

März 2022

# Anlageguide



## Gezeitenwende

### Ende der Geldflut

# Unsere Sicht auf die Märkte

**In dieser Ausgabe zu lesen**

**3 Fokusthema**

Gezeitenwende – Ende der Geldflut

**5 Unsere Einschätzungen**

- Obligationen
- Aktien
- Alternative Anlagen
- Währungen

**9 Unsere Prognosen**

- Konjunktur
- Inflation
- Geldpolitik

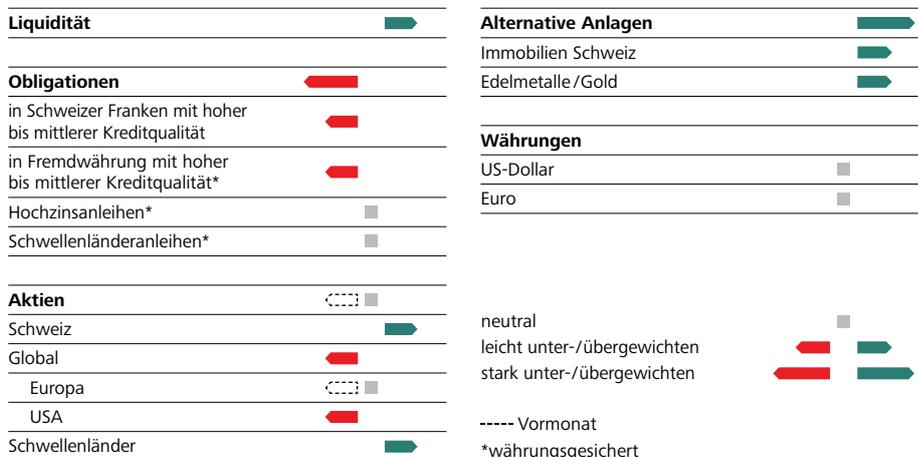
**Russland schafft Fakten:** Die Situation um die Ukraine eskaliert weiter. Mit der Anerkennung der Separatistengebiete Donezk und Luhansk als unabhängige «Volksrepubliken» und dem militärischen Einmarsch in die Ukraine beerdigt Wladimir Putin im Alleingang das Minsker Abkommen. Es ist davon auszugehen, dass zumindest der Donbass (analog zur Krim) nun von Russland annektiert wird. Ob es gar zu einer kompletten Annexion der Ukraine kommt, bleibt abzuwarten. Der Preis für Putin wäre allerdings hoch. Der Westen reagiert mit scharfen Sanktionen.

**Taktische Erhöhung der Aktienquote:** Wir nutzen den starken Kursrückgang bei europäischen Aktien für Zukäufe. Die Bewertungen sind (relativ) attraktiv und die konjunkturellen Auswirkungen der Ukraine-Krise überschaubar. Zudem gehen wir aufgrund der bevorstehenden Zinswende von einer anhaltenden Rotation von Wachstums- in Substanzwerte aus. Davon profitiert der europäische Aktienmarkt überproportional. Wir erhöhen die Quote auf ein neutrales Gewicht.

**Gold hat sich gelohnt:** Als eine der wenigen Anlageklassen hat sich Gold seit Jahresbeginn nach oben bewegt. Damit hat das Edelmetall seine Funktion als Krisenschutz einmal mehr erfüllt. Der Krieg in der Ukraine hat bei den Anlegern zu einer Flucht in den sicheren Hafen geführt. Wir nutzen den Kursanstieg, um einen Teil der Gewinne zu realisieren. Aufgrund der Marktbewegungen ist die Goldquote in unseren Vermögensverwaltungsmandaten zuletzt auf über 7.5 % gestiegen. Neu halten wir eine Quote von 6 % im Edelmetall.

**Start zur Zinswende:** Die US-Notenbank Fed wird am 16. März die Leitzinsen erhöhen. Die Frage ist nur noch, ob ein Zinsschritt um 0.25 % oder gar 0.50 % ansteht. Mit Blick auf die Zins-Futures erwarten die Marktteilnehmer in der Folge mindestens fünf weitere Zinserhöhungen. Auch der Druck auf die Europäische Zentralbank (EZB) nimmt aufgrund der hohen Inflationsraten weiter zu. Mittlerweile wird auch in Europa mit einem ersten Zinsschritt gegen Ende Jahr gerechnet. Eine restriktivere Geldpolitik bedeutet zunehmenden Gegenwind für die Finanzmärkte. Mehr dazu im Fokustext dieser Ausgabe.

**Unsere Positionierung**



# Gezeitenwende

## Ende der Geldflut



### Das Wichtigste in Kürze

Die Notenbanken gelten als Retter in der Not. Seit der Jahrtausendwende und dem Platzen der Technologieblase werden die Geldschleusen bei jeder Marktverwerfung aufs Neue weit geöffnet. Die Anleger haben sich daran gewöhnt, dass die Notenbanker für sie die Kohlen aus dem Feuer holen. Im Fachjargon spricht man dabei vom sogenannten «Fed-Put». Seit gut einem Jahr kommen nun die Währungshüter in Bedrängnis: Die Inflation läuft aus dem Ruder und zwingt die Notenbanken zu einer restriktiveren Geldpolitik. Steigende Zinsen und weniger Liquidität sind die Folge. Damit dürften sich die teils ungesund aufgeblähten Bewertungen vieler Anlageklassen wieder etwas normalisieren. Die entsprechenden Anpassungsprozesse haben bereits begonnen. Die kommenden Monate dürften von einer anhaltend hohen Volatilität geprägt sein.

