RAIFFEISEN

Oktober 2022

Anlageguide

Die grosse Zinswende

Und ihre Konsequenzen

Unsere Sicht auf die Märkte

In dieser Ausgabe zu lesen

3 Fokusthema
Die grosse Zinswende – und ihre Konsequenzen

5 Unsere Einschätzungen
- Obligationen
- Aktien
- Alternative Anlagen
- Währungen

9 Unsere Prognosen
- Konjunktur
- Inflation
- Geldpolitik

Zinswende nimmt Fahrt auf: Die Notenbanken drehen beherzt an der Zinsschraube. Im September haben sowohl die Europäische Zentralbank (EZB), die US-Notenbank Fed als auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins um jeweils 0.75 Prozentpunkte erhöht. In der Schweiz ist damit die lange Phase der Negativzinsen beendet. Noch ist der Zinserhöhungszyklus nicht abgeschlossen. In den kommenden Monaten ist mit weiteren Zinsschritten zu rechnen.

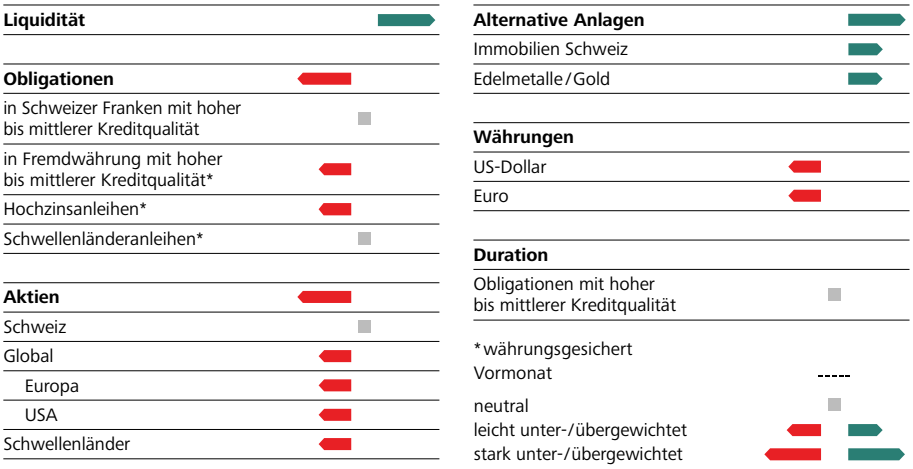
Rezessionsrisiken steigen: Die konjunkturellen Vorlaufindikatoren deuten auf eine weitere Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivitäten hin. Die hohe Inflation, die steigenden Zinsen sowie die geopolitischen Entwicklungen sorgen für anhaltende Verunsicherung. Dies spiegelt sich zunehmend im Investitions- und Konsumverhalten. Entsprechend sind die Rezessionsrisiken gewachsen.

Finanzmärkte unter Druck: Die Finanz- und Kapitalmärkte kommen nicht zur Ruhe. Die stark gestiegenen Zinsen haben zu einer Bewertungskorrektur bei fast allen Anlageklassen geführt. Auch im September waren die Börsen erneut unter Druck. Wie sich die Zinswende auf Wirtschaft und Finanzmärkte auswirkt, steht im Fokustext dieser Ausgabe.

Defensive Positionierung: Das aktuelle Umfeld ist von Unsicherheit geprägt und entsprechend rechnen wir mit anhaltend hoher Volatilität an den Märkten. In dieser Gemengelage empfiehlt sich weiterhin eine defensive taktische Ausrichtung. Wir sind sowohl bei den Obligationen als auch den Aktien untergewichtet. Neben einer erhöhten Liquiditätsquote empfehlen wir nach wie vor eine Beimischung von Gold und Schweizer Immobilienfonds. Bei der Selektion lautet der Fokus: Qualität, Qualität, Qualität.

Chancen im Blick: Die Börsenkorrektur ist aus unserer Sicht weit fortgeschritten. Anleger sollten deshalb an ihrer Anlagestrategie festhalten. Zudem gilt es aber auch, die Anlagechancen im Auge zu behalten. Obligationen werfen seit langem wieder positive Renditen ab und auch einige Aktien haben mittlerweile attraktive Bewertungsniveaus erreicht. Die besten Anlagechancen eröffnen sich immer dann, wenn die Nacht am dunkelsten ist. Und dieser Zeitpunkt rückt näher.

Unsere Positionierung



Die grosse Zinswende

Und ihre Konsequenzen

Das Wichtigste in Kürze

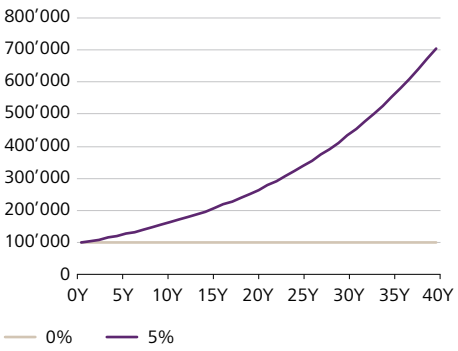
Die Zinswende ist da. Aufgrund der rekordhohen Inflation drehen die Notenbanken rund um den Globus an der Zinsschraube. In der Schweiz und in Europa sind die Negativzinsen mittlerweile passé. Die US-Notenbank Fed hat ihren Leitzins in diesem Jahr bereits um satte 3 Prozentpunkte erhöht. Höhere Zinsen bedeuten tiefere Bewertungen. Vor diesem Hintergrund lässt sich die Korrektur an den Finanzmärkten, welche (fast) ausnahmslos alle Anlageklassen betrifft, erklären. Solange die geldpolitische Kehrtwende anhält, empfiehlt sich eine defensive taktische Positionierung. Langfristig ist die Zinsnormalisierung positiv. Insbesondere auch für Sparer.

