

Juni 2023

Anlageguide



Zunehmende Schuldenlast Und ihre Konsequenzen

Unsere Sicht auf die Märkte

In dieser Ausgabe zu lesen

3 Fokusthema

Zunehmende Schuldenlast – und ihre Konsequenzen

5 Unsere Einschätzungen

- Obligationen
- Aktien
- Alternative Anlagen
- Währungen

9 Unsere Prognosen

- Konjunktur
- Inflation
- Geldpolitik

US-Schuldentheater: Regelmässig wird in den USA über die Anhebung der Schuldenobergrenze gestritten. Diese wurde einmal mehr erreicht. In letzter Minute haben sich die Demokraten und die Republikaner auf einen Kompromissvorschlag geeinigt. Unabhängig davon steigen die (Staats-)Schulden weltweit ungebrochen an. Was die Konsequenzen daraus sind, lesen Sie im Fokustext des Anlageguides.

Abnehmende Konjunkturdynamik:

Die Zinserhöhungen beginnen zu wirken. Die wirtschaftlichen Vorlaufindikatoren deuten auf eine starke Wachstumsverlangsamung im Industriesektor hin. Die hohen Auftragsbestände aufgrund der Coronapandemie haben deutlich abgenommen und die Neuaufträge sinken. Deshalb sehen wir für das zweite Halbjahr erhöhte Konjunkturrisiken.

Hartnäckige Inflation: Die Kerninflation bleibt beharrlich hoch. Im April ist in den USA der PCE Core Deflator, das präferierte Inflationsmass der US-Notenbank Fed, von 4.6 % auf 4.7 % gestiegen. Die Geldpolitik in den USA wird deshalb bis auf

Weiteres restriktiv bleiben. In Europa sowie in der Schweiz gehen wir im Juni von weiteren Leitzinserhöhungen aus.

Vorsichtige taktische Positionierung:

Seit Jahresanfang haben fast alle Anlageklassen zugelegt. Mittlerweile preisen die Märkte eine sanfte Landung der Wirtschaft sowie erste Zinssenkungen zum Jahresende hin ein. Dies birgt Enttäuschungspotenzial. Im Falle eines «Soft Landings» werden die Leitzinsen kaum sinken. Umgekehrt dürften Zinssenkungen nur im Falle einer (starken) Rezession auf der Traktandenliste stehen. Unser Hauptszenario bleibt eine Stagflation, was für eine defensive Anlage-taktik spricht.

Erhöhung der Obligationenquote: Die Notenbanken dürften im Spätsommer ihre Zinserhöhungszyklen beenden. Obwohl wir danach mit einer Phase konstant hoher Leitzinsen rechnen, wird der Druck auf die Obligationenpreise nachlassen. Aufgrund der deutlich gestiegenen Zinsen haben wir die Quote von soliden Investment-Grade-Anleihen mit kurzer Duration per Juni nochmals leicht erhöht.

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	
Duration	
Obligationen mit hoher bis mittlerer Kreditqualität	
Vormonat neutral	
leicht unter-/übergewichtet	
stark unter-/übergewichtet	

* währungsgesichert

Zunehmende Schuldenlast

Und ihre Konsequenzen



Das Wichtigste in Kürze

Zwar haben sich die Demokraten und die Republikaner in letzter Minute auf einen Kompromiss im Schuldenstreit geeinigt und das Schlimmste abgewendet. Gelöst ist das Schuldenproblem damit aber nicht. Weltweit steigt die Verschuldung ungebrems an. Die Pandemie hat diesen Trend zusätzlich beschleunigt. Mit der Zinswende rückt das Thema wieder in den Fokus. Die stark gestiegenen Finanzierungskosten führen zu höheren Zinskosten und verkleinern den fiskalpolitischen Spielraum. Sollten sich die Realzinsen in den positiven Bereich bewegen, wird es für einige Staaten eng. Eine neue Schuldenkrise wäre vorprogrammiert. Der politische Druck auf die Notenbanken nimmt zu und damit steht nicht weniger als deren Unabhängigkeit auf dem Spiel.

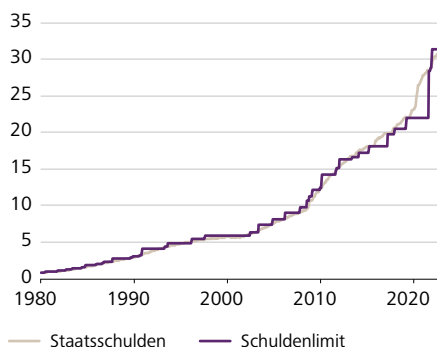
In letzter Minute. Einmal mehr haben sich die Demokraten und die Republikaner im US-Kongress unmittelbar vor dem drohenden Zahlungsausfall geeinigt. Die Schuldenobergrenze, welche zuletzt bei 31.4 Billionen US-Dollar lag, wird temporär ausgesetzt. Ohne diesen Kompromiss wäre die Regierung spätestens ab Mitte Juni nicht mehr in der Lage gewesen, laufende Ausgaben wie die Löhne der Staatsangestellten oder Sozialausgaben zu bezahlen.

