

August 2023

# Anlageguide



## **Künstliche Intelligenz**

**Hype oder Megatrend?**

# Unsere Sicht auf die Märkte

**In dieser Ausgabe zu lesen**

- 3 Fokusthema**  
Künstliche Intelligenz – Hype oder Megatrend?
- 5 Unsere Einschätzungen**
  - Obligationen
  - Aktien
  - Alternative Anlagen
  - Währungen
- 9 Unsere Prognosen**
  - Konjunktur
  - Inflation
  - Geldpolitik

**Durchzogene Gewinnsaison:** Die laufende Gewinnsaison bringt Licht und Schatten. Insbesondere bei Unternehmen aus den zyklischen Branchen Bau, Chemie und Industrie mehren sich die Gewinnwarnungen. Erste Firmen kündigen Sparmassnahmen und einen Stellenabbau an. Die Gewinnerwartungen für das laufende Fiskaljahr und für 2024 sind aus unserer Sicht noch immer zu hoch.

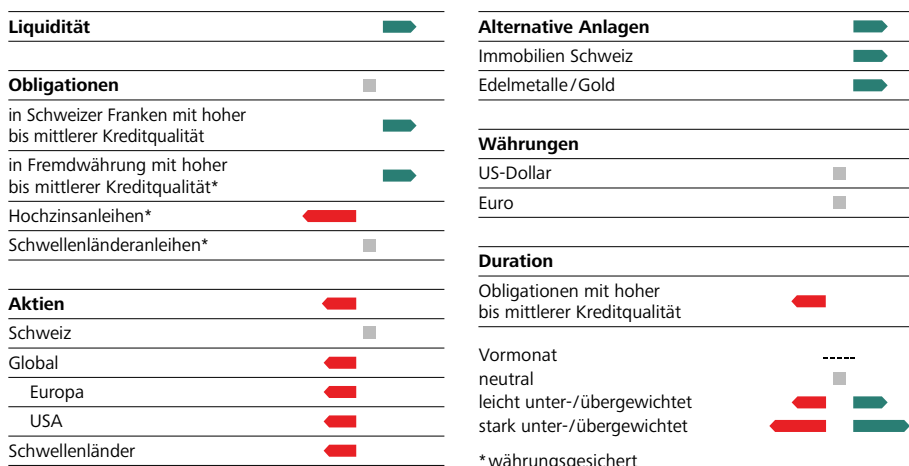
**Industrie unter Druck:** Dass sich im Industriebereich keine rasche Erholung abzeichnet, zeigen die Vorlaufindikatoren. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie der Eurozone fiel im Juli auf 42.7 Punkte, was deutlich unter der Wachstumsschwelle von 50 liegt. Am düstersten sieht die Lage bei unserem wichtigsten Handelspartner aus: In Deutschland fiel der PMI auf 38.8 Punkte. Dieser Wert wurde nur während des Corona-Lockdowns im April 2020 kurzfristig unterschritten.

**Ende der Zinserhöhungen:** Die von den Notenbanken beabsichtigte Abkühlung der Konjunktur und damit der Inflation nimmt immer klarere Form an. Ende Juli haben sowohl die US-Notenbank Fed als auch die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Leitzinsen abermals um je 25 Basispunkte erhöht. Aus unserer Sicht dürften damit die Erhöhungszyklen abgeschlossen sein.

**Anleihen ins Portfolio:** Das Ende der Zinserhöhungen ist für Obligationenkäufer eine gute Nachricht. Denn damit sollten am kurzen Ende die Zinsen ihren Höhepunkt erreicht haben. Wir empfehlen ein Übergewicht in qualitativ hochstehenden Staats- und Unternehmensanleihen mit kurzer Restlaufzeit.

**Hype um Künstliche Intelligenz:** Aktien, welche mit dem Thema Künstliche Intelligenz (KI) in Verbindung gebracht werden, erleben derzeit einen Höhenflug. Was Anlegerinnen und Anleger dabei beachten sollten, steht im Fokus dieser Ausgabe. Viel Vergnügen bei der Lektüre!

## Unsere Positionierung



# Künstliche Intelligenz

## Hype oder Megatrend?

### Das Wichtigste in Kürze

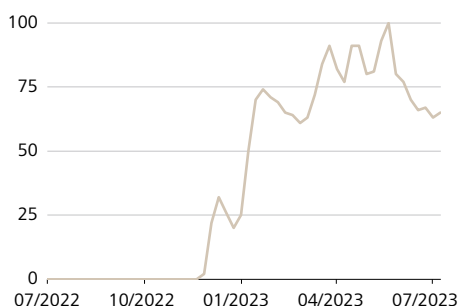
Das Thema Künstliche Intelligenz (KI) dominiert die Schlagzeilen. Derzeit wird heftig darüber diskutiert, ob es sich bei der neuen Technologie um einen Segen oder vielleicht doch einen Fluch handelt. Zweifellos bergen Anwendungen basierend auf Künstlicher Intelligenz grosses Potenzial. Anlegerinnen und Anleger sollten aber beachten, dass bei den Aktien der vermeintlichen Profiteure von KI bereits sehr viel Hoffnung eingepreist ist. Vergangene Zyklen haben gezeigt, dass es sich selten lohnt, in Phasen eines Hypes auf den fahrenden Zug aufzuspringen. Hinzu kommt, dass insbesondere im Technologiebereich die Pioniere nur selten zu den langfristigen Gewinnern gehören.