Albert Einstein soll den Zinseszinseffekt einst als das achte Weltwunder bezeichnet haben. Sagt man. Und falls es doch nicht so war: «Se non è vero, è ben trovato». Zu Deutsch: Wenn es nicht wahr ist, ist es doch gut erfunden. Aber wie auch immer. Eindrücklich ist der Effekt so oder so. Eine Investition von 100'000 Schweizer Franken, welche beispielsweise mit 5 % verzinst wird, erfährt über die Zeit eine exponentielle Entwicklung ▶Darstellung 1. Damit der Zinseszinseffekt zum Tragen kommt, braucht es aber einen positiven Zins, was zu Einsteins Zeiten auch üblich war. In den vergangenen rund acht Jahren sah die Zinslandschaft in der Schweiz und in Europa allerdings ganz anders aus. Um die Wirtschaft anzukurbeln, die hochverschuldeten Staaten zu entlasten sowie eine drohende Deflation zu bekämpfen, hat die Europäische Zentralbank (EZB) im Jahr 2014 Negativzinsen eingeführt. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) folgte ein paar Monate später. Zu stark war der Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken. Seit Januar 2015 liegen die Leitzinsen auch hierzulande im negativen Bereich. Oder besser gesagt: lagen. Denn am 22. September haben auch die helvetischen Währungshüter ihre Zinswende vollzogen und den Leitzins wieder in den positiven Bereich angehoben. Dieser Schritt reiht sich nahtlos ein in eine ganze Serie von Zinserhöhungen der Notenbanken rund um den Globus. Das ist grundsätzlich zu begrüssen.

Negativzinsen sind ein Anachronismus. Und eine riesige Umverteilungsmaschine. Denn der Zins ist letztlich ein Mass für den Wert von Geld. Ein Individuum, welches Geld verdient oder erhält, muss sich zwischen Konsum oder Sparen entscheiden. Der Anreiz zum Sparen liegt in einem positiven Zins und damit der Aussicht auf einen höheren Konsum in der Zukunft. Bei Unternehmungen spielt der Zins eine wesentliche Rolle beim Investitionsentscheid. Ist dieser doch massgebend für die Finanzierungskosten am Kapitalmarkt. Entsprechend führen Negativzinsen zu Verzerrungen in der Realwirtschaft. Schuldner

1 Das achte Weltwunder
Wie sich der Zinseszinseffekt auswirkt

Vermögensentwicklung einer Investition von 100'000 Franken bei einem Zins von 0 % vs. 5 %



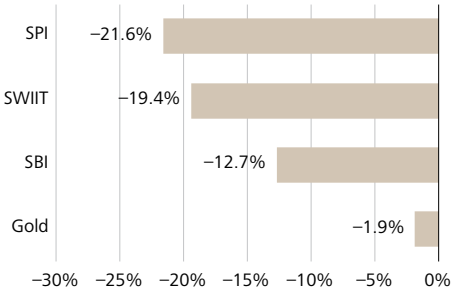
Quelle: Raiffeisen Schweiz CIO Office

werden entlastet, Sparer bestraft. Auch an den Finanzmärkten hat die Tiefzinsphase zu einer massiven Fehlallokation von Kapital und entsprechenden Vermögenspreisblasen geführt. Vor diesem Hintergrund ist es wenig erstaunlich, dass nun parallel zu den stark steigenden Zinsen fast alle Anlageklassen deutlich an Wert einbüssen ▶Darstellung 2.

Die Zinswende ist nun allerdings ziemlich abrupt ausgefallen. Noch Mitte Juni 2021 titelte beispielsweise die Neue Zürcher Zeitung (NZZ): «Negativzinsen: Für Bankkunden wird es immer enger». Der Grund: Die Freigrenzen wurden bei (fast) allen Geschäftsbanken weiter reduziert und grössere Sparguthaben mit «Verwahrgebühren»

