonventionelle Massnahme hatte zum Ziel, den Zufluss von sogenanntem «hot money» – ausländischen Kundengeldern, welche ausschliesslich aus Steuer- oder Arbitragegründen (kurzfristig) in die Schweiz transferiert wurden – zu verhindern. Bereits 1979 wurde die entsprechende Verordnung allerdings wieder ausser Kraft gesetzt. Ihr Revival feierten die Negativzinsen gut 30 Jahre später in Dänemark. Die Dänische Nationalbank senkte im Sommer 2012 den Einlagezins für Kreditinstitute von 0.05 % auf -0.20 %, um so die Aufwertung der Dänischen Krone zu bremsen. In den folgenden Jahren wurde dieses geldpolitische Mittel bei praktisch allen grossen Notenbanken Usus, das globale Tiefzinsumfeld war geboren.

TINA bleibt uns wohl noch eine Weile erhalten. Das Akronym steht für: There is no alternative. Es bezieht sich auch auf die fehlenden Anlagealternativen bei festverzinslichen Investitionen. Weil aus dem risikolosen Zinssatz das zinslose Risiko geworden ist, zahlt, wer sein Geld sicher anlegen will. Das ist zwar schon seit Jahren so, ist aber ebenso lange schon eine Herausforderung für Anleger. Die Negativzinsen sind der Preis der Sicherheit. Gemäss den jüngsten Zentralbankentscheiden dürfte die Situation unattraktiver Zinsen noch eine Weile anhalten. Dass die norwegische Zentralbank unlängst den Leitzins von 0.00 % auf 0.25 % angehoben hat und die US-Fed wohl noch in diesem Jahr mit dem Tapering beginnen wird, deutet zwar einen Richtungswechsel an, attraktiv werden die Anleihen aus Renditesicht deshalb trotzdem nicht.

Zwar bescherten sinkende Zinsen den Besitzern von Anleihen noch lange schöne Renditen, da das immer tiefer tendierende Zinsniveau sich in einem höheren Wert des Investments spiegelte. Im negativen Bereich angekommen, scheint der Spielraum jedoch ausgeschöpft. Im Gegenteil, sie bergen Risiken. Sollten die Zinsen dereinst wieder steigen, verlieren Anleihen an Wert. Und das geht nicht spurlos an der Gesellschaft

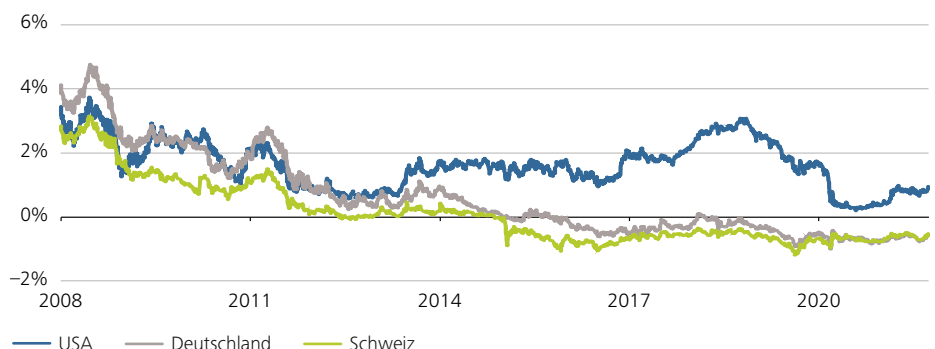
vorbei, denn via Pensionskasse, Altersvorsorge oder aufgrund eines niedrigeren Risikoappetits im Portfolio ist die breite Bevölkerung wohl stärker davon betroffen, als sie ahnt.

