

Oktober 2023

Anlageguide



Europa

Quo vadis?

Unsere Sicht auf die Märkte

In dieser Ausgabe zu lesen

- 3 Fokusthema**
Europa – quo vadis?
- 5 Unsere Einschätzungen**
 - Obligationen
 - Aktien
 - Alternative Anlagen
 - Währungen
- 9 Unsere Prognosen**
 - Konjunktur
 - Inflation
 - Geldpolitik

Zinsgipfel erreicht: Während die Europäische Zentralbank (EZB) im September ihre Leitzinsen ein weiteres Mal an hob, entschieden sich die US-Fed, die Schweizerische Nationalbank (SNB) sowie die Bank of England (BoE) für eine Zinspause. Wir gehen davon aus, dass damit die Zinserhöhungszyklen abgeschlossen sind. Die globale Geldpolitik bleibt aber bis auf Weiteres restriktiv und baldige Zinssenkungen stehen nicht auf der Traktandenliste.

Konjunktur lahmt: Die Zinserhöhungen zeigen Wirkung und bremsen die Wirtschaft zunehmend aus. Die Industrie befindet sich schon seit einigen Monaten in einer Kontraktion. Beim Konsum macht sich zudem die hohe Inflation bemerkbar. In der Folge sind die Vorlaufindikatoren für den Dienstleistungssektor gefallen und signalisieren eine Abschwächung.

Stürmischer Herbst: Insbesondere in den USA deutet alles auf einen rauen Herbst hin. Da sich im Haushaltsstreit kein Kompromiss abzeichnet, droht ab Oktober ein «Government Shutdown». Zudem

belastet der Arbeitsstreik die US-Automobilindustrie. Und zu guter Letzt müssen ab Anfang Monat Ausbildungskredite in der Höhe von insgesamt 1.7 Billionen US-Dollar in Raten wieder zurückbezahlt werden. Diese Faktoren dürften zu einem Anstieg der Volatilität führen.

Vorsichtige Positionierung: Die aktuelle Gemengelage spricht für eine defensive anlagetaktische Positionierung. Da wir den Zinsgipfel erreicht haben, erachten wir qualitativ hochstehende Investment-Grade-Anleihen als kaufenswert. Auf der Aktienseite bleiben wir hingegen untergewichtet. Gold und Immobilienfonds sind aus Diversifikationsgründen unverändert attraktiv.

Europa im Mittelpunkt: Die europäischen Aktienmärkte haben sich seit Jahresbeginn wacker geschlagen. Im Gegensatz dazu steht es um die Konjunktur weniger rosig. Mit Deutschland befindet sich die grösste europäische Volkswirtschaft gar in einer Rezession. Auch strukturell sind die Herausforderungen gross. Mehr dazu im Fokustext dieser Ausgabe.

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

Europa

Quo vadis?



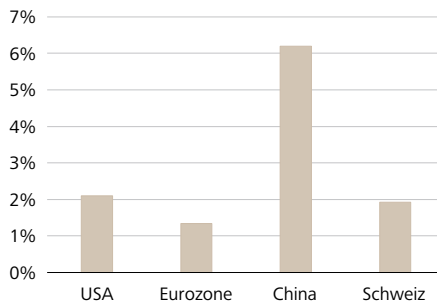
Das Wichtigste in Kürze

Europas Wirtschaft schwächelt und befindet sich am Rande einer Rezession. Die Probleme sind aber nicht nur zyklischer, sondern auch struktureller Art. Das Wachstum liegt seit Jahren deutlich hinter demjenigen der USA und von China zurück. Europa droht wirtschaftlich und geopolitisch marginalisiert zu werden. Die Heterogenität der einzelnen EU-Staaten ist auch für die Europäische Zentralbank (EZB) und den Euro eine Herausforderung. Gegenüber dem Schweizer Franken hat sich die Einheitswährung seit ihrer Einführung deutlich abgewertet. Auch die europäischen Aktienmärkte entwickelten sich unterdurchschnittlich. Eine Trendwende ist nicht absehbar.

1 Europa verliert an Boden

Unterdurchschnittliches Wachstum

Durchschnittliche jährliche Entwicklung des BIP seit 2012



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Europas Wirtschaft schwächelt. Nachdem sie im Schlussquartal 2022 gar leicht geschrumpft ist, betrug ihr Wachstum in den ersten beiden Quartalen dieses Jahres jeweils magere 0.1%. Gleichzeitig steigen die Preise weiter an. Die Inflation liegt bei über 5% und dämpft die Konsumentenstimulierung. Europa befindet sich somit in einer Stagflation und droht wirtschaftlich weiter marginalisiert zu werden. Denn obwohl die konjunkturellen Bremsspuren die globale Wirtschaft treffen, halten sich die USA aber auch China deutlich besser.