2 Alles im roten Bereich
Geld verdienen war (praktisch) ein Ding der Unmöglichkeit

Kursentwicklung der Hauptanlageklassen im laufenden Jahr



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

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

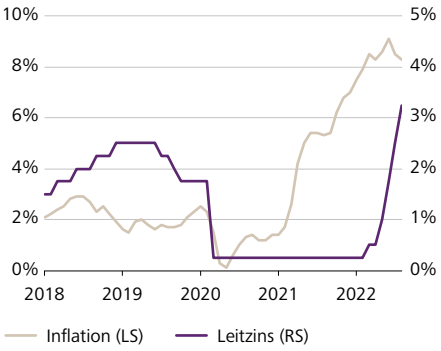
Die laufende Zinswende hat zu einer deutlichen Bewertungskorrektur bei sämtlichen Anlageklassen geführt. Im Aktienbereich hat es vor allem Wachstumswerte hart getroffen. Wer mit Blick in den Rückspiegel und der Hoffnung auf eine baldige Rückkehr zu den alten Höchstständen nun solche Werte kauft, sollte Folgendes bedenken: Nach einer Performance von −50 % braucht es eine Kursverdoppelung, um die Verluste wettzumachen. Solange die Zinsen steigen und sich die Konjunkturaussichten weiter eintrüben, sollte der Fokus auf defensiven Sektoren wie Nahrungsmittel, Gesundheit, Versicherungen und Telekommunikation gelegt werden. In der Schweiz zählen Werte wie Roche, Novartis, Swiss Life, Zurich Insurance, Swisscom, Barry Callebaut oder Orior dazu. Die durchschnittliche Dividendenrendite der genannten Titel beträgt aktuell 3.8 %. Gerade in turbulenteren Börsenphasen ist die Dividende mehr als nur die Kirsche auf der Torte.

Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

versehen. Zwar bewegten sich zu diesem Zeitpunkt die Inflationsraten weltweit bereits deutlich nach oben, das Phänomen wurde aber selbst von den Notenbankern als «temporär» abgetan. Davon spricht heute niemand mehr. Denn die Teuerungsraten sind weiter nach oben geschossen. Die anhaltenden Lieferengpässe sowie der Ukraine-Krieg haben die Inflation zusätzlich befeuert. In einigen Staaten ist diese mittlerweile auf 40-Jahres-Höchststände geklettert. Kein Wunder drehen die Notenbanken nun beherzt an der Zinsschraube ▶ **Darstellung 3**.

3 Die rekordhohe Inflation…
…zwingt die Notenbanker aus der Deckung

Inflation und Leitzinsentwicklung in den USA



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die Höhe des Zinses hat direkte Auswirkungen auf die Bewertung von Anlagen. Bei (Staats-)Anleihen ist der Zusammenhang relativ einfach: Steigen die Zinsen, so fällt ceteris paribus der Wert einer Anleihe. Je länger die Restlaufzeit, desto stärker fällt die Korrektur aus. Vereinfacht gilt folgende Regel: Die Zinsänderung multipliziert mit der Restlaufzeit ergibt die Kursbewegung der Anleihe. Seit Jahresbeginn sind beispielsweise die Zinsen bei den 5-jährigen Eidgenossen um 150 Basispunkte gestiegen. Der Kursverlust dieser Staatsanleihe beträgt also rund 7.5 % (5 × 1.5 %). Auch auf die Bewertung von Aktien und Immobilien hat eine Zinsveränderung einen grossen Einfluss. Um den Wert einer solchen Anlage zu eruieren, werden die zukünftigen Gewinne bzw. Cashflows (oder im Falle von Immobilien die Mieteinnahmen) «abdiskontiert». Der Abzinsungsfaktor wird durch den risikolosen Zins zuzüglich einer Risikoprämie bestimmt und entspricht den sogenannten Kapitalkosten. Wie sich die unterschiedliche Höhe des Zinses auf die Bewertung auswirkt, kann an einem einfachen Beispiel illustriert werden. Angenommen der 2022 erwartete Cashflow einer Firma beträgt 20 Millionen Franken. Der Unternehmung wird zugetraut, diesen jährlich um eine ewige Wachstumsrate (g) in Höhe von 2 % zu steigern. Der Diskontierungszins (r) von 4.25 % wird folgendermassen festgelegt: Risikoloser Zins von −0.75 % zuzüglich 5 % Risikoprämie. Die Bewertungsformel für diese vereinfachte Version des sogenannten Gordon-Growth-Modells lautet: Wert = Cashflow / (r − g). Im konkreten Beispiel beträgt der «faire» Wert der Firma also 888.9 Millionen. Steigt nun der risikolose Zins von −0.75 % auf +0.75 % (was einer Zinserhöhung von 150 Basispunkten entspricht), reduziert sich der Wert schlagartig auf «nur» noch 533.3 Millionen. Das Unternehmen hat also rein rechnerisch 40 % weniger Wert. Wie gesagt handelt es sich hierbei um ein sehr vereinfachtes Rechenbeispiel – der Mechanismus ist aber klar. Steigende Zinsen führen zu einer Bewertungskorrektur. Und eine solche erleben wir aktuell.

Die Zinswende ist da und die Anpassungsprozesse sind kurzfristig schmerzhaft. Solange die Notenbanken weiter an der Zinsschraube drehen und an ihrer restriktiveren Geldpolitik festhalten, wird der Gegenwind für die Finanzmärkte anhalten. Die geldpolitische Kehrtwende ist ein wesentlicher Grund für unsere defensive taktische Vermögensallokation, welche wir seit Jahresanfang implementiert haben. Allerdings dürfte der Zinserhöhungszyklus spätestens im Verlaufe des kommenden Jahres zu einem Ende kommen. Langfristig ist die Zinsnormalisierung positiv. Gerade auch für Sparer. Das achte Weltwunder, der Zinseszinseffekt, wird wieder greifbar.