Wie stark der Markt festverzinslicher Anlagen gestört ist, zeigt die längerfristige Zinsentwicklung. Für 5-jährige Obligationen der Eidgenossenschaft reduzierte sich die Rendite seit der Finanzkrise von deutlich positiv in den negativen Bereich. Seit Ende 2014 wirft die genannte Anleihe keinen Ertrag mehr ab. Dass es sich dabei keineswegs um ein Schweizer Problem handelt, zeigt der Blick über die Grenze. Zwar lagen die Schweizer Zinsen in der Vergangenheit immer unter den internationalen Sätzen, allerdings begannen sie sich ab 2005 einander anzunähern ► **Darstellung 4**. Einen anderen Blickwinkel auf die Zinsen, der die Verzerrung des Marktes zeigt, eröffnet die US-Notenbank Fed. Obwohl der Leitzins in einer Bandbreite zwischen 0.00 % und 0.25 % eingefroren scheint, gehen die Währungshüter davon aus, dass der langfristig faire Wert bei 2.50 % liegen sollte. Auch wenn die Zinswende wohl nicht unmittelbar bevorsteht, halten wir aufgrund des unattraktiven Risiko-Rendite-Profils an unserem Untergewicht in Obligationen fest.

4 Sicherheit kostet

Schweizer Staatsanleihen zahlen schon lange keinen Zins mehr

Rendite 5-jähriger Staatsanleihen im Vergleich



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Aktien

Die expansive Geldpolitik der Notenbanken befeuert die Aktienkurse. Der fundamentale Wert der Unternehmen wächst aber nicht im selben Ausmass. Dies birgt Verlustpotenzial.



WAS BEDEUTET EIGENTLICH?

Risikoprofil

Jeder Mensch hat seine eigenen Ziele, Bedürfnisse und Erfahrungen. Das gilt im Speziellen auch für Anlegerinnen und Anleger. Diesem Umstand trägt das persönliche Risikoprofil Rechnung, welches sich aus der Risikofähigkeit und der Risikobereitschaft zusammensetzt. Ersteres beschreibt, wieviel Geld man anlegen kann, ohne aufgrund unvorhergesehener Verluste in finanzielle Schwierigkeiten zu geraten. Von zentraler Bedeutung ist dabei die Einkommens- und Vermögenssituation. Zweiteres drückt die individuelle Haltung zu Risiko und Rendite aus, sprich wieviel Risiko man bereit ist einzugehen, um eine bestimmte Rendite zu erhalten. Nur wer im Einklang mit seinem Risikoprofil investiert, kann seine (langfristigen) Anlageziele erreichen.

Stetiger Vermögenszuwachs ohne Risiko? Dank positiver Zinsen war dies bis vor wenigen Jahren möglich. Mit dem globalen Tiefzinsumfeld büsst jedoch Obligationen massiv an Attraktivität ein. Wer möchte sein Geld schon gerne verleihen und dafür auch noch Geld bezahlen? Der Mangel an Anlagealternativen trieb Investoren – trotz höherer Risiken – zunehmend in Aktien. Infolgedessen dürfte ein Gros von ihnen nicht im Einklang mit ihrem **Risikoprofil** investiert sein.

Bislang spielte dies kaum eine Rolle, denn die Aktienmärkte kletterten seit der Finanzkrise praktisch ohne Unterbruch von einem Hoch zum nächsten. Und zogen doch einmal dunkle Wolken am Börsenhimmel auf, wie etwa zu Ausbruch der Corona-Pandemie, so reagierten die grossen Notenbanken der Welt stets gleich: Um die Liquidität an den Märkten sicherzustellen, pumpeten sie Unmengen an Dollar, Euro und Franken in das System. Und die Börsenkurse? Sie dankten es ihnen mit erneuten Höhenflügen. Mittlerweile ist die Wirtschaft in diesem System gefangen. Die Zinsen dürften deshalb noch länger niedrig bleiben.