Es ist der Traum jedes Investors: Unlimitiertes Gewinnpotenzial bei 100 % Kapitalschutz. Zwar kann jeder Anleger mit dem Kauf von Put-Optionen in seinem Portfolio einen solchen Kapitalschutz implementieren. Die Kosten dafür sind aber immens. Wer beispielsweise einen ETF auf den Swiss Market Index (SMI) hält und den Wert mit dem Kauf von Put-Optionen zu 100 % bis Ende Jahr absichern will, zahlt dafür aktuell fast 7 % des Portfoliowerts. Eine teure Versicherung.

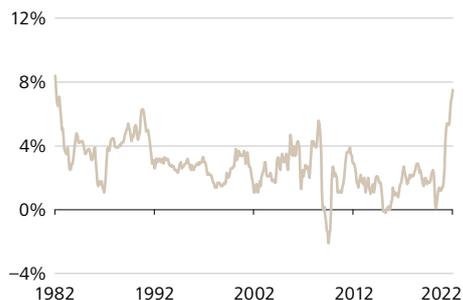
Allerdings mussten sich Anleger um die Absicherung ihres Aktienportfolios in den vergangenen Jahren keine grossen Gedanken machen. Diese Aufgabe erledigten die Notenbanken rund um den Globus. Denn die berühmte Aussage des ehemaligen EZB-Chefs Mario Draghi «Whatever it takes» bezog sich zwar explizit auf die Rettung des Euro, implizit aber auch auf eine Stabilisierung der Finanzmärkte. Bereits seit der Jahrtausendwende – damals noch unter der Ägide von Alan Greenspan – spricht man mit Blick auf die Geldpolitik der US-Notenbank vom sogenannten «Fed-Put». Jeder Verwerfung an den Aktienmärkten – beispielsweise das Platzen der Technologieblase (2001/2002), der Finanzkrise (2008/2009) oder dem Crash im Zuge der Corona-Pandemie – begegneten die Währungshüter mit der Öffnung der Geldschleusen. Mittels Zinssenkungen und dem Ankauf von Anleihen (und teilweise auch Aktien) wurden jeweils die Marktkorrekturen gestoppt und der Startschuss für einen neuen Börsenboom gegeben.

Offiziell verfolgen die meisten Notenbanken nur ein Ziel: Preisstabilität. Im Falle der US-Notenbank Fed kommt noch ein Vollbeschäftigungsziel hinzu. Offensichtlich ist aber, dass bei den geldpolitischen Entscheidungen die Entwicklungen an den Kapitalmärkten schon lange eine hohe Priorität geniessen. Dies wird jeweils mit den Schlagworten «Vermögenseffekt» und «Finanzmarktstabilität» gerechtfertigt. Dadurch haben die Notenbanken aber eine gefährliche Abhängigkeit geschaffen und massgeblich zu Vermögenspreisblasen beigetragen.

### 1 US-Teuerung steigt...

...auf ein 40-Jahrehoch

Konsumentenpreise (CPI) in den USA



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die ultraexpansive Geldpolitik liess sich lange Zeit mit der tiefen Inflation rechtfertigen. Der rasante Aufstieg Chinas, die zunehmende Globalisierung, gepaart mit demographischen Faktoren, sowie der technologische Entwicklungsschub (Stichwort: Internet) haben seit der Jahrtausendwende stark deflationär gewirkt. Entsprechend konnten die Notenbanken ihre Geldpressen scheinbar ohne Konsequenzen auf Hochtouren laufen lassen. Bis vor Kurzem.

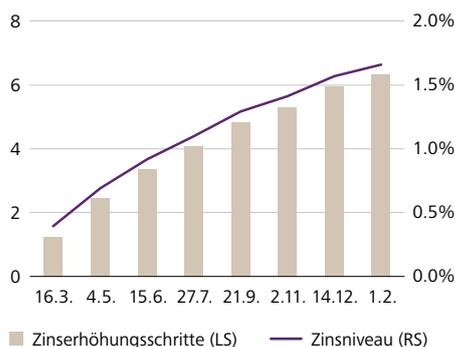
Im Nachgang der Corona-Pandemie ist das Inflationsgespenst zurückgekehrt – und wie. Im Januar ist die Teuerung in den USA auf 7.5 % gestiegen. Eine solch hohe Inflation wurde zuletzt vor 40 Jahren gemessen

► **Darstellung 1.** Auch in Europa schiesst

### 2 Zinswende voraus!

Der Markt erwartet mindestens sechs Zinsschritte

Anzahl Zinserhöhungsschritte und Fed Funds Futures (Zinsniveau)



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



**Der CIO erklärt:  
Was heisst das für  
Sie als Anleger?**

«It's the economy, stupid!». Mit diesem Slogan gewann Bill Clinton die US-Präsidentschaftswahl 1992. Der Konjunkturunbruch ein Jahr davor sowie die steigende Arbeitslosigkeit kosteten George Bush senior die Wiederwahl. Die Wirtschaft entscheidet aber nicht nur Wahlen, sondern beeinflusst auch massgeblich die Finanzmärkte. Allerdings sind die klassischen Konjunkturzyklen seit der Jahrtausendwende seltener geworden. Ein Hauptgrund dafür liegt in der Geldpolitik. Mit immer neueren Massnahmen und Instrumenten versuchen die Notenbanken die Zyklen zu glätten und sich anbahnende Rezessionen rigoros zu bekämpfen. Damit haben sie aber wesentlich zur Entstehung von Finanzblasen beigetragen. Nun werden die Währungshüter von der hartnäckigen Inflation zu einem abrupten Kurswechsel gezwungen. Die restriktivere Geldpolitik sorgt für Nervosität an den Märkten. Zu Recht. Denn Fundamentaldaten sind an den Börsen schon länger in den Hintergrund gerückt. Hier gilt: «It's the liquidity, stupid!».