Obligationen

Das Licht am Ende des Tunnels wird heller. Anleihen rentieren wieder positiv. Die Auswüchse der lockeren Geldpolitik werden aber noch Generationen begleiten.

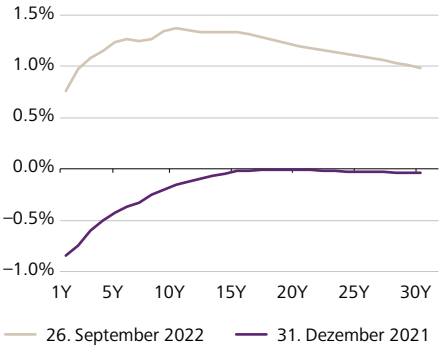
Schon gewusst?

Im Jahr 2017 emittierte Österreich eine 100-jährige Staatsanleihe – die erste ihrer Art in der Eurozone. Die lange Laufzeit erstaunt, denn die wenigsten heute lebenden Personen werden den Zeitpunkt der Rückzahlung erleben. Die Nachfrage war allerdings enorm gross und lange stimmte auch die Performance. Die Kurse langlaufender Anleihen steigen bei sinkenden Zinsen. Dadurch bescherten sie dem Investor nebst der jährlichen Couponzahlung einen zusätzlichen Gewinn. Doch mittlerweile hat sich das Umfeld geändert. Das Pendel schlägt zurück und die 100-jährige Anleihe verbucht massive Kursverluste.

Geschafft! Die Zeit der Negativzinsen liegt mit dem jüngsten Zinsschritt der Schweizerischen Nationalbank (SNB) hinter uns. Der Weg zurück zur Normalität ist geebnet. Die wichtigste Botschaft lautet: Geld hat wieder einen Wert und wird nicht mehr mit einem Strafzins belastet. Vor allem Anleger profitieren davon. Noch Anfang des Jahres lagen die Renditen für Schweizer Staatsanleihen für sämtliche Laufzeiten im Minus. Mittlerweile hat sich das Blatt gewendet: Die gesamte Zinskurve notiert im positiven Bereich ▶Darstellung 4. Allerdings zeigt sie inverse Tendenzen. Anleger erhalten für längere Laufzeiten also nicht höhere, sondern geringere Renditen. In der Vergangenheit war eine solche Struktur oft der Vorbote einer Rezession.

4 Die Zinswende ist geschafft
In neun Monaten ins Plus

Zinskurven Schweizer Staatsanleihen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

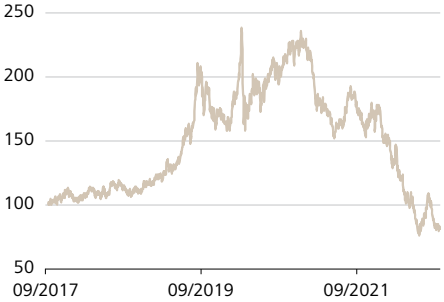
Obwohl wir für die Schweiz nicht von diesem Szenario ausgehen, ist die Wahrscheinlichkeit eines wirtschaftlichen Abschwungs in den vergangenen Monaten deutlich angestiegen. Auf 12-Monatssicht gehen wir davon aus, dass die längeren Zinsen vorerst höchstens noch moderat ansteigen dürften.

Auch wenn die Märkte den Weg der Normalisierung eingeschlagen haben, bis die Auswüchse der Negativzinsphase vollständig abgearbeitet sind, dauert es noch lange – weit ins 22. Jahrhundert. Denn einige Staaten haben die niedrigen Zinsen der letzten Jahre genutzt und Obligationen mit 100-jähriger Laufzeit herausgegeben. Auf der Suche nach Rendite wurde von Anlegern scheinbar alles Mögliche zusammengekauft. Von Mexiko über Peru bis Österreich war für jedes Risikobewusstsein etwas dabei. Für Anleger entpuppten sich diese Obligationen als Desaster. Einem oft intakten Kreditrisiko stehen Laufzeiten gegenüber, die jetzt ihren Tribut fordern. Kursverluste von gut 40 % allein in diesem Jahr sind keine Seltenheit ▶Darstellung 5.

Unter Druck sind auch Schwellenländeranleihen. Mit dem Zinsanstieg vor allem in den USA erhalten Investoren eine sicherere Alternative in US-Dollar. Aufgrund dieser Entwicklung ist die Risikoprämie für Schwellenländeranleihen deutlich angestiegen. Obwohl sich das Anlageumfeld für Obligationen mit steigenden Zinsen grundsätzlich verbessert hat, bleiben wir angesichts der damit einhergehenden Unsicherheiten vorsichtig und halten (noch) an unserem taktischen Untergewicht fest.