Europa blickt auf eine bewegte Geschichte zurück. Der flächenmässig zweitkleinste der sieben Kontinente war lange Zeit eine wirtschaftliche Supermacht. Mit den Entdeckerexpeditionen von Christoph Kolumbus, Vasco da Gama und Pedro Álvares Cabral im 15. Jahrhundert nahm der Seehandel an Fahrt auf und läutete das Zeitalter des Kolonialismus und Imperialismus ein. Einen weiteren wirtschaftlichen Schub brachte die Industrialisierung. Die Erfindung der Dampfmaschine um 1769 ebnete den Weg zur industriellen Revolution, welche von England ausgehend bald auch das europäische Festland erreichte. Europa war der erste Kontinent, der den Übergang von der Agrar- zur Industriegesellschaft schaffte und sich damit einen wirtschaftlichen Vorsprung sicherte.

Die beiden Weltkriege warfen den Kontinent hingegen wirtschaftlich zurück und in der Nachkriegsära stiegen die USA zur neuen Supermacht auf. Europa seinerseits rückte mit der Gründung des Europarats am 5. Mai 1949 politisch zusammen. In der Folge wurde insbesondere die wirtschaftliche Zusammenarbeit in Form von verschiedenen Verträgen vertieft. 1992 folgte die Gründung der Europäischen Union (EU). Rund sieben Jahre später kam die europäische Einheitswährung, der Euro, hinzu. Wirtschaftlich betrachtet geriet Europa aber immer mehr zwischen Stuhl und Bank. Auf der einen Seite standen die USA und auf der anderen Seite kam mit dem rasanten Aufstieg Chinas eine weitere wirtschaftliche Weltmacht hinzu. Das Wirtschaftswachstum in Europa liegt denn auch seit Jahren deutlich hinter demjenigen der USA und von China zurück ► **Darstellung 1**. Auch 2024 dürfte sich dieser Trend fortsetzen. Für die Eurozone rechnen wir im kommenden Jahr gar mit einem leicht negativen Wachstum.

2 Der Euro kennt nur eine Richtung...

...kontinuierlich nach unten

Kursentwicklung EUR/CHF



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die Heterogenität der europäischen Staaten führte immer wieder zu Konflikten und die Einheitswährung geriet von Beginn weg unter Druck. In der Finanzkrise 2008/2009 brauchte es ein bestimmtes «Whatever it takes» des damaligen Zentralbankchefs Mario Draghi, um ein Auseinanderbrechen



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

Seit der Jahrtausendwende haben Anlegerinnen und Anleger mit europäischen Aktien nicht viel verdient. Die Rendite des MSCI Euro Index lag annualisiert und in Schweizer Franken gerechnet bei knapp 1.7 %. Nach Abzug der Inflation blieb damit unter dem Strich nichts übrig. Im Vergleich dazu brachte eine Investition in den Swiss Performance Index (SPI) immerhin 4.6 % Wertsteigerung pro Jahr. Ein Hauptgrund für die schwache Performance der europäischen Aktien liegt auf der Währungsseite. Während am 1. Januar 2000 ein Euro noch 1.60 Franken kostete, notiert die Einheitswährung aktuell bei 0.96 Franken. Dies entspricht einem satten Währungsverlust von 40 %. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einem Wachstumsrückgang in der Eurozone. Zyklisch, aber auch strukturell gibt es derzeit wenig Argumente für eine Outperformance der europäischen Aktien. Wir halten deshalb an unserem taktischen Untergewicht fest.



Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

des Euros zu verhindern. Die Entwicklung gegenüber dem Schweizer Franken spricht allerdings Bände und der Abwärtstrend hat sich im Zuge der Eurokrise akzentuiert ► **Darstellung 2**. Auch aktuell ist die Europäische Zentralbank (EZB) gefordert, denn die wirtschaftlichen Unterschiede zwischen den Mitgliedsländern sind gross. So lag die Inflation in Deutschland im August bei 6.1 %, während die Teuerung in Spanien bei 2.6 % notierte. Während also die Leitzinsen für Deutschland weiterhin so tief sind, wirken sie für Spanien stark bremsend. Eine gleichzeitig für alle Euro-Staaten passende Geldpolitik zu implementieren, ist für die EZB damit ein Ding der Unmöglichkeit.