Plus 211 %. So stark hat die Aktie des Computerchip-Herstellers Nvidia seit Jahresbeginn zugelegt. Seine Marktkapitalisierung beläuft sich mittlerweile auf 1.12 Billionen US-Dollar. Der Konzern wird damit praktisch gleich hoch bewertet wie sämtliche im Swiss Market Index (SMI) zusammengefassten 20 Schweizer Blue Chips. Deren Marktwert beläuft sich aktuell auf 1.14 Billionen Schweizer Franken. Grund für den Kurssprung ist der Wirbel um Künstliche Intelligenz (KI). Für die Ausführung der rechenintensiven KI-Anwendungen braucht es hochspezialisierte Computerchips und momentan gelten dabei keine als so leistungsfähig wie jene von Nvidia.

#### 1 Der Hype...

...lässt Suchanfragen bei Google explodieren

Suchanfragen «ChatGPT» auf Google (100 steht für die höchste Beliebtheit des Suchbegriffs)



Quellen: Google Trends, Raiffeisen Schweiz CIO Office

KI und das damit verbunden prominenteste Produkt, ChatGPT, sind derzeit in aller Munde. In der Schweiz hat die Anzahl Suchanfragen mit dem Stichwort «ChatGPT» Ende Mai ihren bisherigen Rekordwert erreicht ► **Darstellung 1**.

Es drängen sich verschiedene Fragen auf: Wird KI die Gesellschaft und die Wirtschaft radikal verändern und unser (Arbeits-) Leben auf den Kopf stellen? Kommt es zu einem massiven Arbeitsplatzverlust? Viele Szenarien geistern herum und die Verunsicherung ist gross. Aber es gilt wohl auch bei diesem Thema: Nichts wird so heiss gegessen, wie es gekocht wird.

Technologische Entwicklungen verlaufen sehr selten revolutionär, sondern vielmehr

evolutionär. Bahnbrechende Basisinnovationen, welche die langfristigen Wirtschaftszyklen nachhaltig verändern, sind äusserst rar. Der russische Ökonom Nikolai Kondratieff hat dies in seiner Theorie der langen Wellen beschrieben. Demnach läutete die Erfindung der Dampfmaschine ab 1769 den Beginn der Industrialisierung ein. Die weiteren Zyklen wurden durch die Eisenbahn (1840–1890), die Elektrizität (1890–1940) sowie die Erfindung des Automobils und der Luftfahrt (1940–1990) angestossen. Mit dem Ausrollen des PCs sowie der Erfindung des Internets befinden wir uns aktuell im Zyklus der Informationstechnologie und Digitalisierung. KI ist demnach lediglich eine Weiterentwicklung, welche auf diesen Basisinnovationen basiert ► **Darstellung 2**.

Trotzdem eröffnet diese neue Technologie interessante Möglichkeiten und dürfte in vielen Bereichen einen Produktivitätsschub bringen. Digitale Assistenten, automatische Übersetzungen, autonomes Fahren oder die Optimierung von Produkten und Vertriebswegen sind nur ein paar Anwendungsbereiche, in welchen KI wirkungsvoll zum Einsatz kommt.

Für Anlegerinnen und Anleger stellt sich die Frage, wie man von diesen Entwicklungen profitieren kann und ob der Zeitpunkt für Investitionen richtig ist. Ein Problem dabei ist, dass es nur wenige sogenannte «Pure Plays» im Bereich KI gibt. Microsoft ist zwar mit 49% an OpenAI, dem Entwickler von ChatGPT, beteiligt und wäre somit eine naheliegende Möglichkeit, um am Trend zu partizipieren. Allerdings ist und bleibt der Konzern in erster Linie ein Software-Unternehmen und der Gewinnbeitrag aus dem Themenbereich KI wird auch in den kommenden Jahren minim sein. Zudem ist noch völlig offen, welche Anwendungen und Produkte sich letztendlich durchsetzen werden. In der Regel gehören die Pioniere nur selten zu den langfristigen Gewinnern. Oder erinnern Sie sich noch an Netscape oder MySpace? Der Netscape Navigator war einer der ersten Webbrowser und hatte 1995