Die Diskussionen über die Schuldenobergrenze wiederholen sich alle paar Jahre. Da die Staatsschulden in den USA – wie in fast allen Ländern der Welt – laufend zunehmen, muss das Limit regelmässig erhöht werden. Nicht immer gelingt eine rasche Einigung. 2011 wurde die «Deadline» kurzzeitig überschritten, was zu temporären Verwerfungen an den Finanzmärkten führte. Erwähnenswert ist dabei, dass die Schuldenobergrenze damals bei 14.3 Billionen US-Dollar lag. Die Staatsschulden der USA haben sich also in den letzten knapp 12 Jahren mehr als verdoppelt. Eine Trendwende zeichnet sich nicht ab ► **Darstellung 1**.

1 The sky is the limit

US-Schuldenobergrenze ist erreicht

Staatsschulden der USA, in Billionen US-Dollar



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

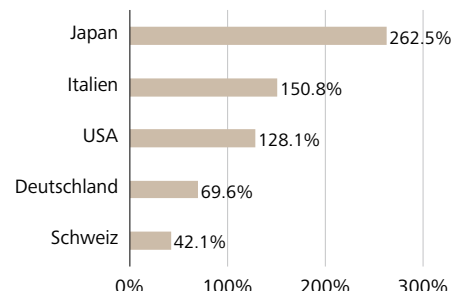
Ein wesentlicher Treiber, der zu einer Ausweitung des Haushaltsdefizits geführt hat und die Schulden explodieren liess,

war die Pandemie. Um die wirtschaftlichen Verwerfungen zu mildern, haben die Staaten rund um den Globus mit Hilfszahlungen und fiskalischen Stimulierungsmassnahmen reagiert. Auch in der Schweiz ist die Staatsverschuldung rasant angestiegen. Corona-bedingt hat diese um fast 30 Milliarden auf aktuell rund 110 Milliarden Franken zugenommen. Dank der Schuldenbremse und einer relativ guten Finanzdisziplin steht die Schweiz im internationalen Vergleich aber weiterhin gut da ► **Darstellung 2**. Es ist zu hoffen, dass dies so bleibt und insbesondere die Schuldenbremse nicht angetastet wird.

2 Die Schweiz als Musterschülerin

Staatsschulden im Überblick

Staatsschuldung im Verhältnis zum BIP im Jahr 2021



Quellen: IWF, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Es sind aber nicht nur die Staatsschulden, die steigen. In den USA haben beispielsweise auch die ausstehenden Kreditkartenschulden einen neuen Rekordwert erreicht. Die stark gestiegene Inflation reduziert die Kaufkraft. Anstatt die Ausgaben zu reduzieren, konsumieren viele Verbraucherinnen und Verbraucher offensichtlich lieber auf Pump weiter ► **Darstellung 3**.

Die Schuldenthematik ist in den letzten Jahren etwas in den Hintergrund gerückt. Der Grund lag bei den Zinsen. Denn in einem Umfeld von Null- bzw. Negativzinsen ist die Schuldenaufnahme de facto gratis. Nun hat aber der Wind gedreht. Der starke Zinsanstieg führt dazu, dass die Finanzierung der Schulden deutlich teurer wird. In



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

Eigentlich ist es klar: Langfristig kann man nicht mehr ausgeben, als man einnimmt. Allerdings lässt die weltweit steigende Staatsverschuldung etwas anderes vermuten. Aufgrund der Null- und Negativzinsen ist die Schuldenproblematik in den letzten Jahren in der Tat in den Hintergrund gerückt. Die stark gestiegenen Zinsen sowie der Schuldenstreit in den USA haben das Thema wieder ins Rampenlicht geführt. Für die Tragbarkeit der Schulden sind primär die Realzinsen entscheidend. Diese sind vielerorts aufgrund der hohen Inflation weiterhin negativ und der politische Druck auf die Notenbanken ist hoch, dass dies auch so bleibt. Für Anlegerinnen und Anleger ergeben sich daraus zwei wichtige Implikationen. Solange die Realzinsen negativ sind, verlieren Sparguthaben laufend an Kaufkraft. Wer sein Vermögen mehren will, kommt um das Thema Anlegen nicht herum. Zudem sollte bei der Selektion von Obligationen und Aktien auf eine hohe Bilanzqualität geachtet werden. Dies gilt auch für Staatsanleihen. Denn Qualität zahlt sich langfristig immer aus.