Mit dem Brexit Anfang 2020 wurde die EU zusätzlich geschwächt. Zwar führte der Ukraine-Krieg zu einem politischen Zusammenrücken der europäischen Staaten, dennoch bleiben die Differenzen in vielen Bereichen gross. An Herausforderungen mangelt es nicht. Die Demografie ist in vielen Ländern gekippt. Gleichzeitig scheint die Migrationspolitik ausser Kontrolle zu geraten. Wirtschaftlich wird der Umbau zu einer grünen Wirtschaft die Produktionskosten zusätzlich verteuern und zu einer wei-

teren Deindustrialisierung führen. Wichtige Industriebereiche wie die Stahl- und Metallverarbeitung, die Chemiebranche sowie die Automobilindustrie büssen zunehmend an Konkurrenzfähigkeit ein. Es erstaunt deshalb nicht, dass die europäischen Aktienmärkte seit Jahren unterdurchschnittlich abschneiden ► **Darstellung 3**. Eine Trendwende ist derzeit nicht absehbar.

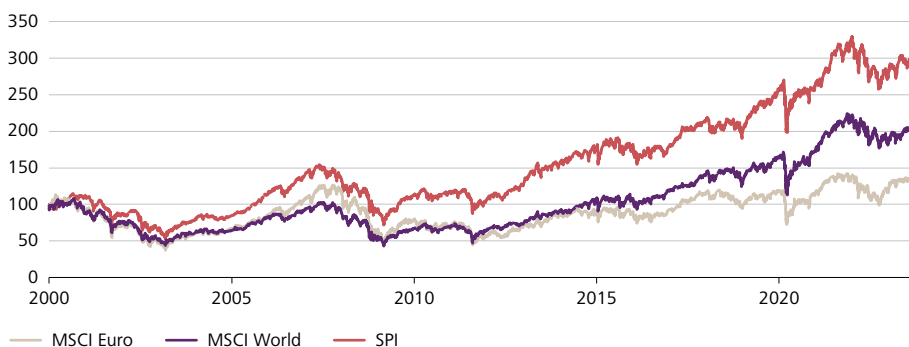
Auch geopolitisch stellt sich die Frage, wie sich Europa positionieren soll. Der Kontinent kann sich immer weniger auf die Schutzmacht USA verlassen. Dies bedingt unter anderem höhere Rüstungsausgaben und eine dezidiertere europäische Aussenpolitik. Wie weit es gelingen kann, sowohl die guten Beziehungen zu China als auch zu den USA aufrechtzuerhalten, bleibt abzuwarten.

Die wirtschaftlichen, politischen und geostrategischen Herausforderungen bleiben hoch. Europa droht mehr und mehr an Bedeutung zu verlieren. Allerdings hat die Geschichte gezeigt, dass sich der Kontinent kontinuierlich weiterentwickelt hat. Um zur alten Stärke zurückzufinden, muss sich Europa einmal mehr neu erfinden.

3 Europäische Aktien...

...treten an Ort

Kursentwicklung des MSCI Euro Index, MSCI World Index und Swiss Performance Index (SPI), in Schweizer Franken und indiziert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Obligationen

Höhere Zinsen sind für Anleger attraktiv, bedeuten für Schuldner allerdings eine stärkere finanzielle Belastung. Der Fokus auf Qualität zahlt sich derzeit aus.



Was bedeutet eigentlich?

Schuldenschnitt

Bei einem Schuldenschnitt wird dem Kreditnehmer ein Teil seiner Schuld erlassen. Der Gläubiger verzichtet auf einen bestimmten Prozentsatz des geschuldeten Betrags. Ziel einer solchen Massnahme ist es, einen Staats- oder Unternehmensbankrott abzuwenden und die finanzielle Stabilität wieder herzustellen. Gelöst sind die Probleme damit aber nicht. Der Schuldner erhält lediglich Zeit, die Ursachen zu beheben, welche zu den finanziellen Schwierigkeiten geführt haben. 2012 wurde Griechenland ein Teil seiner Schulden erlassen. Mittlerweile wird das Land stabiler eingeschätzt als Italien, was sich in Form von niedrigeren Zinsen niederschlägt.