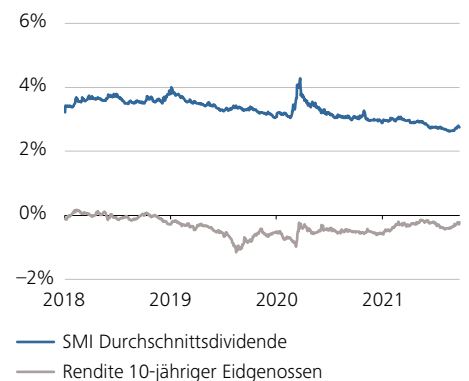
Den fairen Wert einer Aktie zu bestimmen, ist schwierig. Geschäftsmodell, Aussichten, finanzielle Verfassung: Alles will gründlich analysiert sein. Dabei hängt der Wert eines Unternehmens massgeblich von den Zinsen ab. Je niedriger diese sind, umso attraktiver sind Aktien. Das hat zwei Gründe: Zum einen erzeugen niedrige Zinsen einen Mangel an Anlagemöglichkeiten, wodurch vermehrt Kapital in Aktien fliesst und

so deren Preise in die Höhe treibt. Zum anderen haben die Zinsen direkten Einfluss auf die Bewertung künftiger Erträge und Gewinne. Werden diese mit niedrigeren Zinsen abdiskontiert, steigt ihr Wert auf den heutigen Tag gerechnet. Die Bewertungen bewegen sich deshalb an vielen Märkten deutlich über dem langfristigen Durchschnitt ► **Darstellung 5**.

6 Dividende...

...als Zinssatz

Durchschnittsdividende des SMI versus Rendite 10-jähriger Eidgenossen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

So erfreulich mehrstellige Renditen sein mögen, sie sollten stets kritisch mit Blick auf den tatsächlichen Wert der Unternehmen hinterfragt werden. Denn je grösser die Divergenz zwischen Börsenkurs und fundamentalem Wert, desto wahrscheinlicher ist es, dass auch eine Korrektur entsprechend ausgeprägter ausfällt. Wir raten daher Anlegern, im aktuellen Marktumfeld auf qualitativ hochstehende, bilanz- und margenstarke Valoren zu setzen. Ein besonderes Augenmerk sollte dabei auf der Dividende liegen, kann diese doch die fehlenden Zinserträge ersetzen. So beträgt etwa die durchschnittliche Dividende im Swiss Market Index (SMI) derzeit 2.8% ► **Darstellung 6** – definitiv mehr als die -0.19%, welche man für einen 10-jährigen Eidgenossen erhält!

5 Bewertungen...

...deutlich über dem langfristigen Schnitt

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des MSCI World Index



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



Alternative Anlagen

Die Immobilienpreise in der Schweiz sind trotz oder wegen der Coronakrise weiter gestiegen. Auch Schweizer Immobilienfonds bescherten den Anlegern solide Renditen. Ein wesentlicher Treiber sind die Negativzinsen.

2'562'000 Franken und damit 3.5 % mehr als Anfang 2021. Soviel kostet aktuell in Zug ein durchschnittliches 10-jähriges Einfamilienhaus mit 140m² Wohnfläche. Selbst die Coronakrise konnte den Trend nicht brechen. Im Gegenteil: Die Nachfrage nach mehr Wohnfläche hat nicht zuletzt aufgrund der Homeoffice Situation nochmals zugenommen. Wer bereits Wohneigentum besitzt, kann sich über die Preissteigerungen in den letzten Jahren freuen. Auch wer indirekt in Immobilien investierte, musste nicht darben: Die Schweizer Immobilienfonds verzeichneten eine sehr starke Performance. Konkret belief sich die Rendite seit Anfang 2011 auf 6.9 % pro Jahr ► **Darstellung 7**. Getrieben wurde die Entwicklung am Immobilienmarkt nicht zuletzt durch die Negativzinsen der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Einerseits sanken dadurch die Hypothekarzinsen und damit die Finanzierungskosten. Andererseits treibt der Anlagenotstand die Investoren in Betongold. Solange diese Situation anhält, ist eine grössere Preiskorrektur im

Immobilienmarkt unwahrscheinlich. Wir bleiben bei Schweizer Immobilienfonds übergewichtet – haben nun aber einen ersten Teil der Gewinne realisiert und die Position leicht reduziert.

7 Schweizer Immobilienfonds im Höhenflug

Kursverdoppelung seit Anfang 2011

Performanceentwicklung Schweizer Immobilienfonds (SWIIT Index), indexiert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



SCHON GEWUSST?