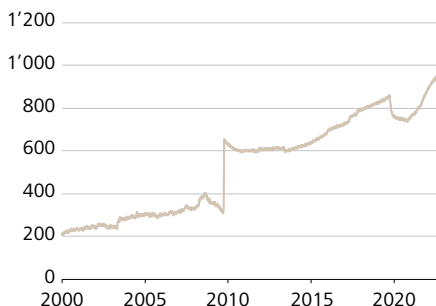


Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

3 Konsumieren auf Pump

Kreditkartenschulden auf neuem Rekordstand

Kreditkarten- und Konsumkreditschulden in den USA, in Milliarden US-Dollar



Quellen: FRED, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Deutschland beliefen sich die Zinszahlungen 2021 auf überschaubare 4 Milliarden Euro. Für das laufende Jahr rechnet Finanzminister Christian Lindner mit Kosten von über 40 Milliarden Euro. Diese Differenz macht sich im Budget bemerkbar und reduziert den finanziellen Spielraum. Von dieser Entwicklung sind alle Staaten – aber auch Unternehmen und Privatpersonen – betroffen. Denn Kredite und Hypotheken sind ebenfalls teuer geworden.

Damit reduziert sich der fiskalpolitische Handlungsspielraum der Regierungen und dies just zu einem Zeitpunkt, in welchem hohe Infrastrukturausgaben anstehen. Allein die Investitionen im Zusammenhang mit der Energiewende verschlingen Billionen.

Es stellt sich die Frage, wie das Schuldenwachstum gebremst oder gar eine Trendwende herbeigeführt werden kann. Grundsätzlich gibt es vier Möglichkeiten, die Schuldenberge zu reduzieren: Sparmassnahmen und/oder Steuererhöhungen, Schuldenschnitte (bis hin zum Staatsbankrott), Herauswachsen oder Weginflationieren. Politisch sind Sparmassnahmen unpopulär und kaum durchsetzbar. Steuern oder Ausgaben zu erhöhen, ist insofern problematisch, da dadurch den Unternehmen beziehungsweise den Individuen Geld entzogen und infolgedessen das Wirtschaftswachstum gemindert wird.

Schuldenschnitte – wie beispielsweise in Griechenland im Jahr 2012 – führen zu Verlusten bei den Gläubigern und untergraben das Vertrauen. Zudem erschweren sie eine spätere Rückkehr an den Kapitalmarkt.

Ein überproportional starkes Wachstum, gepaart mit Produktivitätsfortschritten, wäre die optimale Lösung. Aufgrund der demografischen Entwicklungen sowie der zunehmenden Ressourcenknappheit geht die Tendenz aber eher in die gegenteilige Richtung. Vielerorts sinkt das Potenzialwachstum. Somit verbleibt nur das Thema Inflation. Für die Tragbarkeit der Schulden spielen die Realzinsen eine entscheidende Rolle. Die Zinswende hat bisher primär zu einem starken Anstieg der nominellen Zinsen geführt. Da aber gleichzeitig die Inflationsraten weltweit immer noch sehr hoch sind, liegen die Realzinsen in Europa – aber auch in der Schweiz – weiterhin im negativen Bereich. Entsprechend spannend wird es sein, mitzuverfolgen, wie entschlossen die Notenbanken die hartnäckige Inflation weiter bekämpfen werden. Sollten sich nämlich die Realzinsen über einen längeren Zeitraum im positiven Bereich bewegen, wird die Schuldenproblematik rasch in den Fokus rücken. Der Druck seitens der Politik auf die Notenbanken dürfte damit weiter zunehmen. Spätestens dann wird sich zeigen, wie unabhängig die Notenbanken wirklich sind.

Obligationen

Bei kaum einer Anlageklasse gehen Risiko und Rendite so stark Hand in Hand wie bei Obligationen. Aufgrund der konjunkturellen Risiken empfehlen wir qualitativ hochwertige Anleihen.



Was bedeutet eigentlich?

Risikoloser Zinssatz

Als risikoloser Zinssatz gilt derjenige, der ohne Risiko mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit erzielt werden kann. Die Renditen schweizerischer oder US-amerikanischer Staatsanleihen gehören aufgrund der niedrigen Ausfallwahrscheinlichkeit in diese Kategorie. Der risikolose Zinssatz ist immer die sichere Anlagealternative und fungiert damit als Referenz für die Bestimmung der Risikoprämie, die der Markt fordert. Je geringer dieser Aufschlag ist, umso risikofreudiger verhalten sich die Anlegerinnen und Anleger. So lassen sich Investitionen im Risikokontext einordnen. Die Betrachtung über die Zeit erlaubt somit eine Einschätzung über die aktuelle Stimmung der Investoren.