Der Zinsgipfel dürfte in den meisten Ländern erreicht sein. Darauf deuten die jüngsten Notenbankentscheide in den USA, in Grossbritannien und in der Schweiz hin. Alle diese Währungshüter haben eine Zinspause eingelegt. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat die Zinsschrauben im September zwar nochmals angezogen, sich im Anschluss aber dahingehend geäussert, dass sie vorerst keine weiteren Zinserhöhungen plant. Aus Anlegersicht stellt sich damit die Frage, in welche Laufzeiten man investieren sollte.

Normalerweise wird eine längere Duration mit einer höheren Rendite entschädigt. Bei der aktuell inversen und ab mittleren Laufzeiten sehr flachen Zinskurve ist das nicht der Fall. Wenn also mit weniger Zinsänderungsrisiko eine höhere Rendite erwirtschaftet werden kann, empfiehlt es sich, entsprechend in kürzere Laufzeiten zu investieren. In den Vordergrund rücken zudem Qualitätsaspekte, also die Frage, ob der Schuldner in der Lage ist, höhere Zinsen zu bezahlen, wenn dereinst eine Refinanzierung notwendig wird.

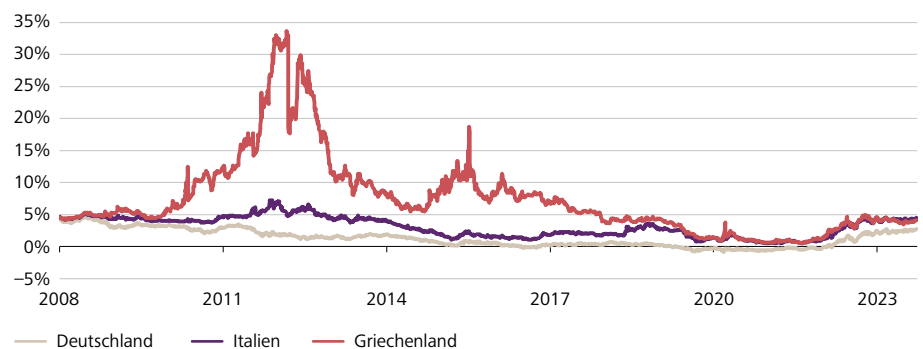
Zusätzlich zu den höheren Zinsen zahlt der Schuldner je nach Qualität eine höhere Risikoprämie. Diese variiert auch innerhalb der verschiedenen Länder der Eurozone. Während Deutschland als Musterschüler für eine Obligation mit 10-jähriger Laufzeit 2.7 % bezahlt, muss Italien 4.5 % hinblättern. Wer sich griechische Anleihen ins Portfolio legt, erhält dafür eine Rendite von 4.1% ► **Darstellung 4**. Allein diese Unterschiede unterstreichen, dass Europa aus Anlegersicht heterogen ist. Es illustriert aber auch, wie sich die Rendite einer Obligation zusammensetzt: Zum risikolosen Zinssatz wird eine Risikoprämie dazugerechnet.

Dass solche Aufschläge gerechtfertigt sind, zeigte sich beispielsweise während der Eurokrise, als ein Staatsbankrott Griechenlands nur dank verschiedener Rettungsmaßnahmen und einem **Schuldenschnitt** abgewendet werden konnte. Mittlerweile haben sich die Risikoprämien in der Tendenz angeglichen. Da die höheren Zinsen vor allem die finanziell schwächeren Schuldner belasten, setzen wir vorerst auf qualitativ hochwertige Obligationen.

4 Heterogenes Europa

Risiken nähern sich an

Renditeentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen von Deutschland, Italien und Griechenland



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Aktien

Qualität und Dividenden haben bei Anlegern immer Konjunktur. Sie erscheinen mit Blick auf die wirtschaftlichen Unsicherheiten umso interessanter.



Was bedeutet eigentlich?

Dogs of the SMI

«Dogs of the...» ist eine Anlagestrategie, bei welcher der Investor am ersten Handelstag eines Kalenderjahres aus einem Index die zehn Aktien mit der höchsten Dividendenrendite kauft. Diese werden danach für ein Jahr gehalten. Seinen Ursprung hat dieses Vorgehen in den USA, wo im Leitindex Dow Jones oft auf die «Dogs of the Dow» gesetzt wird. Mittlerweile ist dieser Ansatz aber auf der ganzen Welt gebräuchlich, etwa als «Dogs of the SMI», «Dogs of the DAX» etc. Das Wort «Dog» (deutsch: Hund) ist etwas irreführend, da unter Anlegern eigentlich eine Aktie mit einer schwachen Kursentwicklung so bezeichnet wird.