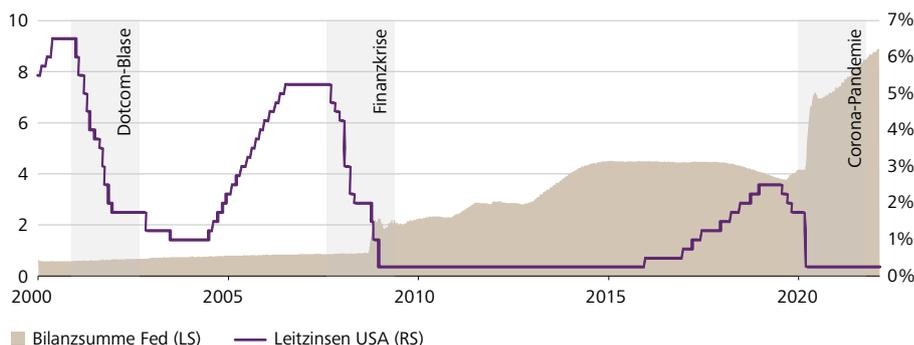


**Matthias Geissbühler**  
CIO Raiffeisen Schweiz

**3 Geldmenge rauf, Zinsen runter**

Damit ist bald Schluss

Notenbankbilanz der Fed, in Billionen US-Dollar, und US-Leitzinsen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

die Teuerung durch die Decke. Die Notenbanker wurden dabei komplett auf dem falschen Fuss erwischt. Lange wurde der Preisschub als ein vorübergehendes Phänomen basierend auf Basiseffekten abgetan. Nun hat ein Umdenken stattgefunden und die Währungshüter treten auf die Bremse. Die Zins-Futures preisen derzeit mindestens 6 Zinsschritte in den USA bis Ende 2022 ein ► **Darstellung 2**. Zudem beabsichtigt die Fed ihre Notenbankbilanz schrittweise zu reduzieren. Diese ist während der Corona-Pandemie von knapp über 4 Billionen auf fast 8.8 Billionen US-Dollar explodiert. Diese enorme Liquidität soll nun schrittweise wieder abgeschöpft werden ► **Darstellung 3**. Ein restriktiverer geldpolitischer Kurs ist allerdings ein schwieriger Balanceakt. Erstens droht dadurch die Konjunkturerholung abgewürgt zu werden. Zweitens werden die Finanzmärkte einen Liquiditätsentzug kaum ohne Korrekturen verdauen können, denn die Geldflut hat in den vergangenen Jahren massgeblich zur Vermögenspreis-inflation beigetragen und die Bewertungen vieler Anlageklassen nach oben getrieben. Das Dilemma der Notenbanken ist entsprechend gross. Sie müssen sprichwörtlich zwischen Pest und Cholera entscheiden. Stehen

sie zu stark auf die Bremse riskieren sie eine Rezession und einen Börsencrash. Warten sie hingegen zu lange ab, droht eine ausser Kontrolle geratene Lohn-Preis-Spirale.

Wir gehen davon aus, dass die US-Notenbank im März mit einer ersten Zinserhöhung starten wird. Danach dürften in kurzer Abfolge weitere Zinsschritte folgen. Die restriktivere Geldpolitik wird allerdings Spuren in der Konjunktur hinterlassen und die Wachstumsdynamik weiter einbremsen. Als Folge davon dürften Rezessionsängste aufkommen, was an den Kapitalmärkten zu einer inversen Zinsterminkurve führen könnte. Auf ein solches Szenario würden die Aktienmärkte verschnupft reagieren. Da die Notenbanken aber keinen Bärenmarkt provozieren wollen, dürften die Währungshüter den geldpolitischen Normalisierungsprozess stoppen und das Handtuch werfen. Der «Fed-Put» wird einmal mehr greifen. Allerdings wohl bei einem tieferen Ausübungspreis, als sich dies viele Anlegerinnen und Anleger erhoffen. Bis dahin bleibt es an den Finanzmärkten volatil. Das Sprichwort «never fight the Fed» («stemme dich nie gegen die Notenbank») gilt nämlich in beide Richtungen.

# Obligationen

**Immer mehr Notenbanken ziehen die geldpolitischen Zügel an. Die Europäische Zentralbank zielt sich aber weiterhin, die Zinsen zu erhöhen. Schuld ist die Heterogenität der Eurozone.**

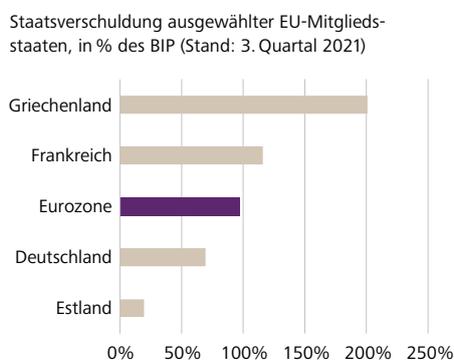
## Schon gewusst?