Wer eine Obligation kauft, der leiht einem Unternehmen oder einem Staat Geld, wird also zum Kreditgeber. Die Rendite, die er dafür erhält, hängt von der Bonität des Schuldners ab. Je besser diese ist, umso höher die Wahrscheinlichkeit, dass das Geld zurückbezahlt wird. Das niedrigere Ausfallrisiko drückt aber auch die Rendite. Bei kaum einem anderen Investment wird die Beziehung zwischen Risiko und Rendite so augenscheinlich.

Aus Portfoliosicht ist das zentral. Denn je nach Risiko übernehmen Anleihen im Gesamtvermögen eine andere Rolle. Qualitativ hochwertige Anlagen – etwa Schweizer oder US-amerikanische Staatsanleihen – gelten als sicher. Ihre Rendite wird oft als **risikoloser Zinssatz** betrachtet. Diese Investitionen sollen in turbulenten Zeiten das Portfolio stabilisieren und gleichzeitig eine Rendite abwerfen. Dabei ist zu beachten, dass es nicht den einen risikolosen Zinssatz gibt. Vielmehr ist er abhängig von der Währung, der Laufzeit, der aktuellen Konjunkturlage und anderen Einflussfaktoren ► **Darstellung 4**. Die jüngste Zinswende hat entsprechend auch den risikofreien Zinssatz angeschoben.

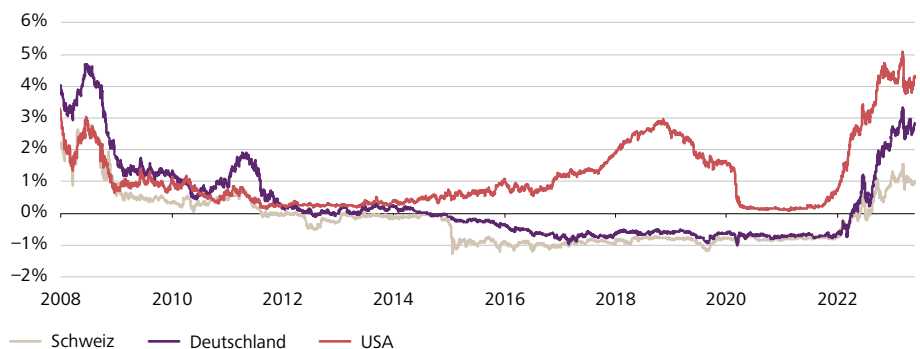
Wer hingegen eine höhere Rendite sucht, muss bereit sein, mehr Risiken einzugehen. Mit diesen steigt aber auch die Schwankungsbreite. So nimmt die Korrelation von Obligationen und Aktien zu, je risikoreicher die Schuldner sind. In diese Kategorie gehören zum Beispiel höher verschuldete Unternehmen. Die Gefahr besteht darin, dass sich die finanzielle Belastung bei steigenden Zinsen überproportional erhöht. Dann zeigt sich, welche Unternehmen wirklich solvent sind. Oder wie es die Investorenlegende Warren Buffett einmal treffend ausdrückte: «Erst wenn die Ebbe kommt, sieht man, wer nackt gebadet hat.»

Diese Gefahr dürfte sich allerdings erst verzögert an den Kapitalmärkten zeigen, denn viele Unternehmen haben sich während der Null- und Negativzinsphase langfristig zu günstigen Konditionen verschuldet. Sie sind also bis dato nicht stark von den höheren Zinsen betroffen. Klar ist aber, dass der Zeitpunkt der teureren Refinanzierung kommen wird. Wir setzen deshalb bei Obligationen vornehmlich auf Schuldverschreibungen qualitativ hochwertiger Unternehmen oder Staaten und haben diese Quote nochmals leicht erhöht.

4 Der risikolose Zinssatz ist abhängig...

...von der Währung, der Laufzeit und der Konjunktur

Sichere Zinsen für 2-jährige Laufzeiten im Vergleich



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Aktien

Aktienrückkäufe standen bei den Unternehmen hoch im Kurs. In Folge der radikalen Zinswende sowie der schwächeren Konjunktur hat sich die Ausgangslage geändert.

Was bedeutet eigentlich?

Gewinnverdichtung

Wenn die Anzahl der an der Börse frei handelbaren Aktien eines Unternehmens sinkt (z.B. in Folge von Aktienrückkäufen), so steigen der Gewinn sowie die Dividende pro Titel. Das macht die Aktie für Anleger attraktiver. Darüber hinaus signalisiert das Unternehmen mit dem Rückkauf eigener Anteilscheine, dass es diese für eine gute Anlage hält. In der Folge wächst für gewöhnlich die Nachfrage und der Aktienkurs zieht an. Für Anlegerinnen und Anleger ist es somit interessant zu wissen, wo und in welchem Umfang Aktienrückkaufprogramme bestehen. Eine Garantie für einen nachhaltig höheren Kurs gibt es aber selbstredend nicht.