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

Um die Jahrtausendwende war das Internet das dominierende Thema. Aktien aus dem Technologiesektor schossen durch die Decke. Ein «.com» im Name reichte aus, um die Spekulanten in einen Kaufrusch zu versetzen. Bewertungen spielten keine Rolle. Den Ausgang der Geschichte kennen wir. Wer auf dem Höchststand Anfang März 2000 in den Nasdaq Index investierte, musste in der Folge massive Verluste verkraften. Der Index erreichte erst 15 Jahre später wieder die alten Niveaus. Aktuell dreht sich alles um das Thema Künstliche Intelligenz (KI). Und vieles erinnert an die Goldgräberstimmung von anno dazumal. Die Aktien des Chipherstellers Nvidia haben sich seit Jahresbeginn verdreifacht und die Marktkapitalisierung des Unternehmens erreicht mittlerweile fast diejenige des gesamten SMI-Index. Ohne das Potenzial von KI schmälern zu wollen: Dass hier gerade eine neue Blase entsteht, ist offensichtlich. Anlegerinnen und Anleger sollten sich nicht blenden lassen. Noch keiner Aktie ist es gelungen, die Gravitation ausser Kraft zu setzen und selbst den grössten Wachstumphantasien sind Grenzen gesetzt.

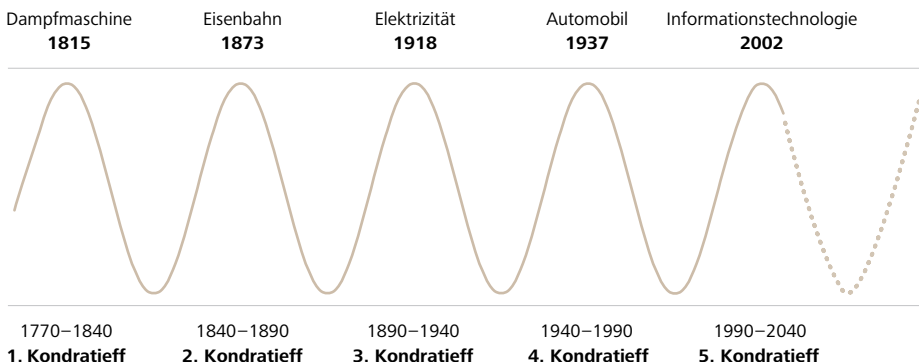


**Matthias Geissbühler**  
CIO Raiffeisen Schweiz

### 2 Die langfristigen Zyklen...

...beeinflussen die Wirtschaft nachhaltig

Kondratieff-Zyklen und die entsprechenden Basisinnovationen



Quelle: Raiffeisen Schweiz CIO Office

einen weltweiten Marktanteil von über 80%. Dieser sank aufgrund massiver Konkurrenz bis 2003 auf unter 4%. 2008 verschwand Netscape gänzlich vom Markt. Ähnlich erging es MySpace. Das Unternehmen war ein Pionier im Bereich der sozialen Netzwerke. 2006 war myspace.com Nummer sechs der meistbesuchten Webseiten weltweit. Zwei Jahre später überholte Facebook den Konkurrenten in puncto Mitgliederzahlen. Danach verschwand MySpace in der Irrelevanz.

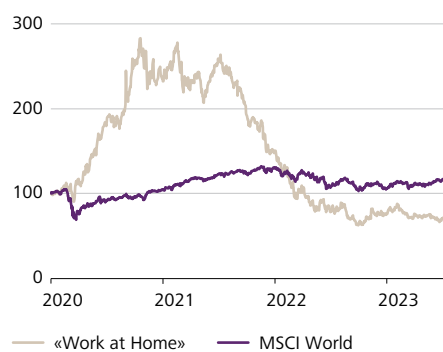
Investoren sollten sich diese Beispiele zu Herzen nehmen. Wenn Themen und Trends in den Medien breitgeschlagen werden und die Finanzindustrie entsprechend ein neues Produkt nach dem anderen auflegt, ist Vorsicht angebracht. Die Gefahr besteht, dass man in eine Blase investiert und dabei viel Geld verliert. Die Dotcom-Bubble um die Jahrtausendwende ist ein gutes Beispiel dafür. Aber man muss gar nicht so weit zurückblicken. Im Zuge der Corona-Pandemie war das Thema «Work at Home» in aller Munde. Die Menschen investierten ins Homeoffice, Sitzungen wurden virtuell abgehalten und da die Einkaufsläden geschlossen waren, musste online eingekauft werden. Aktien von Firmen wie Logitech, Zalando, Delivery Hero, TeamViewer oder Zoom gingen

durch die Decke. Die Bewertungen dieser Unternehmen erreichten zwischenzeitlich absurd hohe Niveaus und entsprechend brutal fiel die Rückkehr auf den Boden der Realität aus ► **Darstellung 3**.

### 3 Wenn aus dem «Megatrend»...

...eine Blase wird

Kursentwicklung des «Work at Home»-Basket (Logitech, Zalando, Delivery Hero, TeamViewer, Zoom), indiziert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die Antwort auf die Frage, ob KI ein neuer Megatrend oder ein Hype ist, lässt sich deshalb erst im Rückspiegel mit Sicherheit beantworten. Aus unserer Sicht ist es momentan sowohl als auch. Anlegerinnen und Anleger sollten es sich also zweimal überlegen, bevor sie einen Kaufauftrag für die Aktien von Nvidia aufgeben.