Wer hat die Kreditaufnahme durch den Staat erfunden? Die Italiener waren es! Das Konzept der Staatsanleihe hat seinen Ursprung im Venedig des Spätmittelalters. Unter dem Namen «Prestiti» beschaffte sich im Jahre 1156 der Doge Vitale Michiel II. von seinen Untertanen einen verzinnten Kredit zur Finanzierung seiner Kriegszüge. Seinem Beispiel folgten in den Jahren darauf zahlreiche andere italienische Städte wie etwa Genua oder Florenz. Als Zahlungsbeleg erhielten die Kreditgeber, also die Bürger, stets einen Schuldschein. Wer diesen besass, bekam die entrichtete Summe plus Zinsen zurück. Dabei hing der Wert der Anleihe davon ab, ob die Bürger es der Stadt zutrauten, ihre Verbindlichkeiten zu begleichen oder nicht. Waren etwa die Schulden niedrig und die Steuereinnahmen hoch, stiegen die Chancen auf Rückzahlung und somit der Wert der Papiere. Ein Mechanismus, der in seinen Grundzügen auch für die Staatsanleihen von heute noch gilt.

Europa ist ein Kontinent der Vielfalt. Wohl nirgendwo anders leben so viele Menschen aus verschiedenen Kulturen auf so engem Raum zusammen. Auch im puncto Wirtschaft geht die Schere weit auseinander. Auf der einen Seite stehen Länder wie Deutschland, welches mit einem Bruttoinlandsprodukt (BIP) von zuletzt über 3.5 Billionen Euro (2021) zu den grössten Volkswirtschaften der Welt zählt. Auf der anderen Seite die wirtschaftsschwächeren Länder aus Süd- und Osteuropa. Unterschiede werden auch beim Thema Staatsverschuldung deutlich: Während diese in Estland gerade mal 20% der Wirtschaftskraft ausmacht, liegt sie in Griechenland bei 200% ▶ **Darstellung 4**.

### 4 Grosse Unterschiede

Bei der Staatsverschuldung divergiert die Eurozone weit auseinander



Quellen: Statista, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Diese grosse Heterogenität führt immer wieder zu Reibungspunkten oder lähmt gar das System. So auch dieser Tage bei der Frage nach dem geldpolitischen Kurs der Europäischen Zentralbank (EZB). Die Bank of England (BoE) hat bereits letzten Dezember in Grossbritannien die Zinswende eingeläutet. In den USA wird die Notenbank Fed im März einen ersten Zinsschritt verkünden. Anders die EZB. Sie hat sich angesichts der hartnäckig hohen Inflation zuletzt zwar nicht mehr kategorisch gegen eine Erhöhung der Zinsen im laufenden

Jahr ausgesprochen; ob ein solcher Schritt jedoch tatsächlich Realität wird, ist fraglich. Denn, obwohl eine restriktivere Geldpolitik längst überfällig wäre, würde sie hochverschuldete Länder wie Italien oder Griechenland vor ein ernstzunehmendes Problem stellen. Steigende Zinsen erhöhen die Schuldenlast. Gleichzeitig steigen die Risikoprämien, da der Markt mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit damit rechnet, dass der Kreditnehmer seine Verbindlichkeiten pünktlich und im vollen Umfang zurückzahlen kann. Die Finanzierungsbedingungen verschlechtern sich.

Bereits die gestiegene Wahrscheinlichkeit einer baldigen Zinswende in der Eurozone hat diesen Mechanismus an den Bondmärkten angekurbelt. So haben sich die Aufschläge von 10-jährigen griechischen Staatsanleihen gegenüber ihren deutschen Pendanten seit Ende Januar deutlich erhöht ▶ **Darstellung 5**.

### 5 Das Dilemma der EZB

Die Aufschläge bei Staatsanleihen gehen auseinander

Zinsdifferenz zwischen 10-jährigen Staatsanleihen ausgewählter Euro-Länder und deutschen Bundesanleihen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Vor dem Hintergrund dieses EZB-Dilemmas rechnen wir aktuell in der Eurozone für 2022 mit maximal einem Zinsschritt. Staatsanleihen bleiben aus Renditegesichtspunkten weiterhin unattraktiv.

# Aktien

## Der Technologiesektor leidet. Steigende Zinsen und unsichere Erträge belasten. Aber die Spreu trennt sich zunehmend vom Weizen: Technologie ist nicht gleich Technologie.