5 Auswüchse der lockeren Geldpolitik
Wie gewonnen, so zerronnen

Kursverlauf 2.1 % Österreich 2117



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Aktien

Krieg, Inflation und nicht zuletzt die Zinswende haben die Aktienmärkte dieses Jahr auf Talfahrt geschickt. Dies trifft jedoch nicht auf alle Branchen gleichermassen zu.

«Ganz Gallien ist von den Römern besetzt. Ganz Gallien? Nein!» Mit diesen Worten beginnt jede der weltbekannten Geschichten über den Gallier Asterix. Über die globalen Aktienmärkte könnte man dieses Jahr Ähnliches sagen. Da die Börsenkurse die abdiskontierten künftigen Erträge der Unternehmen reflektieren, haben die steigenden Zinsen zu einer Bewertungskorrektur geführt. Hinzu kam das anspruchsvolle Marktumfeld aus Inflation und stagnierender Konjunktur. Infolgedessen verlor der Weltaktienindex MSCI World seit Anfang Januar über 20 % seines Wertes. Ein Blick auf **GICS**-Sektorebene zeigt aber, dass nicht alle Branchen im gleichen Ausmass betroffen sind ▶ **Darstellung 6**.

Je weiter in der Zukunft die Erträge eines Unternehmens liegen oder je investitionsintensiver dessen Geschäftsfeld ist, desto stärker beeinflusst das Zinsniveau die Aktienkurse. Entsprechend sind Wachstumswerte, deren Aktienkurse in den vergangenen Jahren dank des Tiefzinsumfeldes regelrecht durch die Decke geschossen sind, heuer bei den Anlegern wenig gefragt. Auch im Swiss Market Index (SMI) sind es vor allem zyklische Titel wie Logitech, Partners Group, Sika oder Geberit, welche bislang Kursverluste von 30 % bis fast 50 % hinnehmen mussten.

Die infolge des Ukraine-Krieges explodierenden Öl- und Gaspreise liessen derweil die Aktien der Energiekonzerne in die Höhe schnellen. Ebenfalls einen «gewissen» Kapitalschutz boten defensive Titel, beispielsweise aus dem Gesundheitswesen oder Basiskonsumgüterbereich. Vom höheren Zinsniveau profitieren dürfte mittelfristig die Finanzbranche – dazu gehört auch der Versicherungssektor. Höhere Zinsen bedeuten zwar sinkende Kurse von Obligationen, was die unrealisierten Buchgewinne der Versicherer reduziert. Gleichzeitig können diese aber mit höheren künftigen Kapitalerträgen rechnen.

Da die Notenbanken weiterhin an der Zinsschraube drehen werden, dürfte der geldpolitische Gegenwind nicht so schnell abflauen. Wir halten daher bei Aktien an unserem taktischen Untergewicht fest. Anleger sollten den Fokus weiterhin auf defensive Werte legen. Solche finden sich in der Pharma-, der Nahrungsmittel- und der Versicherungsbranche.

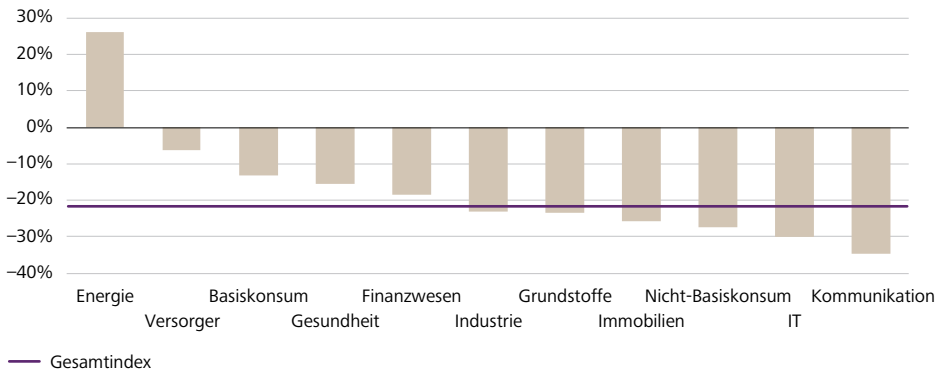
Was bedeutet eigentlich?

GICS

Zur Sektor- und Industrieklassifizierung stellen die Firmen MSCI und S&P Dow Jones Indices den sogenannten «Global Industry Classification Standard» (GICS) bereit. Dieser wurde 1999 entwickelt und besteht aus elf Sektoren, 24 Industriezweigen, 69 Industrien und 158 Subindustrien. Aktuell klassifiziert der GICS über 29'000 Wertpapiere – dies entspricht rund 95 % des gesamten Aktienmarktes. Um den Entwicklungen der Weltwirtschaft und der Kapitalmärkte Rechnung zu tragen, werden die Klassifizierungen von MSCI und S&P regelmässig überprüft und aktualisiert. So zählen beispielsweise seit 2018 die Internet-Giganten Meta und Alphabet, welche die Mutterkonzerne von Facebook respektive Google sind, gemäss GICS nicht mehr zu den IT-Unternehmen, sondern werden dem Kommunikationssektor zugerechnet.