«Des einen Freud, des anderen Leid.» Viele Konsumenten freuen sich derzeit über den starken Franken, da er das eine oder andere Shoppingschnäppchen im Ausland möglich macht. Bei manchem Unternehmer verursacht er hingegen Sorgenfalten, werden durch ihn doch Schweizer Produkte im internationalen Vergleich teurer. Die Frankenstärke ist jedoch kein neues Problem. Bereits Mitte der 1970er und 1990er Jahre kämpfte die Industrie mit der Aufwertung der heimischen Währung. Auslöser waren einmal die Erdölkrise und der Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods, das andere Mal die Zweifel an der Stabilität des künftigen Euro. Beiden Perioden ist gemeinsam, dass gewisse Wirtschaftszweige arg unter die Räder kamen. So gingen etwa bis 1983 gut zwei Drittel aller Arbeitsplätze in der Uhrenindustrie verloren. Der Schweizer Wirtschaft als Ganzes schadete der starke Franken in der Vergangenheit allerdings nicht, im Gegenteil! Die hiesigen Unternehmen erwiesen sich als innovative Weltmeister der Anpassung.



Währungen

Die Frankenstärke zwingt die SNB zu milliardenschweren Fremdwährungskäufen. Die zunehmende Inflationsdivergenz sowie das globale Tiefzinsumfeld dürften diesen Kampf künftig noch schwerer machen.

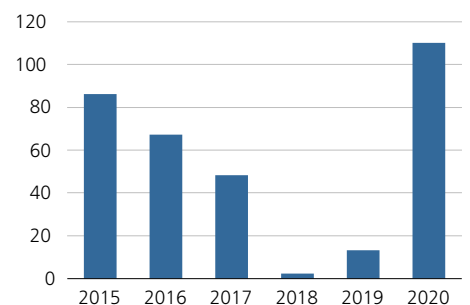
Wer kennt ihn nicht, den tragikomischen Romanhelden Don Quijote, wie er auf seinem Ross gegen die Windmühlen im spanischen Hochland anstürmt? Ähnlich aussichtslos scheint derzeit der Kampf der Schweizerischen Nationalbank (SNB) gegen den Aufwertungsdrang des Schweizer Frankens. Die nicht abbrechenden Sorgen um die Deltavariante des Coronavirus sowie die Verlangsamung der globalen Konjunkturerholung belasten den Euro. Darüber hinaus sorgt die zunehmende Inflationsdivergenz zwischen Eurozone und Schweiz für Gegenwind. Auch wenn die europäische Einheitswährung gegenüber dem Franken zuletzt wieder etwas fester tendierte, dürfte eine nachhaltige Trendumkehr in weiter Ferne liegen. Dafür wären etwa deutlich steigende Zinsen in der Eurozone nötig – dies ist allerdings vor 2023 nicht zu erwarten. Wir gehen daher davon aus, dass es für die helvetischen Währungshüter immer schwieriger werden dürfte, sich mittels Devisenmarktinterventionen gegen die Frankenstärke zu stemmen. Seit 2015 hat

die SNB für über 325 Milliarden Franken Fremdwährungen erworben – ein gutes Drittel davon allein 2020 ► **Darstellung 8**. Wir sehen den EUR/CHF-Kurs auf 3-Monatsicht bei 1.07, auf 12-Monatssicht bei 1.06.

8 Der Kampf...

...gegen die Frankenaufwertung

Fremdwährungskäufe der SNB pro Jahr, in Mrd. Franken

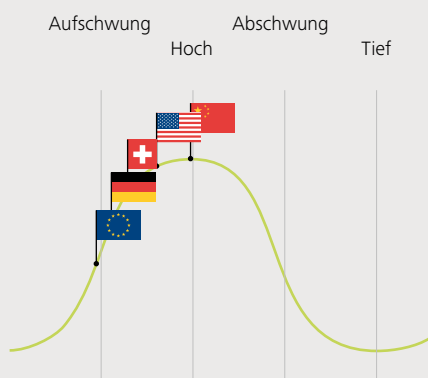


Quellen: SNB, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Ein Blick nach vorne

Das Tapering in den USA rückt näher. Spätestens im November dürfte die US-Fed den Starttermin für die Drosselung der Anleihekäufe bekanntgeben – sie macht diesen von der weiteren Entwicklung des Arbeitsmarktes abhängig.