### Was bedeutet eigentlich?

#### Metaverse

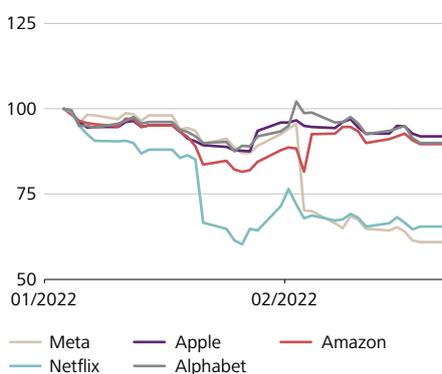
Das Metaverse wird auch als begehbares Internet bezeichnet und soll die Zukunft der digitalen Welt darstellen. Wie in einem riesigen Computerspiel verschmelzen Realität und Fiktion. Ob es sich dabei tatsächlich um den nächsten grossen Trend handelt oder um die nächste Blase, die bald platzt, wird sich zeigen. Auf jeden Fall möchten sich viele ein Stück des Kuchens abschneiden und sichern sich deshalb, teilweise für Millionenbeträge, Grundstücke im virtuellen Raum. Das soziale Netzwerk Facebook setzt voll auf das Metaverse. Nicht zuletzt hat es deshalb seinen Namen in Meta geändert. Ob die Strategie den gewünschten Erfolg bringt, ist ungewiss, denn ganz neu ist die Idee nicht. 2003 startete die virtuelle Welt Linden World, die später unter dem Namen Second Life Bekanntheit erlangte. Der Hype ist mittlerweile allerdings verfliegen.

Technologie steht für Fortschritt. Das bewegt Konsumenten wie Investoren. Apple ist ein Paradebeispiel. Der iPod, welcher 2001 auf den Markt gebracht wurde, sicherte einst Apples Überleben. Das iPhone machte den Konzern zum weltweit wertvollsten Unternehmen. Ein Ende scheint nicht in Sicht. Das spricht für die Qualität der Produkte, die Innovationskraft des Unternehmens und das Geschäftsmodell. Es sichert Wachstum und Profitabilität.

#### 6 Die Spreu trennt sich vom Weizen

Tech ist nicht gleich Tech

Renditeentwicklung FAANG-Aktien seit Anfang 2022, indiziert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Dass sich die Spreu im Technologiesektor aber zunehmend vom Weizen trennt, zeigt sich dieses Jahr eindrücklich. Wurden die sogenannten FAANG-Aktien – das Akronym fasst die Unternehmen Facebook, Apple, Amazon, Netflix und Google zusammen – bis vor kurzem in einem Atemzug als Inbegriff der Zukunft genannt, driftet die Preisentwicklung der Titel zuletzt stark auseinander. Während der Google-Mutterkonzern Alphabet, Apple und Amazon deutlich besser abschneiden als der breite US-Markt, mussten Netflix und Meta, die Mutter von Facebook, Federn lassen. Sie notieren rund 30% unter ihrem Kurs von Anfang Jahr ► **Darstellung 6**.

Der Grund für die zunehmende Divergenz liegt auf der Hand. Apple, Google und Amazon sind in unserem Alltag praktisch unverzichtbar. Das iPhone und der Computer wollen regelmässig ersetzt werden. Google hat sich mittlerweile als Verb etabliert. Mit täglich rund 5.5 Milliarden Abfragen stellt sich berechtigterweise die Frage, wie früher ohne Internet überhaupt recherchiert wurde. Und ein Einkauf bei Amazon hat für viele den Gang ins Shopping-Center ersetzt.

Dagegen profitierte Netflix vor allem davon, dass die Leute während der Pandemie und den damit verbundenen Lockdowns weltweit viel Zeit zu Hause verbrachten. Obwohl der Streamingdienst die Art, wie Filme und Serien konsumiert werden, revolutioniert hat, fehlt das Alleinstellungsmerkmal. Mittlerweile mischen Unternehmen wie Disney, Apple, Amazon oder Sky in diesem Markt kräftig mit. Die Prämie, als erster einen Markt zu bearbeiten, ist abgeschöpft. Meta dagegen scheint etwas anders gelagert. Das Unternehmen enttäuschte die Anleger mit einem schwachen Ausblick. Zudem ist es eine Wette auf das **Metaverse**.

Aber nicht nur bei Technologieaktien herrscht Ungewissheit. Hohe Inflationsraten, eine abnehmende Wachstumsdynamik und geopolitische Unsicherheiten zwischen Russland und der Ukraine haben an den Börsen seit Anfang Jahr zu einer deutlichen Korrektur geführt. Obwohl auch in den kommenden Wochen mit starken Schwankungen zu rechnen ist, nutzen wir die niedrigeren Kurse und schliessen unser Untergewicht in Aktien, indem wir die Quote europäischer Aktien anheben. Insgesamt sind wir in Aktien nun neutral positioniert.

# ♟️ Alternative Anlagen

**Der Ölpreis steigt und steigt. Schuld sind ein Ungleichgewicht zwischen Nachfrage und Angebot sowie der Konflikt zwischen der Ukraine und Russland. Eine Trendwende ist nicht in Sicht.**