# Obligationen

**Aufgrund steigender Zinsen und einer konjunkturellen Abkühlung nehmen die Risiken vor allem bei hochverzinslichen Obligationen zu. In den Kursen widerspiegelt sich das noch nicht.**

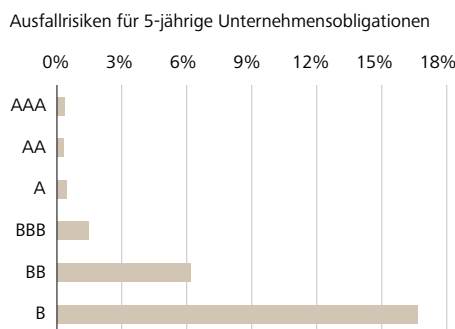
## Schon gewusst?

Bei einer Staatsanleihe ist der Staat der Kreditnehmer. Zweck ist die Finanzierung der Staatsausgaben. Wie bei den Unternehmen gilt auch hier: je solider der Staat, desto weniger muss dieser für die Kredite bezahlen. Zu früheren Zeiten wurden Gelder auch einmal explizit für die Finanzierung von Kriegen aufgenommen. So wurde aus einer Staatsanleihe eine Kriegsanleihe. Ihren Ursprung haben Staatsanleihen im 12. Jahrhundert in Italien. Damals nahm der Fürst von Venedig, Vitale Michiel, bei seinen Bürgern Kredit auf. Er bezahlte dafür einen Zinssatz von 4% – damit war das Zinsniveau in Italien vor mehr als 800 Jahren etwa gleich hoch wie heute.

«Des einen Freud, des anderen Leid», beschreibt die aktuelle Situation am Obligationenmarkt ziemlich treffend. Während die weltweite konjunkturelle Abkühlung zusammen mit den gestiegenen Zinsen die Kreditkonditionen verschlechtert, erhöhen sich dadurch die Renditechancen der Anleger. Das Risiko-Rendite-Verhältnis hat sich von den Kreditnehmern hin zu den Investoren verschoben.

Das ist allerdings nur eine Seite der Medaille. Höhere Risikoaufschläge sind Ausdruck der gestiegenen Unsicherheit. Dabei verhalten sich die Obligationenmärkte in der Regel weniger emotional als die Aktienmärkte. Die verschiedenen Parameter wie Laufzeit, Bonität, wirtschaftliches Umfeld und viele mehr spiegeln sich 1:1 in der Rendite.

**4 Ausfallrisiken...**  
...steigen exponentiell mit einer Verschlechterung der Bonität



Quellen: S&P, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Mit zunehmendem Risiko erhöht sich zwar die Rendite, die aber lediglich Ausdruck der höheren Ungewissheit ist. Dadurch nehmen auch die Schwankungen zu. Hochverzinsliche Obligationen beispielsweise verzeichnen gerade in Stresssituationen Kursbewegungen, die denjenigen von Aktien gleichen. Das liegt daran, dass die Ausfallrisiken mit einer Verschlechterung der Bonität überproportional ansteigen  
► **Darstellung 4.**

Die drohende oder gegenwärtige Rezession konfrontiert Anleger mit einer Ausgangslage, bei der die Risikoaufschläge steigen dürften, da immer mehr Unternehmen in Zahlungsverzug kommen. Aus diesem Grund erachten wir hochverzinsliche Anleihen derzeit als wenig interessant und sind gegenwärtig in dieser Subanlageklasse nicht investiert ► **Darstellung 5.**

**5 Rückläufige Risikoaufschläge...**  
...trotz Verlangsamung der Konjunkturdynamik

Renditeaufschlag von Hochzinsanleihen gegenüber US-Staatsanleihen



Quellen: St. Louis Fed, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Angesichts der stark gestiegenen Zinsen halten wir hingegen an unserem Übergewicht in qualitativ hochwertigen Obligationen fest. Die inverse Zinskurve lädt zudem dazu ein, in kurze bis mittlere Laufzeiten zu investieren, da die mit zunehmender Haltdauer erhöhten Zinsänderungsrisiken nicht adäquat entschädigt werden.

# Aktien

**Der konjunkturelle Abschwung hinterlässt bei den Unternehmen zunehmend seine Spuren. An den Aktienmärkten dürfte die Volatilität wieder steigen.**