KONJUNKTUR



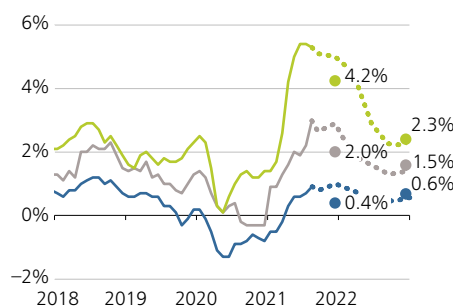
- Die Ausbreitung der Delta-Mutation geht auch an der **Schweiz** nicht spurlos vorbei. Gemäss dem Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO) hat die Wirtschaftsaktivität hierzulande infolgedessen zuletzt leicht abgenommen. Grund zur Sorge besteht allerdings nicht: Die Konjunkturerholung hält weiter an. Wir prognostizieren für das laufende Jahr einen Zuwachs des Bruttoinlandsproduktes (BIP) von 2.8 %.
- Lieferengpässe sowie die kräftig steigenden Preise bremsen die Konjunkturerholung in der **Eurozone** aus. Derweil haben sich die Neuinfektionen mit dem Coronavirus auf hohem Niveau stabilisiert. Trotz eines zu erwartenden erneuten Anstiegs der Fallzahlen im Winter sind vollständige Lockdowns wie letztes Jahr unserer Meinung nach unwahrscheinlich. Wir gehen für 2021 von einer Expansion der Wirtschaft um 4.0 % aus.
- In den **USA** sind die Konjunkturdaten zuletzt im Schnitt schwächer ausgefallen als erwartet. So sank etwa der aggregierte Einkaufsmanagerindex (PMI) für Dienstleister und Industrie im September um 0.9 auf 55.4 Punkte – den tiefsten Stand seit einem Jahr. Auch am Arbeitsmarkt sorgen die hohen Infektionszahlen mit dem Coronavirus für Gegenwind. Unsere Erwartung für das BIP-Wachstum 2021 liegt bei 6.0 %.

INFLATION

Teuerung in der Schweiz...

...weiterhin überschaubar

Inflation und Prognosen



— Schweiz — Eurozone — USA
 Konsensprognose
 • Prognose Raiffeisen Schweiz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

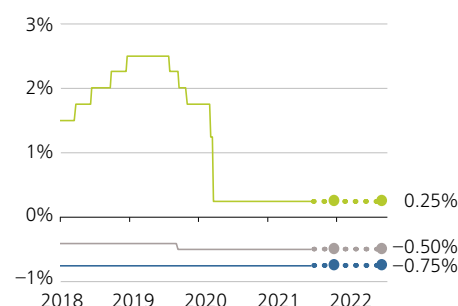
- Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat ihre Inflationsprognose für 2021 leicht nach oben korrigiert (neu: +0.5 %). Die Gründe dafür sind die erneut höheren Preise für Erdölprodukte und Waren, die von Lieferengpässen betroffen sind. Im internationalen Vergleich bleibt die Teuerung in der **Schweiz** überschaubar. Unsere Prognose sieht eine Inflation von 0.4 % vor.
- Die Inflation in der **Eurozone** kletterte im August auf ein 10-Jahreshoch (+3.0 %). Die Engpässe in den Lieferketten dürften jedoch in den kommenden Monaten abgebaut werden können. Wir sehen daher noch keinen Anpassungsbedarf bei unserer Jahresprognose (2.0 %).
- In den **USA** hat der Preisdruck im August etwas nachgelassen. Gegenüber dem Vormonat sank die Jahreststeuerung von 5.4 % auf 5.3 %. Auch die Kerninflation (ohne Energie- und Lebensmittelpreise) war leicht rückläufig. Die Produzentenpreise hingegen haben weiter angezogen und dürften auch an die Konsumenten (teilweise) weitergegeben werden. Wir rechnen für das laufende Jahr unverändert mit einer Inflation von 4.2 %.