## Schon gewusst?

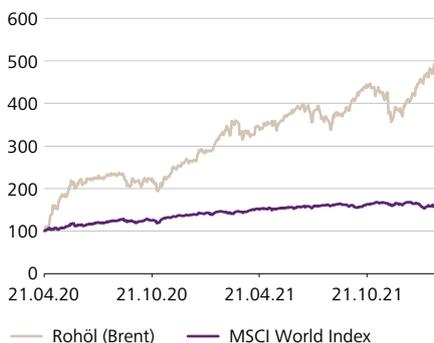
Bereits vor 12'000 Jahren wusste der Mensch um die nützlichen Eigenschaften des Rohöls. Im alten Mesopotamien, dem heutigen Irak, wurde das schwarze Gold zum Abdichten von Booten oder zur Beleuchtung von Wohnstätten genutzt. Später fand es auch als Heilmittel gegen Gelenkschmerzen oder zur Behandlung von Wunden Verwendung. Die moderne Geschichte des Erdöls begann jedoch erst Mitte des 19. Jahrhunderts in den USA. In Titusville stiess der pensionierte Eisenbahner Edwin Drake 1859 auf eine Ölquelle. Was folgte war ein regelrechter «Ölrausch». Nur ein Jahr später förderten rund um das zuvor verschlafene Städtchen in Pennsylvania bereits 75 Brunnen das schwarze Gold zu Tage. 1870 gründete dann der Grossindustrielle John D. Rockefeller in Cleveland/Ohio mit der Standard Oil Company den ersten Ölkonzern der Geschichte – Jahrzehnte später ging aus diesem der US-Ölriese ExxonMobil hervor.

Seit Monaten kennt der Ölpreis nur eine Richtung: steil nach oben. Kostete ein Fass der Nordseemarke Brent zu seinem Corona-Tiefstand im April 2020 gerade mal 20 US-Dollar, so sind es aktuell gut 100 US-Dollar (+434 %) ▶ **Darstellung 7**. Der Grund für die immense Preissteigerung des schwarzen Goldes liegt in einem Ungleichgewicht zwischen Nachfrage und Angebot sowie dem Einmarsch der russischen Truppen in der Ukraine.

### 7 «The sky is the limit»

Der Ölpreis hat sich mehr als vervierfacht

Entwicklung Ölpreis (Brent) und globaler Aktienmarkt (MSCI World Index) seit dem 21. April 2020, indiziert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

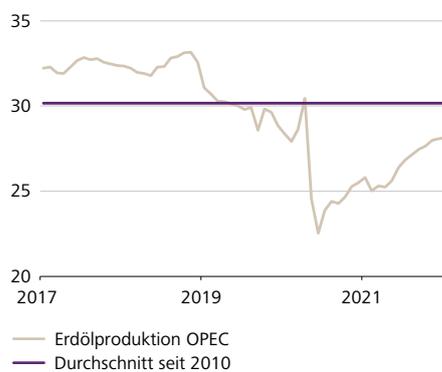
Rohöl nimmt einen hohen Stellenwert in der Industrie ein. Sei es direkt als Energielieferant für Fertigungsmaschinen und Transportmittel oder indirekt als Teil eines Produktes, wie etwa in Form von synthetischen Fasern bei Bekleidung. Dementsprechend stieg im Zuge der Konjunkturerholung der letzten Monate auch die Nachfrage. Aktuell wird der globale Bedarf an Rohöl auf rund 95 Millionen Barrel pro Tag geschätzt.

Die dreizehn Mitgliedsstaaten des Ölkartells OPEC bringen derzeit etwas mehr als 28 Millionen Barrel pro Tag auf den Markt – markant weniger als vor der Corona-Krise ▶ **Darstellung 8**. Hinzu kommen die Fördermengen anderer Länder, wie etwa den USA oder Russland. Doch auch mit diesen kann die aktuelle Nachfrage

### 8 Unter Vorkrisenniveau

OPEC fördert weniger Rohöl als vor der Corona-Krise

Erdölproduktion der OPEC-Mitgliedsstaaten, in Millionen Barrel pro Tag



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

nach Öl nicht befriedigt werden. Dass die OPEC und ihrer Verbündeten (OPEC+) ihre Förderquote um 400'000 Barrel pro Tag im Monat ausweiten, gleicht dabei einem Tropfen auf den heissen Stein. Ebenso wenig Entspannung brachte bisher die teilweise Auflösung der strategischen Reserven in den USA.

Wieso dreht aber die OPEC+ nicht einfach den Ölhahn weiter auf? Dies hat zwei Gründe: Zum einen können insbesondere viele südamerikanische Länder schlichtweg nicht mehr Öl liefern. Während der Corona-Pandemie wurden notwendige Investitionen zur Erneuerung oder Ausweitung der Förderanlagen nicht getätigt. Dies rächt sich nun. Zum anderen sind vor allem die Länder mit hohen Förderquoten wenig daran interessiert, den Marktpreis künstlich zu senken, würden sie sich doch damit ihre eigenen Einnahmen beschneiden.

Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass der Druck auf den Ölpreis auch in den kommenden Wochen erhöht bleiben wird.

# Währungen

**Zinsen sind der Preis des Geldes. Kein Wunder, schwächelt der Franken, wenn die Zentralbanken weltweit die geldpolitischen Zügel straffen. Das Phänomen dürfte trotzdem temporär sein.**

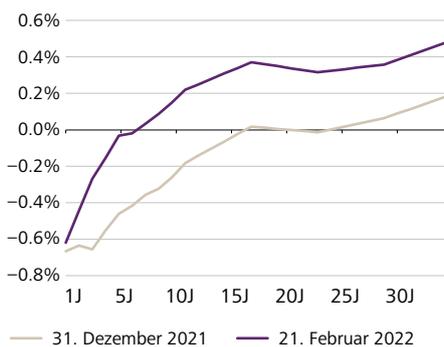
## Schon gewusst?