## Was bedeutet eigentlich?

### Preissetzungsmacht

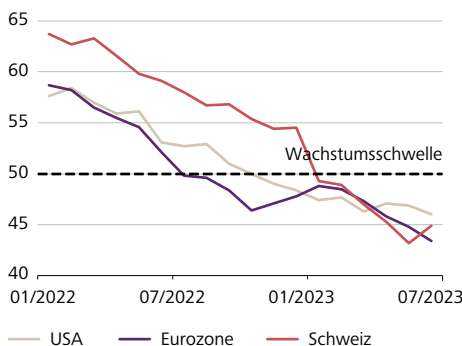
Die Preis(setzungs)macht eines Unternehmens misst, inwiefern dieses fähig ist, die Preise für seine Produkte oder Dienstleistungen ohne wesentliche Beeinträchtigung der Nachfrage zu erhöhen. Ziel ist es, wie etwa im aktuellen Marktumfeld, steigende Inputkosten auf die Endverbraucher abzuwälzen und damit die Margen aufrechtzuerhalten oder gar auszuweiten. Das Ausmass der Preissetzungsmacht hängt mitunter von der Marktstruktur, der Produktdifferenzierung, etwaigen Markteintrittsbarrieren sowie der Verfügbarkeit von Substituten ab. Klassische Beispiele für Unternehmen mit einer hohen Preissetzungsmacht sind der Lebensmittelriese Nestlé, der Konsumgüterkonzern Procter & Gamble oder der Luxusgüterhersteller LVMH.

Vorlaufindikatoren wie der Einkaufsmangerindex (PMI) signalisieren seit längerem eine Abkühlung der Wirtschaft ► **Darstellung 6**. Unternehmensseitig war davon bisher aber wenig zu spüren, da die Corona-Ersparnisse der Verbraucher den Konsum stabil hielten. Viele Firmen profitierten zudem wegen der damaligen Lieferengpässe von hohen Auftragsbeständen. Beide Effekte schwächen sich jedoch ab. Die Anleger blicken daher gespannt auf die Gewinnsaison, gilt diese doch als wichtiger Gradmesser dafür, wie es um die Unternehmen steht.

### 6 Die Vorlaufindikatoren...

...deuten eine Abkühlung der Wirtschaft an

Industrie-PMI in den USA, der Eurozone und der Schweiz



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

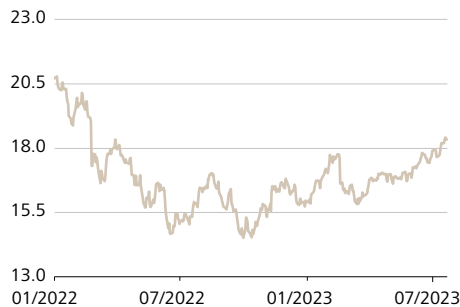
Die strafferen Finanzierungsbedingungen und die Abkühlung der Wirtschaft schlagen zunehmend auf den Geschäftslauf der Unternehmen durch, insbesondere bei den Vertretern der Chemie- und Industriebranche. So haben Bossard, Dätwyler, Ems-Chemie, Georg Fischer, SGS und Zehnder mit ihren Zahlenkränzen enttäuscht. Gegenwind beschert ihnen zudem die anhaltende Frankenstärke. Um Kosten zu sparen und den Druck auf die Margen zu reduzieren, haben Arbonia und Rieter einen massiven Stellenabbau angekündigt. Damit dürfte die bisherige Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarktes zu bröckeln beginnen.

Nichtsdestotrotz gibt es auch Lichtblicke. Novartis gelang es, Umsatz und Gewinn deutlich zu steigern. Der Pharmariese hob in der Folge seine Jahresprognose an. Ebenfalls solide Zahlen präsentierten ABB, Schindler und Swatch – der Uhrenhersteller profitierte massgeblich von der Corona-Öffnung Chinas. Alle vier Valoren verbuchten nach Veröffentlichung der Ergebnisse Kursgewinne.

### 7 Die Aktienbewertungen...

...sind sportlich

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



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Trotz der Rezessionsrisiken haben viele Analysten ihre Gewinnschätzungen bislang nur leicht reduziert. Zusammen mit der positiven Performance hat dies zu einem erneuten Anstieg der Bewertungen geführt ► **Darstellung 7**. Das birgt Korrekturpotenzial. Wir bleiben entsprechend bei Aktien taktisch untergewichtet. Wegen seines defensiven Charakters sowie der grossen Zahl an Unternehmen mit starker Marktstellung und hoher **Preissetzungsmacht** bevorzugen wir innerhalb der Anlageklasse den Schweizer Heimmarkt.

# ♟️ Alternative Anlagen

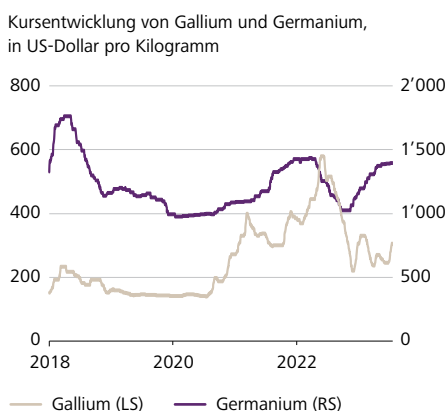
**Das Thema Künstliche Intelligenz verschärft die Spannungen zwischen den USA und China. Es geht um den Tausch von Seltenen Erden gegen Hochleistungsprozessoren.**

## ♟️ Schon gewusst?

Das Metall Germanium wurde nach dem Land benannt, in dem es erstmals gefunden wurde: Deutschland (lat. Germania). Dem Chemiker Clemens Winkler gelang es am 6. Februar 1886, den Stoff im Mineral Argyrodit nachzuweisen. Auf die Fährte brachte ihn ein konstanter Fehler bei Versuchen mit Argyrodit. Pate bei der Namensgebung soll das Vorgängerelement Gallium gewesen sein, das nach dem Heimatland seines Entdeckers, Frankreich (lat. Gallia), benannt wurde. Im Periodensystem der Elemente besitzen die Stoffe die Ordnungszahlen 31 und 32.