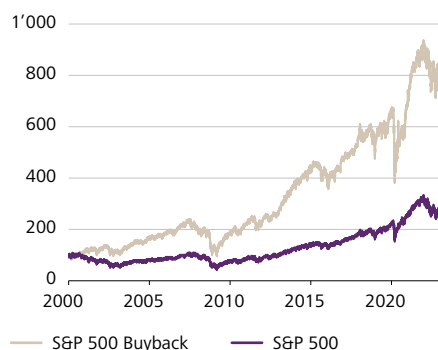
2022 gaben die Unternehmen weltweit rekordhohe 1.31 Billionen US-Dollar für Aktienrückkäufe aus. Das ist fast gleich viel, wie sie an Dividenden ausgeschüttet haben (1.39 Billionen US-Dollar). Auch heimische Firmen kauften für 34 Milliarden Franken fleissig eigene Anteilsscheine.

Aktienrückkäufe sind eine effiziente und flexible Möglichkeit, Kapital an die Aktionäre zurückzuführen. Erwirbt ein Unternehmen eigene Wertpapiere, verringert sich das freie Handelsvolumen. Das führt zu einer **Gewinnverdichtung** und in der Folge oftmals zu Kurssteigerungen. So hat der S&P 500 Buyback Index, welcher die Unternehmen mit den höchsten Rückkaufquoten im S&P 500 umfasst, den breiten US-Markt seit 2000 klar geschlagen ► **Darstellung 5**. Weitere Motive sind in der Finanzierungspolitik (z.B. Kapitalkostenenkung) oder der Gestaltung der Gesellschafterstruktur (z.B. Abwehr feindlicher Übernahmen) zu finden.

5 Aktienrückkäufe als Kurstreiber

Deutliche Outperformance

Entwicklung des S&P 500 Buyback Index vs. S&P 500 Index, indexiert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

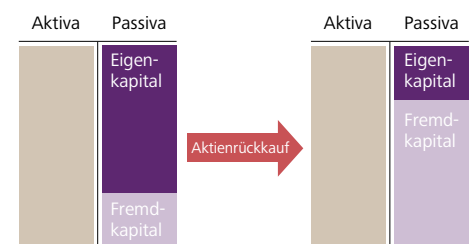
Die Finanzierung kann über Eigen- sowie Fremdkapital erfolgen. Bei ersterem verwendet das Unternehmen freie Mittel, wodurch es zu einer Bilanzverkürzung kommt. Bei letzterem, auch «Leveraged Buyback» genannt, wird mittels Ausgabe

neuer Anleihen Fremdkapital aufgenommen. Dadurch steigt die Nettoverschuldung ► **Darstellung 6**. Können nun aber die Kreditkosten, etwa wegen ausfallender Gewinne, nicht mehr bedient werden, droht die finanzielle Schieflage. Gemeinsam ist beiden Varianten, dass sie die Eigenkapitalquote senken.

6 Fremdfinanzierte Aktienrückkäufe...

...erhöhen den Verschuldungsgrad

Auswirkungen eines Aktienrückkaufs durch Ausgabe von Anleihen auf die Bilanz



Quelle: Raiffeisen Schweiz CIO Office

Fremdfinanzierte Rückkäufe lohnen sich vor allem dann, wenn der zu zahlende Anleihezins geringer ist als die auf dem Eigenkapital erzielte Rendite. Entsprechend attraktiv waren diese im Tiefzinsumfeld der letzten Jahre. Mit den höheren Kreditkosten infolge des Kurswechsels der Notenbanken erwarten wir nun aber einen Rückgang bei den Aktienrückkäufen. Dämpfend dürfte sich zudem auswirken, dass sich wegen der Rezessionsgefahr viele Unternehmen und Investoren auf eine starke Bilanz fokussieren. Auch wir setzen anlagetaktisch auf Werte, hinter denen ein solides Geschäftsmodell und eine gesunde Bilanz stehen.

♟ Alternative Anlagen

Immobilien haben wegen der gestiegenen Zinsen als Anlageklasse kurzfristig an Attraktivität eingebüsst. Längerfristig bleiben sie aber gefragt.



Was bedeutet eigentlich?