Das Wort «Sterling» stammt von der Bezeichnung für den englischen Silberpenny und wird heute als Synonym für das britische Pfund verwendet. Im 11. Jahrhundert verstand man darunter eine bestimmte Qualität von Silber. Dieses Merkmal diente dazu, Vertrauen in Münzgeld zu schaffen. Da aus einem karolingischen Pfund Silber (ca. 406.5 g) genau 240 Silberpennies hergestellt wurden, umfasste das Pfund Sterling zu dieser Zeit genau 240 dieser Münzen. Erst 1971 führte das englische Münzsystem das Dezimalsystem ein. Seither umfasst ein Pfund Sterling 100 Pennies. Diese sind allerdings längst nicht mehr aus Silber, sondern aus kupferüberzogenem Stahl. Das Pfund als Zahlungsmittel ist gut 1'200 Jahre alt und damit die älteste Währung der Welt.

Das Rennen ist eröffnet. Die britische Notenbank hat als eine der ersten weltweit die Zinsen angehoben. Auslöser war die hohe Inflation. Das britische Pfund hat diesen Schritt denn auch prompt mit einem Anstieg quittiert. Zwar hebt das Pfund Sterling nicht zu neuen Höhenflügen ab, setzt aber ein klares Zeichen der Stärke. Damit steigt die Erwartung, dass die lockere Geldpolitik auch in Europa in absehbarer Zeit ein Ende findet. Auch wenn steigende Zinsen offiziell noch kein Thema sind, so hat die Europäische Zentralbank (EZB) die Inflationszahlen für den Januar 2022 dennoch mit Besorgnis zur Kenntnis genommen. Zum Jahresbeginn lag die Teuerungsrate im Euroraum bei 5.1% und eine baldige Entspannung ist nicht in Sicht. Die Euro-Zinsen sind seit Anfang Jahr denn auch über das gesamte Laufzeitenband angestiegen ▶ **Darstellung 9**.

### 9 Euro-Zinsen steigen Das stärkt die Währung

Zinskurvenentwicklung Deutsche Staatsanleihen seit Anfang Jahr



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Der Währungsmarkt hat eine baldige restriktivere Geldpolitik bis zum Einmarsch Russlands in die Ukraine auch vorweggenommen. So hatte sich der Euro in diesem Jahr von seinen Tiefständen gelöst und neigte zeitweise klar zur Stärke. Wie Zinsen und Währungsentwicklung zusammenhängen, zeigte sich exemplarisch auch am Schweizer Franken. Da steigende Zinsen

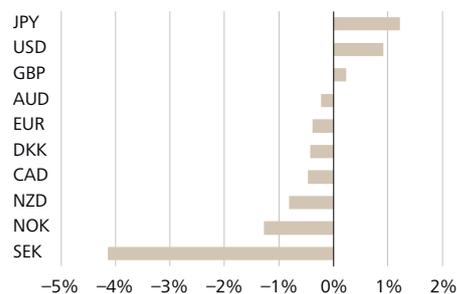
hierzulande noch in weiter Ferne liegen und frühestens dann erfolgen, wenn auch in Europa die geldpolitischen Zügel längst angezogen wurden, hatte der Franken nachgegeben.

Mit dem Krieg in der Ukraine ist die hiesige Währung unter Anlegern wieder als sicherer Hafen gefragt und neigt zur Stärke ▶ **Darstellung 10**.

### 10 Der Franken...

...ist wieder als sicherer Hafen gefragt

Wechselkursentwicklung der G10-Währungen gegenüber dem Schweizer Franken, seit Anfang Jahr



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

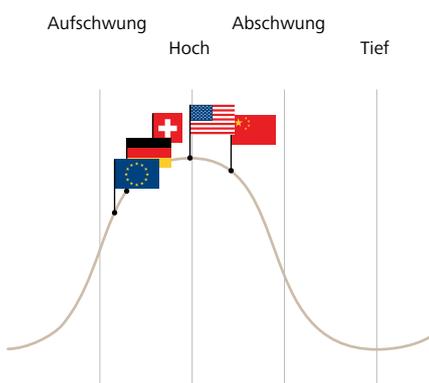
Ähnliches gilt für den US-Dollar. Dass die US-Notenbank Fed die Zinsen anheben wird, ist mittlerweile klar. Die Frage bleibt lediglich, wie stark. Dass Investoren auf Dollar-Anlagen wieder einen attraktiveren Zins erhalten, hat die Währung denn auch gestützt.

Trotzdem ist bei allen Währungen Vorsicht angebracht: Real, also nach Abzug der Inflation, verharrt die Verzinsung im negativen Bereich – und der Franken ist plötzlich wieder attraktiv.