6 Die Performanceschere geht weit auseinander
Nur der Energiesektor liegt im Plus

Renditeentwicklung der GICS-Sektoren im MSCI World, seit Anfang Jahr



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Alternative Anlagen

Die Zinswende hinterlässt auch am Immobilienmarkt Spuren. Dennoch gehört «Betongold» weiterhin in jedes breit diversifizierte Portfolio – nicht zuletzt als Inflationsschutz.

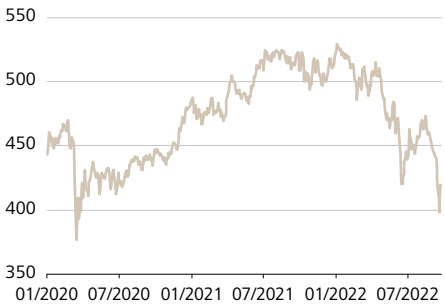
Schon gewusst?

Schweizer Immobilienfonds können auf eine über 80-jährige Geschichte zurückblicken. Am 24. März 1938 wurde der «Swissimmobil Serie D» als erster offener Immobilienfonds auf dem europäischen Kontinent lanciert. Nur fünf Jahre später folgte der «Foncipars». Während von ersterem das Kernportfolio im «Credit Suisse Real Estate Fund Siat» weiterlebt, ist letzterer noch heute als eigenständiges Produkt an der Börse handelbar. In unseren Nachbarländern dauerte es derweil etwas länger, bis die ersten Immobilienpublikumsfonds das Licht der Welt erblickten: In Deutschland war es 1959 so weit, in Frankreich gar erst 2006.

Wer in Schweizer Immobilienfonds investiert ist, hatte zuletzt wenig Grund zur Freude. Der SWIIT Index verlor im September über 7 % an Wert. Gegenüber Anfang Jahr notiert er fast 20 % im Minus. Damit bewegt sich der breite Index von Schweizer Immobilienfonds nur noch knapp über seinen Corona-Tiefständen ▶Darstellung 7. Schuld an der kräftigen Korrektur sind die massiv angestiegenen Zinsen aufgrund des radikalen Kurswechsels der Notenbanken.

7 Schweizer Immobilienfonds…
…notieren nahe ihrer Corona-Tiefstände

Kursentwicklung des SWIIT Index



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

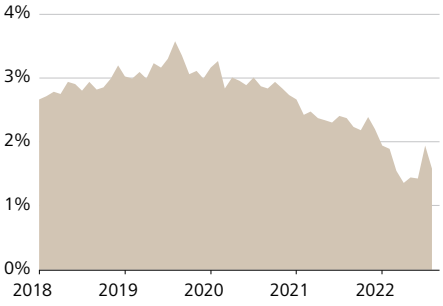
Eine Veränderung des Zinsniveaus beeinflusst die Bewertung von Renditeliegenschaften über zwei Kanäle. Zum einen über den Diskontierungssatz. Dieser ist massgeblich für den Zeitwert der künftigen Cashflows (u.a. Mieteinnahmen). Steigen die Zinsen wie im aktuellen Fall, so steigt auch der Diskontierungssatz. Der Wert der Immobilie nimmt ceteris paribus ab. Zum anderen sind aber die Mieten hierzulande an den Referenzzinssatz (durchschnittlicher Zinssatz aller Hypotheken) gekoppelt. Das bedeutet, dass es bei höheren Zinsen mittelfristig zu einer Anpassung der Mieten kommt. Die künftigen Einnahmen nehmen somit zu. In Summe halten sich diese beiden entgegengesetzten Effekte grob die Waage. Nennenswerte Anpassungen bei den Buchwerten sind bislang ausgeblieben.

Kotierte Immobilienfonds werden jedoch nicht zu ihrem Buchwert gehandelt, sondern zu einem Marktpreis, welcher in der Regel einen Aufschlag (Agio) beinhaltet. In den letzten Jahren waren wegen des Tiefzinsumfeldes Obligationen in puncto Rendite im Vergleich zu indirekten Immobilienanlagen wenig attraktiv. Viele Anleger steckten daher ihr Geld in «Betongold». Zugleich hielt aber das Angebot an Renditeliegenschaften nicht Schritt. Das Resultat: die Agios kletterten. Mit der laufenden Normalisierung der Zinsniveaus hat sich die Situation gewendet. Der relative Renditevorteil von Immobilienfonds schmilzt dahin ▶Darstellung 8. Entsprechend fliesst Kapital vermehrt ab, was die Agios unter Druck setzt. Einzelne Fonds, wie etwa der UBS Anfos, werden bereits mit Abschlägen (Disagios) gehandelt.

Wir gehen davon aus, dass die zinsbedingte Korrektur am Schweizer Immobilienmarkt weit fortgeschritten ist. Darüber hinaus ist «Betongold» ein valabler Inflationsschutz. Daher halten wir an unserem taktischen Übergewicht bei dieser Anlageklasse fest.

8 Wie Schnee an der Sonne
Der Renditevorteil von Immobilienanlagen schmilzt dahin

Differenz aus Ausschüttungsrendite von Schweizer Immobilienfonds und Rendite 10-jähriger Eidgenossen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Währungen

Der US-Dollar ist gefragt. Dank der aggressiven Geldpolitik der Fed steigt die Attraktivität des «Greenback». Auch der Schweizer Franken steht hoch in der Gunst der Anleger.