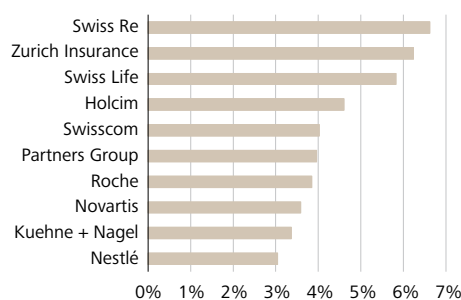
Viele Aktienmärkte haben seit Anfang Jahr deutlich zugelegt. Was auf den ersten Blick erfreut, erweist sich auf den zweiten als trügerisch. Denn den Grossteil der Performance verbuchten die Börsen im ersten Quartal. Seither tendieren die Märkte seitwärts.

Eine Ausnahme ist der breite US-Markt, der gemessen am S&P 500 um 12 % gestiegen ist. Getrieben wurde dieser vom Hype um das Thema Künstliche Intelligenz. Dabei waren es vor allem die Aktien der grosskapitalisierten Technologieunternehmen, die zur positiven Performance beigetragen haben. Das äussert sich auch darin, dass der Technologieindex Nasdaq 100 seit Jahresanfang 34 % zulegen konnte.

5 Dogs of the SMI

Qualität und hohe Dividenden gehen oft Hand in Hand

Die zehn attraktivsten Dividendenaktien des Swiss Market Index (SMI)



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Weniger in der Gunst der Anleger standen dagegen defensive Qualitätsaktien und Dividentitel. Es dürften aber gerade solche sein, die sich im von uns erwarteten wirtschaftlichen Abschwung als Gewinner hervortun. Davon ist auch die Schweiz betroffen. Mit einem Plus von 5 % inklusive Dividende hinkt der Swiss Market Index (SMI) der internationalen Konkurrenz hinterher.

Folgt man dem Ansatz der **Dogs of the SMI** und kauft die zehn Titel aus dem Swiss Market Index (SMI) mit der höchsten Dividendenrendite, erhält man bereits ein diversifiziertes Portfolio ► **Darstellung 5**. Zudem liegt die Ausschüttung jeder einzelnen Aktie – ausser derjenigen des Nahrungsmittelmultis Nestlé – über derjenigen des Gesamtindex. Angeführt wird das Feld von den Versicherungskonzernen Swiss Re, Zurich Insurance und Swiss Life.

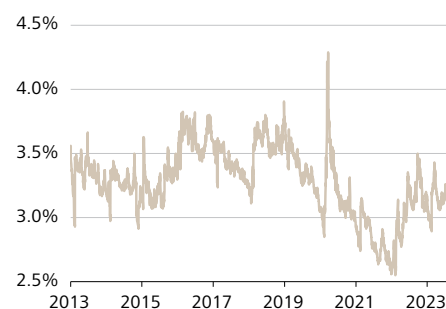
Auch bezüglich der aktuellen Performance ergibt sich bei den «Dogs» ein ausgeglichenes Bild. So gehören Partners Group, Kuehne + Nagel oder Holcim dieses Jahr bislang zu den Outperformern, während die Kurse von Roche und Zurich zurückgekommen sind. Anleger kaufen sich also nicht bloss Nachzügler ins Portfolio, deren Rendite aufgrund einer schwachen Kursentwicklung angestiegen ist.

Im aktuellen Umfeld präferieren wir im globalen Kontext den Schweizer Aktienmarkt, der sich durch hohe Qualität und eine attraktive Dividendenrendite auszeichnet ► **Darstellung 6**.

6 Schweizer Aktien...

...zahlen attraktive Dividenden

Dividendenrendite des Swiss Market Index (SMI)



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

♟ Alternative Anlagen

Gold bietet umfassenden Schutz vor Inflation sowie wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheiten. Das macht es für Anleger interessanter als Silber.



Schon gewusst?

Das grösste je gefundene «Goldstück» wog 286 Kilogramm und enthielt rund 3'000 Unzen Gold. Es wurde 1872 in Australien entdeckt und wird als Holtermann Nugget bezeichnet. Namensgeber ist der deutschstämmige Bergbauunternehmer Bernhardt Holtermann, der Besitzer der Mine, in welcher der Goldklumpen gefunden wurde. Zum heutigen Kurs hätte das darin enthaltene Gold einen Wert von knapp 6 Millionen US-Dollar. Die Bezeichnung als Nugget ist allerdings falsch, denn ein solches besteht ganz aus Gold. Das Holtermann Nugget hingegen ist ein Quarzbrocken mit hohem Goldgehalt.