Investition oder Konsumgut

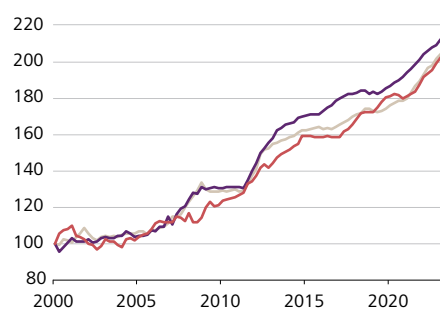
Die Frage, ob selbstgenutzte Immobilien ein Investitions- oder ein Konsumgut sind, hält sich hartnäckig. Allein die Tatsache, dass der Kauf einer Liegenschaft viele an ihre finanziellen Grenzen bringt und dafür oft auf Fremdkapital oder die Altersvorsorge zurückgegriffen wird, spricht für die Investitionsthese. Zudem erfolgt vor dem Kauf eine detaillierte Analyse, bei der verschiedene Szenarien inklusive der dazugehörigen Chancen und Risiken evaluiert werden – wie bei einem Investitionsentscheid. Auch der Blick in den Rückspiegel zeigt, wie interessant Immobilien als Anlageklasse sind. Je nach Zeitraum hält die Rendite problemlos mit derjenigen von Aktien mit. Und nur weil man in der Immobilie wohnt, wird diese noch lange nicht zum Konsumgut. Eine Aktie gehört schliesslich auch nicht in diese Kategorie, nur weil man sich von der Dividende etwas kauft.

Immobilien gelten als Fels in der Brandung. Das Angebot ist begrenzt, die Nachfrage wächst. Das kurbelt die Preise an und macht die Anlageklasse attraktiv. Der Schutz vor Inflation und anderen Unsicherheiten treibt Investoren seit jeher in Immobilien. Das unterstreicht die Preisentwicklung der vergangenen Jahre ► **Darstellung 7**. Aber das ist nur die halbe Wahrheit.

7 Langfristig attraktiv

Intakte Nachfrage hält Immobilienpreise hoch

Preisentwicklung von Schweizer Immobilien, indexiert



— Einfamilienhäuser
— Eigentumswohnungen
— Gewerbeliegenschaften

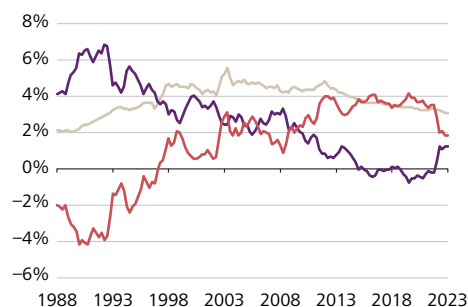
Quellen: IAZI, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Weil ein Grossteil der Immobilien zu einem ansehnlichen Teil mit Hypotheken fremdfinanziert ist, bergen höhere Zinsen ein doppeltes Risiko für den Sektor. Einerseits steigen die Finanzierungskosten, andererseits drücken die höheren Zinsen die künftigen Erträge. Das liegt daran, dass diese bei der Bewertung einer Liegenschaft mit höheren Zinsen abdiskontiert werden, was deren Wert reduziert. Das Umfeld hat sich in den vergangenen 12 Monaten aufgrund der Zinswende drastisch verändert – der Renditevorteil ist dahingeschmolzen ► **Darstellung 8**. Aufgrund der gestiegenen Zinsen gibt es plötzlich wieder attraktive Anlagealternativen. Obligationen zum Beispiel bieten gegenüber Immobilien zusätzlich den Vorteil der besseren Handelbarkeit.

8 Renditevorteil schwindet

Immobilien werfen weniger, Obligationen mehr ab

Anleihen- und Immobilienrenditen im Vergleich



— Cashflowrendite Renditeobjekte
— Rendite 10-j. Bundesobligation
— Renditedifferenz

Quellen: IAZI, SNB, Raiffeisen Economic Research

Langfristig bleibt der Trend intakt. Von zu Hause zu arbeiten hat sich durchgesetzt. Dadurch ist bei vielen das Bedürfnis entstanden, die eigene Wohnsituation zu verändern. Ein Büro in den eigenen vier Wänden, mehr Platz, ein Garten – die Ansprüche sind unterschiedlich, halten aber die Nachfrage hoch. Das stützt die Preise trotz gestiegener Zinsen. Die Frage, ob eine selbstgenutzte Immobilie eine **Investition oder ein Konsumgut** ist, stellen sich viele erst an zweiter Stelle. Preistreibend wirken auch die Zuwanderung und teils langen Wartezeiten bei Baugesuchen.

Dieser Trend reduziert dagegen die Nachfrage nach Büroflächen. Aber auch das Einkaufserlebnis findet heute zunehmend online statt, wodurch weniger Verkaufsflächen benötigt werden. Obwohl sich der Sektor im Umbruch befindet, bleiben Immobilien unter dem Strich ein knappes Gut und somit als Investition interessant.

Währungen

Die Höhe der Staatsverschuldung und die Stärke einer Währung stehen oftmals in einer inversen Beziehung. Es gibt aber Ausnahmen. Die wohl prominenteste ist der US-Dollar.



Schon gewusst?

