

November 2023

# Anlageguide



## Der Zinsgipfel ist erreicht

Was heisst das für Anleger?

# Unsere Sicht auf die Märkte

**In dieser Ausgabe zu lesen**

**3 Fokusthema**

Der Zinsgipfel ist erreicht – was heisst das für Anleger?

**5 Unsere Einschätzungen**

- Obligationen
- Aktien
- Alternative Anlagen
- Währungen

**9 Unsere Prognosen**

- Konjunktur
- Inflation
- Geldpolitik

**Schwacher Oktober:** In der letzten Ausgabe des Anlageguides haben wir vor einem stürmischen Herbst und einem Anstieg der Volatilität gewarnt. Der Oktober erwies sich in der Tat als schwacher Börsenmonat. Die Eskalation im Nahen Osten hat die geopolitischen Risiken zusätzlich erhöht und für Verunsicherung gesorgt. Mit Ausnahme von Gold, welches im Monatsverlauf über 6% zulegen konnte, mussten sämtliche Anlageklassen zum Teil deutlich Federn lassen.

**Konjunktureller Gegenwind:** Die massiven Zinserhöhungen entfalten zunehmend ihre Wirkung. Die wirtschaftlichen Vorlaufindikatoren sind im Oktober weiter eingebrochen. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Eurozone fiel von 47.2 auf 46.5 Punkte und notiert damit deutlich unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Die europäische Wirtschaft befindet sich damit am Rande einer Rezession.

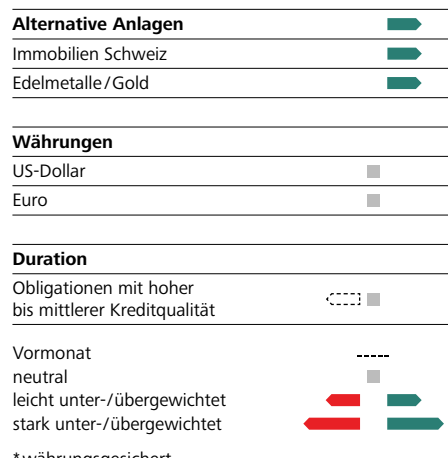
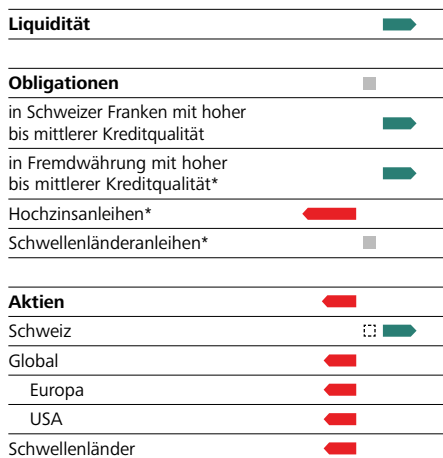
**Ende der Leitzinserhöhungen:** Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihre Leitzinsen im Oktober unverändert gelassen. Obwohl die Inflation noch immer über dem

Zielband der Währungshüter liegt, lassen der starke Konjunkturabschwung sowie die erneut gestiegenen Zinsaufschläge in den Peripheriestaaten wenig Spielraum für eine weitere Straffung der Geldpolitik. Auch die US-Notenbank Fed hat nicht weiter an der Zinsschraube gedreht. Der Zinsgipfel ist erreicht.

**Anleihen kaufen:** Der Zeitpunkt für Anleihenkäufe ist günstig, denn «nach den Zinserhöhungen ist vor den Zinssenkungen». Auch wenn wir mit solchen erst ab Sommer 2024 rechnen, dürften die Renditen von kurzlaufenden Obligationen kaum weiter steigen. Bei der Selektion sollte der Fokus aufgrund der Rezessionsrisiken auf eine hohe Schuldnerqualität gelegt werden.

**Taktische Positionierung:** Wir halten an unserer defensiven Positionierung fest und präferieren Anleihen sowie Gold gegenüber Aktien. Nach der starken Kurskorrektur haben wir allerdings die Quote bei Schweizer Aktien zulasten der Schweizer Immobilienfonds leicht erhöht. Bei den Fremdwährungsanleihen setzen wir zudem auf eine etwas längere Duration.