China ist bei den Seltenen Erden quasi Monopolist. Diese Metalle spielen bei der Herstellung leistungsfähiger Mikroprozessoren eine entscheidende Rolle. Damit hält das Reich der Mitte einen wichtigen Trumpf, wenn es um die Weiterentwicklung Künstlicher Intelligenz (KI) geht. Denn diese benötigt rechenstarke Prozessoren. Da es China aber an der Fähigkeit mangelt, Hightech-Chips selbst herzustellen, ist es auf Importe angewiesen.

### 8 Gallium und Germanium Der Preisanstieg hält sich in Grenzen



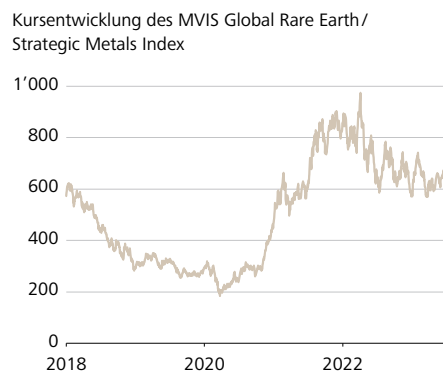
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Solche stammen vor allem aus den USA, Japan und den Niederlanden, unterliegen mittlerweile aber starken Exporteinschränkungen. Die Ausfuhr der fortschrittlichsten Chips nach China ist von der US-Regierung her sanktioniert. Es gehe um staatliche Interessen, heisst es. Die politische Brisanz des Themas KI wird somit offensichtlich. Nun kontert China die Machtdemonstration des Westens, indem der Export von Gallium- und Germanium-Produkten ab August bewilligungspflichtig wird. Diese Seltenen Erden sind für die Produktion der besagten Computerchips wichtig. Chinas Marktanteil bei diesen Metallen liegt bei 94 % resp. knapp 80 %.

Das Vorgehen Chinas unterstreicht den Stellenwert der beiden Metalle. Dennoch scheinen Anleger einem drohenden Engpass entspannt gegenüberzustehen. Eine Preisexplosion ist zumindest bislang ausgeblieben ▶ **Darstellung 8**.

Gallium und Germanium sind weit verbreitet, kommen in der Erdkruste aber lediglich mit einem niedrigen Gehalt von wenigen Gramm pro Tonne vor. Deshalb ist die Gewinnung sehr aufwändig. Aber auch die Aktien dieser rohstofffördernden Unternehmen sind nur bedingt interessant. Aufgrund der Volatilität haben Investoren bislang nur in gewissen Zeitabschnitten etwas verdient. Wer seit fünf Jahren in einen Korb dieser Unternehmen investiert ist, verbucht nur ein geringes Plus ▶ **Darstellung 9**. Trotz der politischen Brisanz haben Anleger nicht viel verpasst.

### 9 Hohe Förderkosten... ...belasten die Rohstoff-Unternehmen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# Währungen

**Der Schweizer Franken lässt seit Monaten die Muskeln spielen. Grund sind – neben seinem Charakter als sicherer Kapitalhafen – die im internationalen Vergleich attraktiven Realzinsen.**

## Was bedeutet eigentlich?

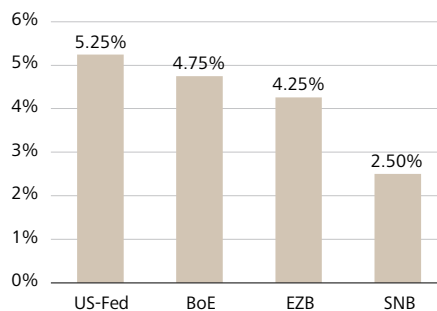
### Handelsgewichteter Wechselkurs

Ein Euro ist knapp 0.96 Franken wert, ein US-Dollar kostet 0.86 Franken. So wird zumeist der Wechselkurs in Printmedien, im Internet oder in Bankfilialen angegeben. Dabei handelt es sich um den bilateralen Wechselkurs, bei dem lediglich zwei Währungen betrachtet werden. Für alltägliche Entscheide – beispielsweise ob sich das Tanken im Euro-Raum lohnt oder man die Sommerferien in den USA verbringen möchte – ist dieser ausreichend. Für Aussagen über die generelle Stärke oder Schwäche einer Währung eignet er sich dagegen nur bedingt. Hierfür wird in der Regel der effektive bzw. handelsgewichtete Wechselkurs herangezogen. Dieser wird aus den bilateralen Wechselkursen mit den wichtigsten Handelspartnern eines Landes berechnet, wobei diese entsprechend ihrem Anteil am Aussenhandel gewichtet werden. Der handelsgewichtete Wechselkurs wird oftmals mittels eines Wechselkursindex (z.B. Dollar-Index) gemessen.