Schon gewusst?

Der kuwaitische Dinar ist nominell die teuerste Währung weltweit. Das bedeutet, dass man beim Währungstausch für einen Dinar immer mehr als eine Einheit der getauschten Währung erhält. Der hohe Wert des offiziellen kuwaitischen Zahlungsmittels erklärt sich durch bedeutende Ölexporte. Im kleinen Land zwischen Saudi-Arabien und dem Irak stammen mehr als 80 % der Staatseinnahmen aus der Ölindustrie. Mit seinen massiven Ölreserven ist das Emirat am Persischen Golf eines der reichsten Länder der Welt. Die kuwaitischen Bürger zahlen keine Steuern, ausserdem herrscht im Land eine sehr geringe Arbeitslosigkeit.

Dass die Zinsen der Preis einer Währung sind, zeigt sich im aktuellen Umfeld sehr eindrücklich. So gehört der US-Dollar dieses Jahr zu den starken Währungen, was vor allem auf die aggressive Zinspolitik der US-Notenbank Fed zurückzuführen ist ▶Darstellung 9. Ganz im Gegensatz dazu der Euro. Die europäische Gemeinschaftswährung scheint von einem Tief ins nächste zu fallen.

9 Starker Dollar, schwacher Euro
Die Geldpolitik macht den Unterschied

Kursverlauf USD vs. EUR

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

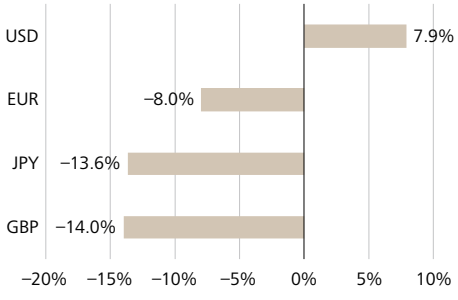
Aufgrund der Heterogenität Europas sind der Europäischen Zentralbank (EZB) im Kampf gegen die Inflation die Hände gebunden. Der Grat zwischen Inflationsbekämpfung und dem Abwürgen der Wirtschaftsdynamik ist äusserst schmal. Die Währungshüter haben zwar unlängst ebenfalls einen mutigen Zinsschritt von 0.75 Prozentpunkten vollzogen, hinken den USA und vielen anderen Notenbanken aber weit hinterher. So auch der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Diese hat im Juni und September zwei Zinsschritte vollzogen, sich damit klar aus dem Fahrwasser der EZB begeben und Unabhängigkeit bewiesen. Ein Punkt, den Investoren schätzen. Die Folge ist eine Aufwertung des Frankens gegenüber vielen anderen Währungen. Die hiesige Valuta spielt, einmal mehr, ihren Trumpf als sicherer Hafen.

Aber nicht nur gegenüber dem Euro, sondern auch zum britischen Pfund und dem japanischen Yen neigt der Schweizer Franken zur Stärke. Allein in diesem Jahr verloren die genannten Währungen zwischen 8 % und 14 % an Wert ▶Darstellung 10. Gerade das Pfund ist im September förmlich kollabiert. Diese Entwicklungen sind mit ein Grund für unseren hohen Anteil in Schweizer Anlagen, denn aus Sicht eines Schweizer Investors kann ein zu hohes Fremdwährungsrisiko viel Performance kosten.

Gerade dieses Argument lockt jedoch seit jeher ausländische Investoren in den Franken. Hinzu kommt die im internationalen Vergleich attraktive reale Rendite. Denn während der starke Schweizer Franken zwar die Exportindustrie belastet, reduziert er den Anteil der importierten Inflation. Aufgrund der anhaltenden Unsicherheiten gehen wir davon aus, dass der Franken auch in den kommenden Monaten zur Stärke neigen wird.

10 Gesuchter Franken
Nur der Dollar ist dieses Jahr stärker

Entwicklung USD, EUR, JPY und GBP vs. CHF

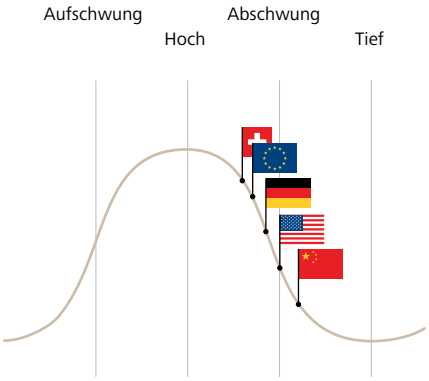


Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Ein Blick nach vorne

Um die hohe Inflation einzudämmen, drehen die Notenbanken munter an der Zinsschraube. Trotz der wachsenden Konjunkturrisiken dürfte sich daran so bald nichts ändern.