**Unsere Positionierung**



# Der Zinsgipfel ist erreicht

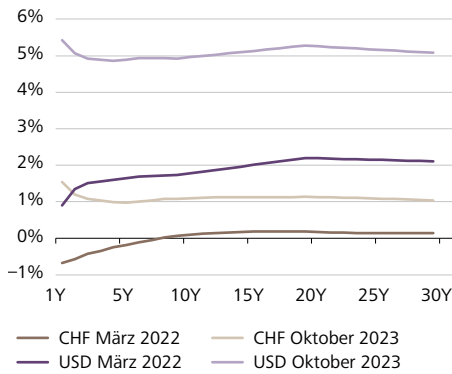
## Was heisst das für Anleger?

### Das Wichtigste in Kürze

Die im März 2022 eingeleitete Zinswende belastet die Finanzmärkte stark. Auch die Wirtschaft wird zunehmend eingebremst. Es droht eine Rezession. Die Volatilität wird entsprechend in den kommenden Monaten erhöht bleiben. Allerdings gehen wir davon aus, dass die Zinserhöhungszyklen abgeschlossen sind. Der konjunkturelle Abschwung dürfte zu einem weiteren Rückgang der Inflation führen. Dadurch wird der Weg für erste Zinssenkungen ab Sommer 2024 geebnet. Spätestens wenn die Geldpolitik wieder expansiver wird, dürften die Börsenampeln auf grün schalten.

### 1 Geld hat wieder einen Wert Zinsanstieg über sämtliche Laufzeiten

Zinskurven in der Schweiz und in den USA, März 2022 und aktuell



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Von 0.25 % auf 5.50 % innerhalb von 19 Monaten. Das ist massiv. Die Rede ist von den Leitzinsen in den USA, welche als Benchmark für das globale Zinsgefüge gelten. Dieses Niveau wurde letztmals im Frühling 2001 erreicht. Die fulminante Zinswende hat ihren Hintergrund im massiven Anstieg der Inflation im Nachgang zur Corona-Pandemie. In den USA lag die Teuerung in der Spitze im Juni 2022 bei über 9 %, in Europa wurden vor einem Jahr teilweise gar zweistellige Raten gemessen. Werte, welche zuletzt in den 1970er-Jahren beobachtet werden konnten. Den Notenbanken rund um den Globus blieb nichts anderes übrig, als die Leitzinsen rasch und aggressiv zu erhöhen. Entsprechend verschoben sich die Zinskurven,

welche die Renditen über die verschiedenen Laufzeiten messen, stark nach oben **► Darstellung 1.**

Dass eine solche Zinsbewegung nicht spurlos an der Wirtschaft und den Finanzmärkten vorbeigehen kann, ist offensichtlich. Die steigenden (Re-)Finanzierungskosten belasten die Budgets der Unternehmen und wirken sich dämpfend auf ihre Investitionstätigkeiten aus. Konsumentinnen und Konsumenten spüren den Kurswechsel der Notenbanken in Form von steigenden Hypothekarzinsen sowie höheren Konsumkreditkosten. Kein Wunder schwächt sich die globale Konjunktur seit Monaten kontinuierlich ab. Insbesondere der Industriesektor ist stark unter Druck **► Darstellung 2.** In Europa befinden sich einige Staaten bereits in einer Rezession und auch in den USA dürfte eine solche für das kommende Jahr vor der Tür stehen.

Steigende Zinsen wirken sich grundsätzlich negativ auf sämtliche Anlageklassen aus. Die Preise der Anleihen sind stark gefallen. Wer unmittelbar vor Beginn der Leitzinserhöhungen im März 2022 eine 10-jährige US-Staatsanleihe kaufte, sitzt heute auf einem Verlust von über 15 %. Auch der hiesige Aktienmarkt sowie indirekte Immobilienanlagen entwickelten sich seit dem Beginn des Zinserhöhungszyklus klar negativ **► Darstellung 3.**

Die entscheidende Frage für Anlegerinnen und Anleger lautet daher: Wie geht es bei den Zinsen weiter?