Gold und Silber sind gefragt. Einerseits als Bauteil im Handy, Computer und Fernseher, andererseits als Investitionsobjekt und Wertanlage in Form von Schmuck oder als Portfoliobestandteil. Obwohl beide als Edelmetalle gelten, ist die Hierarchie klar: Silber ist der kleine Bruder von Gold. Das äussert sich auch in der Preisentwicklung. Konnte eine Unze Gold Anfang des Jahrtausends betragsmässig noch mit 53 Unzen Silber aufgewogen werden, benötigt es heute über 80 Unzen **► Darstellung 7**. Relativ hat Gold also stärker zugelegt.

7 Gold steigt, Silber schwankt

So viele Unzen Silber kostet eine Unze Gold

Wechselkursentwicklung von Gold/Silber



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Das hat auch damit zu tun, dass Gold seit jeher als Wertaufbewahrungsmittel geschätzt und gefragt ist. Diese Eigenschaft besitzt das gelbe Edelmetall immer noch. So haben viele Notenbanken in den vergangenen Quartalen Gold gekauft, um die eigenen Währungsreserven zu diversifizieren. Das können auch Privatinvestoren umsetzen, indem Gold als fester Bestandteil in die Vermögensallokation integriert wird. Als Portfoliodiversifikator reduziert es Schwankungen und schützt vor Inflation oder wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheiten.

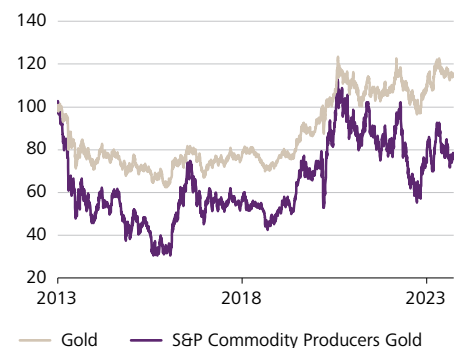
Dass Silber den Status als Wertaufbewahrung nicht im selben Umfang erreicht, liegt am günstigeren Preis und an seiner industriellen Nutzung, welche die Preisentwicklung stärker konjunkturabhängig macht. Das Argument, dass Silber die bessere Anlage ist als Gold, weil es breiter eingesetzt werden kann, stimmt nicht. Vielmehr bietet Gold die Möglichkeit, auf kleinem Raum einen hohen Wert zu horten.

Ebenso lassen sich Investitionen in Goldminen nicht mit einer Direktinvestition ins gelbe Edelmetall vergleichen. Goldminen besitzen Aktiencharakter, sind vom Unternehmen abhängig und verfügen deshalb über ein ganz anderes Risikoprofil als das Metall. In den vergangenen zehn Jahren haben Anleger mit Gold mehr verdient als mit Minenaktien **► Darstellung 8**. Obwohl Gold keinen Ertrag abwirft, sind auch die gestiegenen Zinsen, die zu höheren Opportunitätskosten führen, kursmässig nicht stark ins Gewicht gefallen. Wir halten deshalb an unserem Übergewicht fest.

8 Gold schlägt Minenaktien...

...dank unterschiedlicher Risiken

Kursentwicklung von Gold (in USD/Unze) und Goldminen (S&P Commodity Producers Gold Index), indexiert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Währungen

Der Euro gilt als schwache Valuta. Seit seiner Einführung hat er sich im Vergleich zum Schweizer Franken deutlich abgewertet. Gegenüber den restlichen G10-Währungen hält er sich aber tapfer.



Was bedeutet eigentlich?

Optimaler Währungsraum

Die Basis für die Theorie optimaler Währungsräume legte der kanadische Ökonom Robert Mundell. Für seine Arbeiten erhielt er 1999 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften. Damit eine Währungsunion funktionieren kann, braucht es im Idealfall folgende Voraussetzungen: eine hohe Mobilität von Arbeitskräften und Kapital, einen hohen Offenheitsgrad zwischen den Ländern in Bezug auf den Handel sowie eine gemeinsame Wirtschafts- und Fiskalpolitik. Dass die Eurozone diese Aspekte nur teilweise erfüllt, ist offensichtlich. Entsprechend ist es für die Europäischen Zentralbank (EZB) eine immense Herausforderung, die unterschiedlichen Bedürfnisse der Mitgliedsländer unter einen Hut zu bringen. Deshalb dürfte der Euro auch in Zukunft immer wieder unter Druck geraten.