GELDPOLITIK

Tapering in den USA...

...rückt näher

Leitzinsen und Prognosen



— Schweiz — Eurozone* — USA
 Konsensprognose
 • Prognose Raiffeisen Schweiz

*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- «Weiter machen wie gehabt», so könnte die September-Sitzung der **Schweizerischen Nationalbank (SNB)** überschrieben werden. Die Währungshüter um Präsident Thomas Jordan halten an ihrem bisherigen geldpolitischen Kurs fest. Dazu gehören auch Devisenmarktinterventionen zur Schwächung des aus ihrer Sicht überbewerteten Schweizer Frankens.
- Angesichts der gut laufenden Konjunktur verringert die **Europäische Zentralbank (EZB)** ab dem vierten Quartal das Tempo ihrer monatlichen Anleihekäufe. Eine Zinswende lässt derweil weiter auf sich warten.
- Einen konkreten Starttermin für ein Tapering liess sich der Chef der **US-Notenbank Fed**, Jerome Powell, im Zuge des jüngsten FOMC-Meetings nicht entlocken. Er deutete aber an, dass nach Erscheinen des September-Arbeitsmarktberichtes möglicherweise ein Entscheid verkündet würde. Im November dürfte es dann soweit sein. Ein Teil der Fed-Mitglieder hält derweil einen ersten Zinsschritt bereits im kommenden Jahr für möglich.

Herausgeber

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

Internet

www.raiffeisen.ch/anlegen

Beratung

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

Weitere Publikationen

Hier können Sie die vorliegenden und auch weitere Publikationen von Raiffeisen abonnieren:
www.raiffeisen.ch/maerkte-meinungen

Hinweis

Kein Angebot

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informations- und Werbezwecken 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 Prospekt gemäss Art. 35 ff. FIDLEG dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind in den jeweiligen rechtsverbindlichen Verkaufsdokumenten (z. B. Prospekt, Fondsvertrag) enthalten. Diese Unterlagen können kostenlos bei Raiffeisen Schweiz Genossenschaft, Raiffeisenplatz, 9001 St. Gallen bezogen werden. 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 getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsdokumente studiert worden sind. Entscheide, die aufgrund der vorliegenden Unterlagen getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers. Weiter verweisen wir auf die Broschüre «Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten». Bei der aufgeführten Performance handelt es sich um historische Daten, aufgrund derer nicht auf die laufende oder zukünftige Wertentwicklung geschlossen werden kann. Für die Berechnung der Performancedaten wurden die bei der Ausgabe und gegebenenfalls bei der Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten nicht berücksichtigt.

Keine Haftung

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

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

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

IMPRESSUM



UNSERE AUTOREN



Matthias Geissbühler, CFA, CMT
CIO Raiffeisen Schweiz
matthias.geissbuehler@raiffeisen.ch

Matthias Geissbühler ist Chief Investment Officer von Raiffeisen Schweiz und Ihr Spezialist für alle Fragen rund um das Thema Anlegen. Zusammen mit seinem Team analysiert er kontinuierlich die weltweiten Geschehnisse an den Finanzmärkten, entwickelt die Anlagestrategie der Bank und gibt Empfehlungen für Sie als Anleger.



Jeffrey Hochegger, CFA
Anlagestrategie
jeffrey.hochegger@raiffeisen.ch

Jeffrey Hochegger ist Anlagestrategie bei Raiffeisen Schweiz. Er analysiert das geopolitische und makroökonomische Umfeld sowie die Auswirkungen auf die verschiedenen Anlageklassen. Diese Analysen und Erkenntnisse bilden die Basis für die tak- tische Vermögensallokation und die entsprechende Positionierung der Bank.



Tobias Knoblich
Anlagestrategie
tobias.knoblich@raiffeisen.ch

Tobias Knoblich ist Anlagestrategie bei Raiffeisen Schweiz. In dieser Funktion analysiert er täglich das makroökonomische Umfeld, die Entwicklungen an den globalen Finanzmärkten und die Implikationen für Sie als Anleger. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse fliessen in die Marktmeinung der Bank ein.