### 2 Die Vorlaufindikatoren...

...deuten auf einen konjunkturellen Abschwung hin

Einkaufsmanagerindizes für die Industrie (PMI Manufacturing), Heatmap

	10/22	11/22	12/22	01/23	02/23	03/23	04/23	05/23	06/23	07/23	08/23	09/23	10/23
Schweiz	55.4	54.4	54.5	49.3	48.9	47.0	45.3	43.2	44.9	38.5	39.9	44.9	40.6
Eurozone	46.4	47.1	47.8	48.8	48.5	47.3	45.8	44.8	43.4	42.7	43.5	43.4	43.0
USA	50.0	49.0	48.4	47.4	47.7	46.3	47.1	46.9	46.0	46.4	47.6	49.0	46.7
China	49.2	49.4	49.0	49.2	51.6	50.0	49.5	50.9	50.5	49.2	51.0	50.6	49.5
Deutschland	45.1	46.2	47.1	47.3	46.3	44.7	44.5	43.2	40.6	38.8	39.1	39.6	40.7

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



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

Die Zinsen sind das Mass aller Dinge. Als «Preis» für das Geld beeinflussen sie sowohl das Spar- und Konsumverhalten der Individuen als auch die Investitionstätigkeit der Unternehmen. Neben dem wirtschaftlichen Einfluss bestimmt der risikolose Zins auch die Bewertungen und die relativen Attraktivitäten der Anlageklassen. Dies bekamen Anlegerinnen und Anleger seit dem Beginn der Zinswende im März 2022 deutlich zu spüren. Sämtliche Anlageklassen büssten an Wert ein. Wir gehen davon aus, dass die Leitzinserhöhungen abgeschlossen sind. Die Geldpolitik dürfte aber noch einige Zeit restriktiv bleiben und bis dahin hält der Gegenwind für die Finanzmärkte an. Die Zinswende bietet aber auch Opportunities: Die Anleiherenditen sind so hoch wie zuletzt vor 15 Jahren. Entsprechend haben wir sukzessive Investment-Grade-Anleihen aufgestockt. Aktienanleger sollten sich hingegen noch etwas in Geduld üben. Erst wenn die Notenbanken die geldpolitische Bremse lockern, fliesst wieder verstärkt Geld in Aktien. Spätestens ab Sommer 2024 dürfte es so weit sein.



**Matthias Geissbühler**  
CIO Raiffeisen Schweiz

Wir gehen davon aus, dass der Zinsgipfel erreicht ist, und erwarten keine weiteren Leitzinserhöhungen. Diese dürften allerdings bis Mitte 2024 auf erhöhten Niveaus verharren. Daraus lassen sich diverse Schlüsse ziehen.

Wirtschaftlich stehen schwierige Zeiten an. Damit die Inflation nachhaltig zurück in den Zielbereich der Notenbanken kommt, müssen sich sowohl die Konjunktur als auch der angespannte Arbeitsmarkt abschwächen. Ohne eine (zumindest technische) Rezession ist dies kaum möglich. Eine solche wird sich negativ auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen und somit auch auf die Aktienmärkte auswirken. Dies ist der Hauptgrund, warum wir bei den eher zyklischen Aktienmärkten anlagetaktisch weiterhin untergewichtet bleiben.

Sobald sich die Anzeichen einer Rezession verdichten, dürfte die Geldpolitik aber im Verlauf des kommenden Jahres schrittweise wieder gelockert werden. Aus dem geldpolitischen Gegenwind könnte somit ab der zweiten Jahreshälfte 2024 wieder ein Rückenwind werden. Davon werden in erster Linie Anleihen profitieren. Sinkende Zinsen bedeuten steigende Kurse. Wir erachten den Zeitpunkt für den Kauf von qualitativ hochstehenden Investment-Grade-Anleihen deshalb als günstig. Aus struk-