Der Euro wird oft als Fehlkonstruktion betitelt. In der Tat ist die Eurozone ein äusserst heterogener und deshalb kein **optimaler Währungsraum**. Dies führt immer wieder zu wirtschaftlichen Spannungen mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Einheitswährung. Die grösste Zerreissprobe hatte diese im Zuge der Eurokrise ab 2009 zu überstehen. Aufgrund der globalen Immobilien- und Schuldenkrise stiegen die Zinsen in Griechenland vorübergehend auf über 28%. Auch Irland, Portugal und Spanien kamen unter Druck und die Tage des Euros schienen gezählt. Erst drastische Massnahmen wie ein Schuldenschnitt in Griechenland sowie das Aufspannen des Euro-Rettungsschirms konnten ein Auseinanderbrechen der Einheitswährung verhindern.

Aus Schweizer Sicht betrachtet gilt der Euro deshalb als schwache Währung. In der Tat hat er sich gegenüber dem Schweizer Franken seit seiner Einführung am 1. Januar 1999 deutlich abgewertet. Allerdings zeigt der Vergleich mit den übrigen G10-Währungen ein gemischtes Bild ► **Darstellung 9**. Gegenüber der glo-

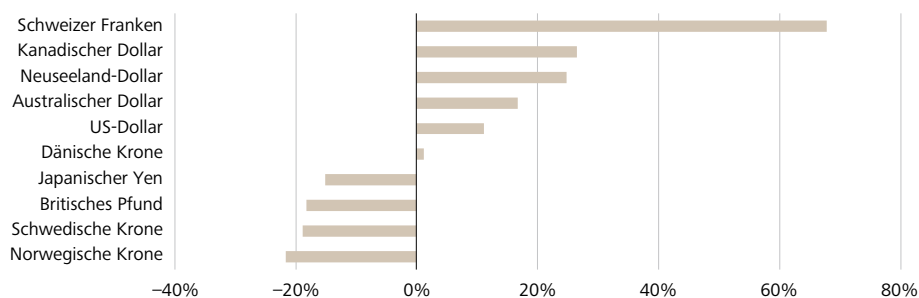
balen Reservewährung, dem US-Dollar, hält sich die Euro-Abwertung mit rund 10% in einem engen Rahmen. Im Vergleich zum japanischen Yen und den geografisch umliegenden Währungen wie dem britischen Pfund, der norwegischen sowie der schwedischen Krone geht der Euro sogar als klarer Gewinner vom Feld. Innerhalb der G10-Währungen tanzt er also nicht aus der Reihe. Die generelle Aussage, beim Euro handle es sich um eine schwache Währung, ist somit rückblickend falsch.

In Bezug auf die Zukunft gehen wir davon aus, dass sich die Einheitswährung gegenüber dem Schweizer Franken schrittweise weiter abschwächen wird. Dafür sprechen die Inflations- und Zinsdifferenzen sowie die hierzulande deutlich tiefere Staatsverschuldung. Allerdings hat dies per se weniger mit dem Euro zu tun, sondern mit der Tatsache, dass der Franken eine notorisch harte Währung ist.

9 Der Euro hält sich wacker...

...ausser gegenüber dem Schweizer Franken

Entwicklung der G10-Währungen gegenüber dem Euro seit seiner Einführung 1999



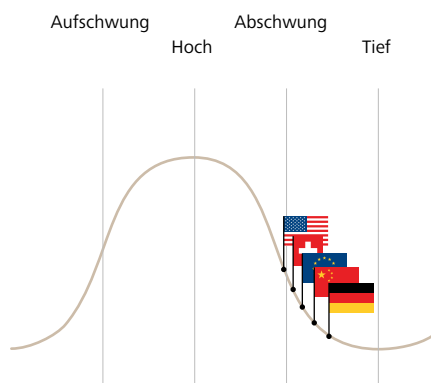
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Ein Blick nach vorne

Die Notenbanken lassen sich zwar eine Hintertüre für weitere Zinserhöhungen offen, aufgrund des konjunkturellen Gegenwinds dürfte der Zinsgipfel allerdings in den meisten Regionen erreicht sein.