Konjunktur



- Dank der vergleichsweise moderaten Inflation bleibt der Konsum eine Stütze für die Schweizer Wirtschaft. Zudem befindet sich der Arbeitsmarkt in einer guten Verfassung. Trotzdem trüben sich die Konjunkturaussichten ein. Als Damoklesschwert erweist sich der drohende Energieengpass. Für 2022 erwarten wir in der **Schweiz** ein Wirtschaftswachstum von 1.9 %.

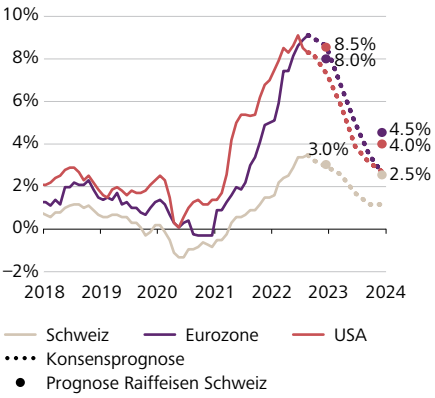
- Die Wirtschaft der **Eurozone** hat sich im ersten Halbjahr besser entwickelt als bisher gedacht. Insbesondere dank postpandemischer Nachholeffekte wuchs das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0.8 %. Für die kommenden Monate erwarten wir aber konjunkturell schwierigere Zeiten. Wir gehen fürs Gesamtjahr von einer Wachstumsrate von 2.5 % aus.

- Amerika ist ein Land der Konsumenten. Dies belegen einmal mehr die Einzelhandelszahlen aus den **USA**: Trotz realem Kaufkraftverlust sind die Umsätze im August gegenüber dem Vormonat um 0.3 % gestiegen. Gegenwind beschert der US-Konjunktur derweil weiterhin der zunehmend restriktivere Kurs der Notenbank Fed. Wir prognostizieren für 2022 eine Zuwachsrate des BIP von nur 1.5 %.

Inflation

Rückläufig…
…aber auf hohem Niveau

Inflation und Prognosen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die anhaltenden Lieferkettenproblemen und die hohen Rohstoffpreise befeuern auch hierzulande die Inflation. Dämpfende Impulse gehen vom starken Schweizer Franken und der restriktiveren Geldpolitik der SNB aus. Wir erwarten in der **Schweiz** eine Jahresteuerung von 3.0 %.

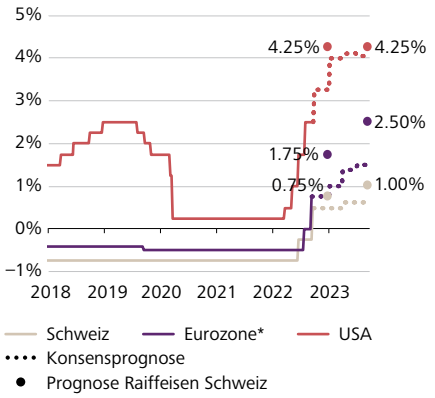
- Die Produzentenpreise in der **Eurozone** steigen mit Rekordtempo (Juli: +37.9 %). Viele Unternehmen werden die höheren Kosten – zumindest teilweise – auf ihre Kunden abwälzen. Der allgemeine Teuerungsdruck bleibt somit hoch. Wir rechnen für 2022 mit einem Anstieg der Verbraucherpreise um 8.0 %.

- Die Inflation in den **USA** hat sich im August von 8.5 % auf 8.3 % abgeschwächt. Die sogenannte Kernrate (ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) steigt aber weiter. Eine echte Trendwende zeichnet sich noch nicht ab. Unsere Inflationsprognose für das laufende Jahr liegt bei 8.5 %.

Geldpolitik

Straffen, straffen und nochmals straffen
US-Fed, EZB und SNB erhöhen weiter die Zinsen

Leitzinsen und Prognosen



*Einlagenzinssatz
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** hat als letzte Notenbank der Welt die Ära der Negativzinsen beendet. Der Leitzins liegt neu bei 0.5 %. Wir gehen davon aus, dass die helvetischen Währungshüter trotz des starken Frankens weiter an der Zinsschraube drehen werden.

- Die **Europäische Zentralbank (EZB)** hat im September erstmals in ihrer Geschichte eine Zinserhöhung in Höhe von 75 Basispunkten verabschiedet. Um hochverschuldete Mitgliedsstaaten nicht über Gebühr zu belasten, behält sie sich aber vor, die laufende Straffung der Geldpolitik mit gezielten Anleihekäufen zu flankieren.

- Um die Inflation unter Kontrolle zu bekommen, hat die **US-Notenbank Fed** an der letzten FOMC-Sitzung das dritte Mal in Folge den Leitzins um 0.75 % angehoben. Angesichts der konjunkturellen Risiken werden die Währungshüter unserer Meinung nach das Tempo bei der Straffung ihrer Geldpolitik aber wohl spätestens im neuen Jahr drosseln.

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
Anlagestratege
jeffrey.hochegger@raiffeisen.ch

Jeffrey Hochegger ist Anlagestratege 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
Anlagestratege
tobias.knoblich@raiffeisen.ch

Tobias Knoblich ist Anlagestratege 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
ciooffice@raiffeisen.ch

Beratung
Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater oder Ihre lokale Raiffeisenbank:
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

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 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.