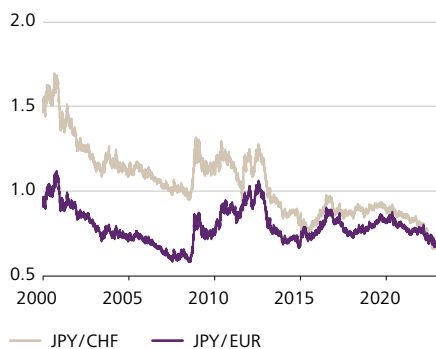
Der US-Dollar-Index misst den Wert des Dollars gegenüber einem Korb von sechs ausländischen Währungen (Euro, japanischer Yen, britisches Pfund, kanadischer Dollar, schwedische Krone und Schweizer Franken). Die Gewichtung der einzelnen Währungen ist fix und richtet sich nach ökonomischen Kriterien. Eingeführt wurde der Dollar-Index nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems, welches den US-Dollar zur internationalen Reservewährung machte. Der Index wurde im Jahr 1973 von der US-Notenbank Fed mit einem Basiswert von 100 eingeführt. Im Laufe der Jahre unterlag der Indikator grossen Schwankungen. Ein steigender Index bedeutet eine Aufwertung des «Greenbacks» gegenüber dem Währungskorb, ein fallender dagegen eine Abwertung.

Je niedriger die Staatsverschuldung eines Landes ist, umso stabiler und attraktiver ist dessen Währung. So scheint es zumindest. Norwegen und die Schweiz etwa weisen seit der Jahrtausendwende eine durchschnittliche Schuldenquote von gerade mal 40 % respektive 43 % des Bruttoinlandsproduktes (BIP) auf. Zugleich gelten die norwegische Krone wie auch der Schweizer Franken als starke Währungen. Ein anderes Beispiel ist Japan. Dort belief sich die Staatsverschuldung in den letzten Jahren im Schnitt auf 212 % der Wirtschaftsleistung. Das ist die höchste aller Industriestaaten. Für den Yen ging es entsprechend stetig bergab. Gegenüber dem Euro büsste er seit 2000 gut 30 % an Wert ein, gegenüber dem Franken fast 60 % **► Darstellung 9.**

9 Der japanische Yen...

...verliert kontinuierlich an Wert

Entwicklung des Yen zum Euro und zum Schweizer Franken



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

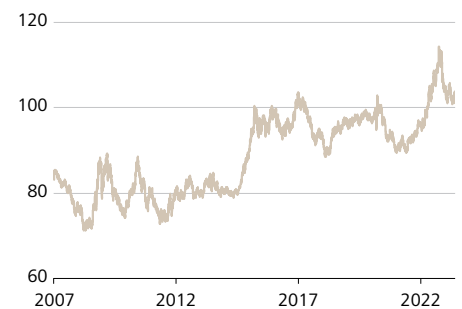
Dennoch greift die Schlussfolgerung, dass eine höhere Staatsverschuldung automatisch zu einer schwächeren Währung führt, zu kurz. Das zeigt der US-Dollar. Die Staatsverschuldung in den USA ist seit dem Jahr 2000 von 53 % auf gut 130 % des BIP im Jahr 2021 gestiegen. Trotzdem zählt der «Greenback» zu den harten Währungen. Insbesondere seit der Finanzkrise 2007

lässt dieser gegenüber seinen wichtigsten Referenzwährungen einmal mehr seine Muskeln spielen **► Darstellung 10.** Dieser Umstand ist insbesondere der Dominanz des Kapitalmarktes der USA geschuldet. Die ganze Welt legt in Dollar und in die Schulden der US-Regierung an. Denn trotz des hohen Verschuldungsgrades gelten diese als besonders sicher.

10 Gefragter «Greenback»

Trotz chronisch hoher Staatsverschuldung legt die ganze Welt in US-Dollar an

Entwicklung des Dollar-Index



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

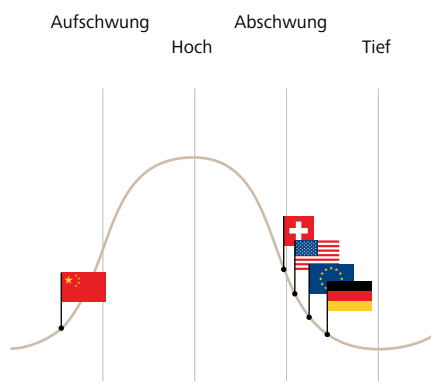
Angesichts der im Vergleich zur Schweiz deutlich höheren Inflation sowie der schwächelnden US-Wirtschaft gehen wir aktuell davon aus, dass der «Greenback» gegenüber dem Schweizer Franken mittelfristig seitwärts tendieren wird. Unser 12-Monats-Kursziel liegt bei 0.90 Franken.

Ein Blick nach vorne

Die US-Notenbank Fed hat ihren Zinsgipfel erreicht. In Europa und der Schweiz dürfte dies in Bälde geschehen. Angesichts der hartnäckigen Inflation wird die Geldpolitik trotzdem restriktiv bleiben.