Es war ein Comeback, über das sich wohl kaum jemand gefreut hat. Die Rede ist von der Inflation. Diese schnellte in den letzten zwei Jahren rund um den Globus in die Höhe. Die Notenbanken reagierten darauf mit einer der radikalsten Zinswenden der Geschichte ► **Darstellung 10**. So hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Leitzins in Summe um 2.5 % angehoben, die US-Notenbank Fed gar um 5.25 %.

### 10 Die Notenbanken... ...drehen kräftig an der Zinsschraube

Kumulierte Leitzinsanhebungen seit Januar 2022



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

In der Finanzmarkttheorie sind Inflation und Zinsen zentrale Triebkräfte für die Entwicklung der Wechselkurse. Steigen die Zinsen in einem Währungsraum stärker als im Ausland, so gewinnt dieser aus Anlegersicht an Attraktivität. Dasselbe gilt für eine niedrigere Inflation, impliziert diese doch einen geringeren Kaufkraftverlust. Beides kurbelt für gewöhnlich die Nachfrage nach einer Währung an, was deren Aufwertung zur Folge hat.

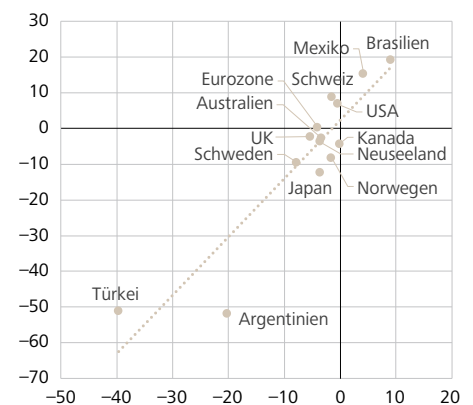
Dieser Zusammenhang zwischen Realzinsen und Wechselkursentwicklung zeigt sich dieser Tage einmal mehr ► **Darstellung 11**. In der Türkei und Argentinien liegen die Leitzinsen bei 17.5 % bzw. 97 %. Zugleich kämpfen diese Länder mit noch höheren Inflationsraten. Der jeweilige Realzins ist

somit klar negativ. In der Folge verzeichnen die türkische Lira und der argentinische Peso, gemessen an ihrem **handelsgewichteten Wechselkurs**, massive Wertverluste. Auch die schwedische Krone und der japanische Yen leiden unter einem negativen Realzins.

Aufgrund der im internationalen Vergleich geringen Inflation in der Schweiz musste die SNB die Leitzinsen nicht so stark anheben wie ihre Amtskollegen im Euroraum oder in den USA. Unter dem Strich resultiert ein nur leicht negativer Realzins, der die Nachfrage nach dem Schweizer Franken – nebst dessen Charakter als sicherer Kapitalhafen – stützt. Wir gehen davon aus, dass der Preisdruck hierzulande weiter abflauen wird. Eine Zinssenkung der SNB erwarten wir derweil nicht vor Herbst 2024. Daher prognostizieren wir weiterhin einen zur Stärke neigenden Franken.

### 11 Inflation und Zinsen... ...beeinflussen massgeblich die Stärke einer Währung

Zusammenhang zwischen Realzins und Wechselkursentwicklung



y-Achse: Veränderung handelsgewichteter Wechselkurs (NEER) 2023 vs 2021 in %

x-Achse: Realzins in % (Ø 2023 auf Basis der Leitzinsen)

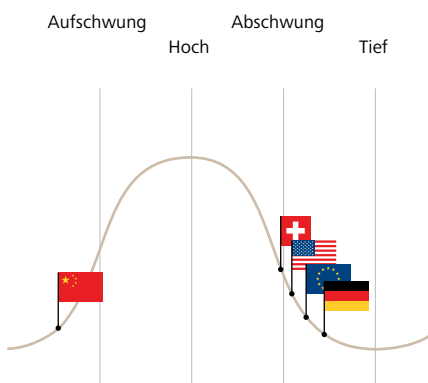
Quellen: BIZ, Refinitiv, Raiffeisen Schweiz CIO Office & Economic Research



# Ein Blick nach vorne

**Der Inflationsdruck schwächt sich langsam ab. Zugleich werden die konjunkturellen Bremsspurten der restriktiven Geldpolitik der Notenbanken immer offensichtlicher.**