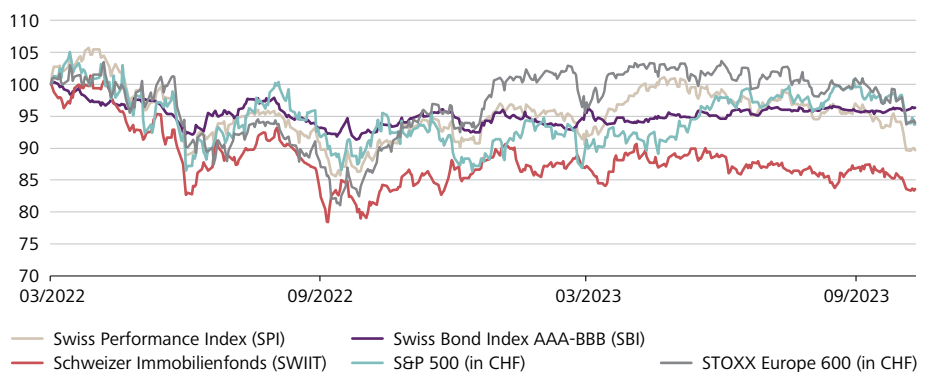
turellen Gründen favorisieren wir Obligationen mit kürzeren bis mittleren Restlaufzeiten. Da die Zinskurven immer noch sehr flach sind, werden die höheren Zinsänderungsrisiken von langlaufenden Anleihen nicht adäquat entschädigt. Zudem besteht in den USA und in Europa ein zunehmendes Ungleichgewicht zwischen Nachfrage und Angebot nach Staatsanleihen. Aufgrund der weiter steigenden Verschuldung müssen immer mehr neue Anleihen emittiert werden. Gleichzeitig fallen die Notenbanken – aufgrund des Quantitative Tightenings – als Käufer aus. Diese Entwicklung kann dazu führen, dass die Langfristzinsen kurzfristig noch etwas weiter steigen.

Gold dürfte in den kommenden Monaten gesucht bleiben. Da die US-Notenbank die erste war, welche die Leitzinsen erhöht hat, dürfte sie diese auch als erste wieder senken. Damit wird sich der temporär erstarkte US-Dollar wieder abschwächen. Beide Faktoren sprechen für das gelbe Edelmetall.

Für Anlegerinnen und Anleger bleiben die kommenden Monate anspruchsvoll. Wir rechnen mit einer erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten. Allerdings gibt es einen Lichtblick: Spätestens ab der zweiten Jahreshälfte 2024 dürfte die Geldpolitik drehen. Dann schalten die Börsenampeln wieder auf grün.

**3 Die massiven Zinserhöhungen...**  
...bedeuten Gegenwind für die Finanzmärkte

Kursentwicklung des Swiss Performance Index (SPI), Swiss Bond Index AAA-BBB (SBI) sowie der Schweizer Immobilienfonds (SWIIT) seit dem 16. März 2022, indiziert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# Obligationen

**Von Athen über London bis nach Washington: Obligationen sind für Anleger wieder attraktiv. Besonders gesucht sind Schweizer Staatsanleihen. Das drückt allerdings die Rendite.**



## Schon gewusst?

Da die Notenbanken nur die kurzfristigen Zinsen steuern, ergeben sich die langfristigen Kapitalmarktzinsen aus den Erwartungen des Marktes und dem Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage. Das bedeutet, dass bei einer geringen Nachfrage nach einer Obligation deren Preis sinkt. Je tiefer der Preis, desto höher die Verfallrendite. Zudem ist die jährliche Couponzahlung eine wichtige Renditequelle. Aus diesem Grund sind US-Staatsanleihen aktuell attraktiv, während ihre Schweizer Pendanten aus Renditesicht weniger abwerfen. Allerdings müssen Schweizer Anlegerinnen und Anleger die Währungsentwicklung mitberücksichtigen. Sinkt die Währung stärker als die Renditedifferenz, lohnt sich der Kauf einer Fremdwährungsanleihe nicht.

Griechenland ist wieder «anlagewürdig». Die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) hat das Land im Oktober auf BBB- hochgestuft und ihm damit den besagten Stempel verpasst. Deshalb dürfte die Nachfrage nach griechischen Staatsanleihen anziehen. Bis sie sich allerdings auf breiter Front in den Portfolios einnisten, sind weitere Heraufstufungen nötig, etwa von Moody's oder Fitch. Trotzdem scheinen die Folgen der Finanz- und Eurokrise, als der griechische Staat seinen finanziellen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen konnte, definitiv vorüber zu sein. Damals wären Zinsen von über 30 % fällig geworden, hätte Griechenland frisches Geld aufnehmen müssen. Heute bezahlt es dafür weniger als Italien ► **Darstellung 4**.