Konjunktur



- Die Konjunkturentwicklung in der **Schweiz** steht auf Messers Schneide. Allerdings deuten die jüngsten Import- und Exportzahlen in eine positive Richtung. Vor allem aus den USA und Europa kamen erbauliche Impulse. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem Wirtschaftswachstum von 1.0 %.
- Die Wirtschaft der **Eurozone** schwächelt. Nun hat die EU-Kommission die Wachstumsprognosen für den Währungsraum für das laufende Jahr von 1.1% auf 0.8% reduziert. Ob sich die Wirtschaft 2024 erholt, ist fraglich. Wir rechnen mit einer leichten Rezession.
- Starke Konsumdaten und ein intakter Arbeitsmarkt stützen derzeit noch die Wirtschaft in den **USA**. Während wir für das aktuelle Jahr von einem Wachstum von 1.8% ausgehen, dürfte die restriktive Geldpolitik 2024 für einen Wachstumsrückgang auf 0.5% sorgen.

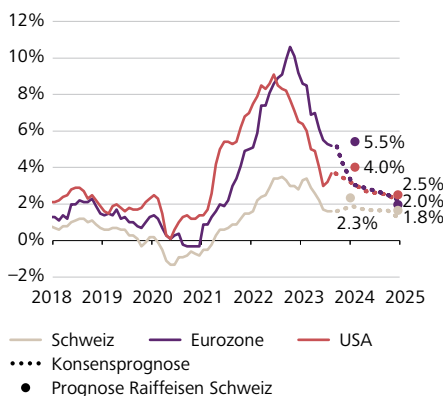


Inflation

Die Inflation ist wieder ein Thema

Treiber sind unter anderem die Energiepreise

Inflation und Prognosen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Per 1. Oktober steigen in der **Schweiz** viele Mieten, was die Teuerung gegen Ende Jahr erhöht. Auch 2024 werden die Mieten weiter anziehen. Für Entspannung sorgen dagegen die Produzenten- und Importpreise, die rückläufig bleiben. Wir prognostizieren für 2023 eine Inflation von 2.3 %.
- Die Inflation in der **Eurozone** hält sich hartnäckig. Das sieht auch die Europäische Zentralbank so, weshalb sie ihren Leitzins im September erneut anhub. Für einen gewissen Inflationsdruck sorgen ebenfalls die Lohnforderungen der Gewerkschaften.
- Das Thema Teuerung ist in den **USA** noch nicht vom Tisch. Aufgrund gestiegener Energiepreise ist die Inflation im August das zweite Mal in Folge wieder angestiegen. Mit 3.7% liegt der Wert aber deutlich unter dem Höchst von 2022 (9.1%).

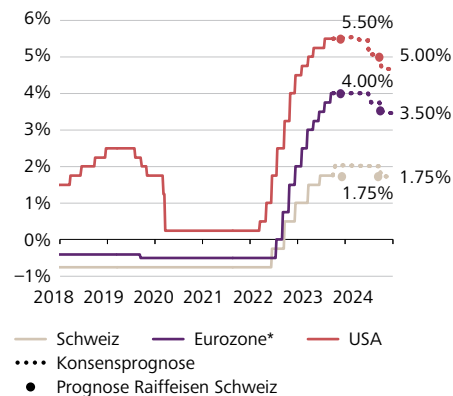


Geldpolitik

Mit den jüngsten Zinserhöhungen...

...dürfte der Zinsgipfel erreicht sein

Leitzinsen und Prognosen



*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Wohl auch aufgrund der jüngsten Wirtschaftsdaten hat die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** vorerst von einem weiteren Zinsschritt abgesehen. Grundsätzlich hält sie sich die Option für weitere Zinserhöhungen offen. Wir rechnen allerdings damit, dass der Zinserhöhungszyklus abgeschlossen ist.
- Die **Europäische Zentralbank (EZB)** hat ihren Leitzins im September erneut erhöht. Damit sagt sie der Teuerung klar den Kampf an und erfüllt ihren Auftrag, nimmt aber eine Rezession in Kauf. Wir gehen davon aus, dass der Zinsgipfel in der Eurozone erreicht ist.
- Obwohl die **US-Notenbank Fed** die Zinsen im September nicht weiter erhöhte, schliesst auch sie gemäss den Äusserungen ihres Chefs, Jerome Powell, weitere Zinsschritte nicht aus. Zudem dürften die Zinsen länger erhöht bleiben, um der Inflation entgegenzuwirken.

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 Performedaten 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.