## Konjunktur



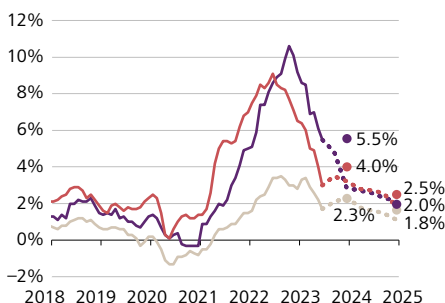
- Die pandemiebedingten Nachholeffekte im **Schweizer** Dienstleistungssektor schwächen sich ab. In der Folge ist nach dem Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie nun auch jener für die Dienstleister unter die Wachstumsschwelle gefallen. Der Arbeitsmarkt sowie der Konsum präsentieren sich dagegen weiterhin robust. Für das Gesamtjahr erwarten wir eine Expansion des Bruttoinlandsproduktes (BIP) um 1.0 %.
- Die Industrieproduktion in der **Eurozone** ist im Mai gegenüber dem Vorjahr um 2.2 % geschrumpft. Auch die Einzelhandelsumsätze waren rückläufig. Die Rezessionsrisiken bleiben somit erhöht. Für das laufende Jahr prognostizieren wir ein leichtes Wirtschaftswachstum von 0.5 %.
- Die straffe Geldpolitik hinterlässt in der US-Wirtschaft zunehmend Spuren. So haben die Unternehmen im Juni den zweiten Monat in Folge die Produktion gedrosselt. Auch der Detailhandelschnitt schwächer als erwartet ab. Zugleich ist aber die Konsumlaune in den **USA** so gut wie zuletzt im Sommer 2021. Wir rechnen für 2023 mit einem leichten Wachstum von 1.0 %.

## Inflation

### Der Inflationsdruck...

...lässt langsam nach

Inflation und Prognosen



- Schweiz
- Eurozone
- USA
- Konsensprognose
- Prognose Raiffeisen Schweiz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

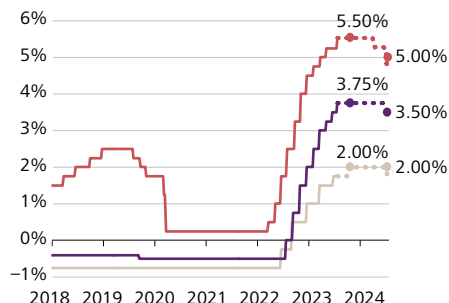
- Die Jahresrate der Konsumentenpreise in der **Schweiz** ist im Juni von 2.2 % auf 1.7 % zurückgegangen und liegt erstmals seit Januar 2022 unter der 2 %-Marke. Im Herbst droht jedoch wegen der Mietzinserhöhungen ein weiterer Teuerungsschub. Wir rechnen für das Gesamtjahr neu mit einer Inflationsrate von 2.3 %.
- Der Inflationsdruck in der **Eurozone** schwächt sich ab. Auf Produzentenebene waren die Preise zuletzt gar rückläufig. Mit den kräftig steigenden Löhnen steht aber bereits eine neue Kostenwelle ins Haus. Für 2023 prognostizieren wir eine Teuerungsrate von 5.5 %.
- Die Teuerung in den **USA** ist im Juni dank der tieferen Energiepreise stärker als erwartet von 4 % auf 3 % gefallen. Trotzdem ist die Inflation noch nicht besiegt. Das zeigt die Kernrate. Diese sank zwar von 5.3 % auf 4.8 %, bleibt aber hoch.

## Geldpolitik

### Die Geldpolitik...

...bleibt vorerst restriktiv

Leitzinsen und Prognosen



- Schweiz
- Eurozone\*
- USA
- Konsensprognose
- Prognose Raiffeisen Schweiz

\*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Der starke Schweizer Franken wirkt desinflationär und kommt in seiner Wirkung einer zusätzlichen geldpolitischen Straffung gleich. Um die Inflation nachhaltig unter Kontrolle zu haben, wird die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** unserer Meinung nach im September einen letzten Zinsschritt vollziehen.
- Die **Europäische Zentralbank (EZB)** hat die Leitzinsen an ihrer Juli-Sitzung um 25 Basispunkte angehoben – das ist mittlerweile der neunte Zinsschritt in Folge. Wir gehen davon aus, dass die Währungshüter damit den Höhepunkt ihres Straffungszyklus erreichen haben.
- Nach einer Zinspause im Vormonat hat die **US-Notenbank Fed** den Leitzins im Juli nochmals um einen Viertelprozentpunkt auf 5.5 % erhöht. Angesichts der zähen Kerninflation behalten sich die Währungshüter eine weitere Straffung der Geldpolitik vor.

### 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 Investmententscheidungen zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsdokumente studiert worden sind. Entscheide, die aufgrund der vorliegenden Unterlagen getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers. Weiter verweisen wir auf die Broschüre «Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten». Bei der aufgeführten Performance handelt es sich um historische Daten, aufgrund derer nicht auf die laufende oder zukünftige Wertentwicklung geschlossen werden kann. Für die Berechnung der Performancedaten wurden die bei der Ausgabe und gegebenenfalls bei der Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten nicht berücksichtigt.

#### Keine Haftung

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

#### Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

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