### 4 Griechenland hat es geschafft

Dank einer Hochstufung sinken die Kosten

Renditedifferenz griechischer und italienischer Staatsanleihen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Dank der über alle Laufzeiten angestiegenen Zinsen sind Obligationen generell wieder zur Anlagealternative geworden. Vor allem in den USA bietet sie Anlegern mit 5 % für Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zwei Jahren eine attraktive Rendite, ohne dass sich diese übermässig lange binden müssen.

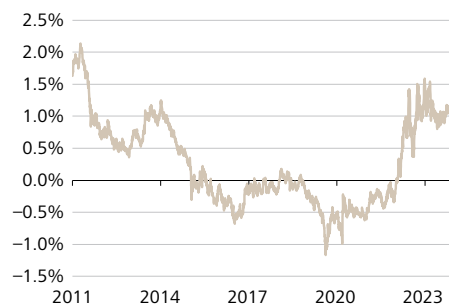
Ausserdem sind Obligationen deutlich weniger volatil als Aktien. Aber auch länger laufende Papiere sind für Anleger wieder interessant. So ist die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen im Oktober das erste Mal seit 2007 wieder auf über 5 % geklettert. Ein Grund dafür ist die derzeit im Verhältnis zum stark wachsenden Angebot geringe Nachfrage nach diesen Papieren.

Das ist in der Schweiz anders. Hier drückt die hohe Nachfrage die Renditen. «Eidgenossen» gelten als qualitativ einzigartig. Die niedrigere Rendite kann somit als Preis der Sicherheit betrachtet werden. Ein Grund dafür ist auch der starke Franken, der vielen Investoren als sicherer Hafen dient. Die im Vergleich zum Ausland niedrige Inflation in der Schweiz führt zudem dazu, dass die Realrendite verhältnismässig attraktiv bleibt. Die Zinswende hat also auch hierzulande stattgefunden. Da wir davon ausgehen, dass der Zinsgipfel erreicht ist, erachten wir qualitativ hochstehende Anleihen als kaufenswert ► **Darstellung 5**.

### 5 Die Zinswende ist vollzogen

Nachfrage nach Sicherheit drückt Renditen

Rendite von Schweizer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# Aktien

**Die restriktive Geldpolitik und die zähe Inflation widerspiegeln sich schon länger in den konjunkturellen Vorlaufindikatoren. Nun schlagen die Bremsspuren zunehmend auf die Unternehmen durch.**

## Was bedeutet eigentlich?

### Winterhalbjahr

In der Vergangenheit waren die mit Aktien zu erzielenden Erträge im Winterhalbjahr (November bis April) meistens höher als im Sommer (Mai bis Oktober). Beim Swiss Market Index (SMI) beispielsweise betrug die Winter-Rendite seit 1988 im Durchschnitt 5.9%, die Sommer-Rendite hingegen lediglich 1.6%. Hauptgrund ist neben der oftmals stattfindenden Jahresendralley das sogenannte «Window Dressing». Viele Vermögensverwalter kaufen im Schlussquartal Aktien, die im Verlauf des Jahres gut gelaufen sind, und verkaufen Verlierertitel. Ein Garant für steigende Aktienkurse ist die günstige Saisonalität aber freilich nicht.

Dank der Corona-Ersparnisse der Verbraucher sowie hoher Auftragsbestände konnten viele Unternehmen im ersten und zweiten Quartal dieses Jahres solide Geschäftsergebnisse präsentieren. In den USA lagen in dieser Zeit mehr als zwei Drittel der Abschlüsse über den Markterwartungen. Ähnliches gilt für die Schweiz. Diese Sondereffekte fallen aber zunehmend weg. Entsprechend zeigen sich in den Drittquartalszahlen erste Spuren der strafferen Geldpolitik.