Konjunktur



- Die Aussichten für die **Schweizer** Wirtschaft haben sich weiter eingetrübt. Im produzierenden Gewerbe dämpfen vor allem die Kapazitätsauslastung sowie die Auftragssituation die Konjunkturentwicklung. Zugleich führt der anhaltende Preisdruck zu Reallohnneinbussen und einem Kaufkraftverlust. Wir erwarten für dieses Jahr ein Wirtschaftswachstum von 1.0 %.
- Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der **Eurozone** ist im ersten Quartal um 1.3 % gestiegen. Positiv hat sich vor allem die ausbleibende Energiemangel- lage sowie die Entspannung bei den Lieferketten ausgewirkt. Die Rezessionsrisiken bleiben aber erhöht. Wir rechnen für das Gesamtjahr mit einer minimalen BIP-Expansion von 0.5 %.
- Die Konjunkturdaten aus den **USA** ergaben zuletzt ein widersprüchliches Bild. Die Industrie hat die Produktion im April gegenüber dem Vormonat um 1 % gesteigert. Zugleich ist die Konsumentenstimmung angesichts des anhaltenden realen Kaufkraftverlustes deutlich gesunken. Für 2023 prognostizieren wir ein Wachstum der Wirtschaft von 1.0 %.

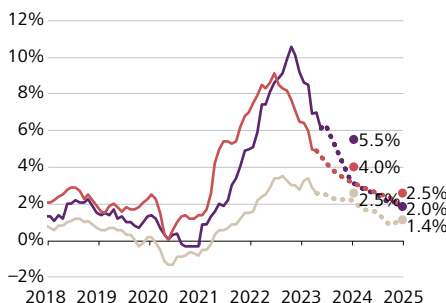


Inflation

Die Inflation...

...droht sich auf hohem Niveau zu verfestigen

Inflation und Prognosen



— Schweiz — Eurozone — USA
... Konsensprognose
● Prognose Raiffeisen Schweiz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die restriktive Geldpolitik der SNB zeigt Wirkung. Zudem entspannt sich die Lage bei den Lieferketten. In der Folge war die Inflation in der **Schweiz** mit 2.6 % im April so tief wie ein Jahr zuvor. Trotzdem dürfte der Normalisierungsprozess noch einige Zeit in Anspruch nehmen. Wir gehen für 2023 von einer Jahresrate von 2.5 % aus.
- Die Inflation in der **Eurozone** ist im Mai von 7.0 % auf 6.1 % gefallen. Hauptgrund waren die rückläufigen Energiepreise. Für das Gesamtjahr prognostizieren wir einen Anstieg der Konsumentenpreise von 5.5 %.
- Die Teuerungsrate für Waren und Dienstleistungen in den **USA** ist im April von 5.0 % auf 4.9 % gesunken. Der Kampf gegen den Preisauftrieb ist aber noch lange nicht gewonnen. Dieser droht sich nach den deutlichen Rückgängen der vergangenen Monate auf der letzten Meile zu verfestigen.

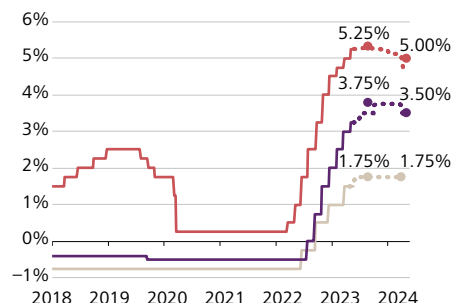


Geldpolitik

Der Zinsgipfel in den USA...

...ist (wohl) erreicht

Leitzinsen und Prognosen



— Schweiz — Eurozone* — USA
... Konsensprognose
● Prognose Raiffeisen Schweiz

*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** schliesst angesichts der hartnäckigen Kerninflation eine weitere Straffung ihrer Geldpolitik nicht aus. Wir erwarten noch einen letzten Zinsschritt in Höhe eines Viertelprozentpunktes.
- Mit dem siebten Zinsschritt (+0.25 %) in Folge hat die **Europäische Zentralbank (EZB)** das Tempo ihrer geldpolitischen Straffung verlangsamt. Wir gehen noch von zwei weiteren Zinserhöhungen im Umfang von je 0.25 Prozentpunkten aus. Diese dürften dann das Ende des Zinserhöhungszyklus markieren.
- Die **US-Notenbank Fed** hat an ihrer Mai-Sitzung den Leitzins um 25 Basispunkte auf 5.25 % angehoben. Damit dürfte sie den Zinsgipfel erreicht haben. Ein baldiger Strategiewechsel ist indes unwahrscheinlich. Vielmehr wird das aktuelle Zinsniveau wohl längere Zeit beibehalten. Für kommendes Jahr rechnen wir dann mit einer ersten Zinssenkung.

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 taktische 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.

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.