# Ein Blick nach vorne

**Lieferengpässe und steigende Energiepreise befeuern weiter die Inflation in der Eurozone und den USA. Dies setzt die Notenbanken unter Druck ihre Geldpolitik zu straffen.**

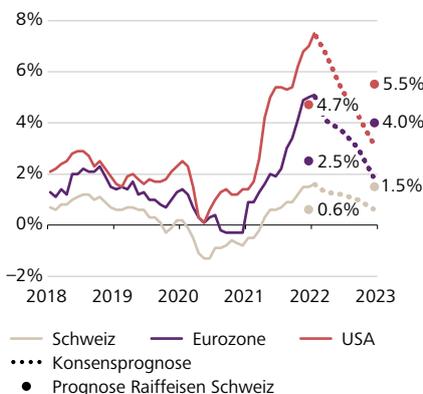
## Konjunktur



- Der Bundesrat hat den Grossteil der Corona-Massnahmen in der **Schweiz** aufgehoben. Auf die Wirtschaft dürfte dies indes nur wenig Einfluss haben. Zu den Profiteuren gehört in erster Linie der Dienstleistungssektor. Die Probleme in den globalen Lieferketten sorgen derzeit weiterhin für konjunkturellen Gegenwind. Wir rechnen entsprechend für 2022 mit einem Wirtschaftswachstum von 2.5 %.
- Der kombinierte Einkaufsmanagerindex (PMI) für Industrie und Dienstleister ist in der **Eurozone** im Januar von 53.3 auf 52.3 Punkte gefallen. Er liegt damit weiterhin über der Wachstumsschwelle von 50 Zählern, deutet aber auf eine Verlangsamung der konjunkturellen Erholung hin. Wir prognostizieren für das laufende Jahr eine Expansion des Bruttoinlandsproduktes (BIP) um 3.8 %.
- Die hartnäckig hohe Inflation drückt die Reallöhne in den **USA**. Infolgedessen ist die Konsumentenstimmung im Januar auf ein 10-Jahrestief gefallen. Die Gewerkschaften drängen auf deutliche Lohnsteigerungen. Wir gehen unverändert davon aus, dass die US-Wirtschaft 2022 um 3.5 % wachsen wird.

## Inflation

**Kein Ende in Sicht**  
Preisdruck bleibt erhöht  
Inflation und Prognosen

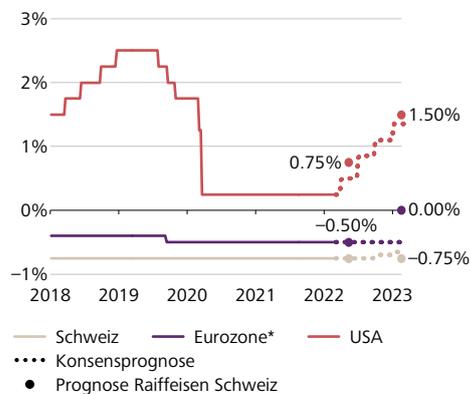


Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Der Preisdruck in der **Schweiz** nimmt zu, bleibt aber im internationalen Vergleich moderat. Die steigenden Beschaffungspreise in der Industrie werden weitgehend durch den starken Schweizer Franken abgedeckt. Für das laufende Jahr gehen wir unverändert von einer Inflationsrate von 1.5 % aus.
- Die abermals stark gestiegenen Energiepreise befeuern die Teuerung. Viele Unternehmen geben die steigenden Produktionskosten nun auch an ihre Konsumenten weiter. Infolgedessen erwarten wir für 2022 neu eine Jahresteuern von 4.0 % in der **Eurozone**.
- Die Inflation in den **USA** ist im Januar mit 7.5 % auf den höchsten Stand seit 40 Jahren geklettert. Grund dafür sind zum einen die hohen Rohstoffpreise und die nicht gelösten Probleme in den Lieferketten. Zum anderen aber auch einsetzende Zweit-rundeneffekte. So zeichnet sich etwa der Beginn einer Lohn-Preis-Spirale ab. Wir haben daher unsere Jahresprognose von 4.5 % auf 5.5 % angehoben.

## Geldpolitik

**Zinswende voraus**  
Notenbanken straffen ihre Geldpolitik  
Leitzinsen und Prognosen



\*Einlagenzinssatz  
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** agiert im Fahrwasser der EZB. Eine Abkehr von ihrem bisherigen geldpolitischen Kurs dürfte daher noch etwas auf sich warten lassen.
- Angesichts der anhaltend hohen Inflation hat die **Europäische Zentralbank (EZB)** eine Zinserhöhung für 2022 zuletzt nicht mehr kategorisch ausgeschlossen. Dies hat die Hoffnungen der Anleger auf eine baldige geldpolitische Wende geweckt. Wir erwarten gegen Ende des Jahres einen ersten Zinsschritt in der Eurozone.
- Die **US-Notenbank Fed** wird im März einen ersten Zinsschritt vornehmen. Weitere werden folgen. Um aber keinen Bärenmarkt zu provozieren, dürften die Währungshüter den geldpolitischen Normalisierungsprozess behutsam vollziehen. Wir rechnen für 2022 mit vier Zinserhöhungen.

### 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.



**Jeffrey Hohegger, CFA**  
Anlagestrategie  
[jeffrey.hohegger@raiffeisen.ch](mailto:jeffrey.hohegger@raiffeisen.ch)

Jeffrey Hohegger 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 taktische Vermögensallokation und die entsprechende Positionierung der Bank.



**Tobias Knoblich**  
Anlagestrategie  
[tobias.knoblich@raiffeisen.ch](mailto: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.

### Herausgeber

Raiffeisen Schweiz  
CIO Office  
Raiffeisenplatz  
9001 St. Gallen  
[cioffice@raiffeisen.ch](mailto:cioffice@raiffeisen.ch)

### Beratung

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

### Weitere Publikationen

Hier können Sie die vorliegenden  
und auch weitere Publikationen von  
Raiffeisen abonnieren:  
[raiffeisen.ch/maerkte-meinungen](http://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 Kotierungsinsert 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 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 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.