Den konjunkturellen Gegenwind verspüren hierzulande insbesondere die Vertreter der Industrie- und Technologiebranche. Ihnen macht zudem der starke Schweizer Franken zu schaffen. Bei vielen Industrieunternehmen ist die Book-to-Bill-Ratio mittlerweile unter eins gefallen. Das bedeutet, dass die Auftragseingänge unter den erzielten Umsätzen liegen. Die Zahlenkränze von ABB, Bossard, Comet, Huber + Suhner, Rieter und VAT blieben – teils deutlich – hinter den Erwartungen zurück. Es gibt aber auch Lichtblicke. Der Computerzubehör-Produzent Logitech und der Lifthersteller Schindler haben mit ihren Quartalszahlen überzeugt. Gemischt fällt das Fazit in der Pharmabranche aus. Während Roche die rückläufigen Corona-Umsätze zu spüren bekommt, konnte Novartis Um-

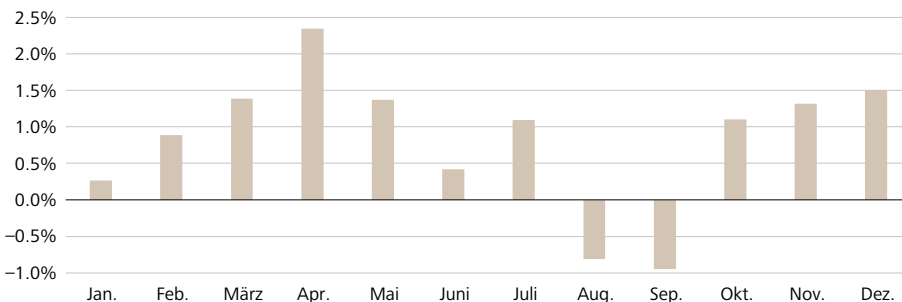
satz und Gewinn weiter steigern. Der Lebensmittelriese Nestlé beweist indes, dass sich die höheren Produktionskosten nicht unbegrenzt auf die Konsumenten abwälzen lassen. Trotz starker Preissetzungsmacht verfehlte er die Umsatzprognosen.

Angesichts der sich stetig abschwächenden Wirtschaft geben sich viele Unternehmen beim Ausblick vorsichtig. Wir erachten deshalb die Gewinnschätzungen der Analysten für 2024 als zu optimistisch und halten Abwärtsrevisionen für wahrscheinlich. Die infolge des Kriegsausbruchs im Nahen Osten erhöhten geopolitischen Risiken sowie die deutlich gestiegenen Anleiherenditen bescheren den Aktienmärkten zusätzlichen Gegenwind. Das Umfeld für Aktien bleibt somit herausfordernd. Dabei wäre das **Winterhalbjahr** im Schnitt ein saisonal attraktives Zeitfenster ► **Darstellung 6**. Wir rechnen mit einer weiterhin erhöhten Volatilität und halten an unserem taktischen Untergewicht bei Aktien fest. Innerhalb der Anlageklasse bevorzugen wir wegen seines defensiven Charakters den Schweizer Heimmarkt. Nach der deutlichen Kurskorrektur im Oktober haben wir die entsprechende Quote antizyklisch leicht erhöht.

### 6 Starkes Winterhalbjahr

Historisch profitieren Anleger von November bis April überdurchschnittlich

Durchschnittliche Monatsrenditen des Swiss Performance Index (SPI), von 1988 bis 2022



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# ♟️ Alternative Anlagen

**Gold hat im Zuge der gestiegenen Zinsen vermeintlich an Attraktivität eingebüsst. Zu Unrecht, wie die jüngste Kursentwicklung gezeigt hat. Das gelbe Edelmetall gehört weiterhin ins Portfolio.**

## Was bedeutet eigentlich?

### Opportunitätskosten

Jeder Entscheid hat Konsequenzen. Wer ins Kino geht, kann nicht gleichzeitig mit Freunden jassen. Richtig oder falsch gibt es nicht. Jeder Beschluss ist aber mit dem Abwägen von Alternativen und den damit einhergehenden Kosten sowie dem Nutzen verbunden – materiell oder immateriell. Das ist beim Investieren genauso, wobei der materielle Aspekt im Vordergrund steht. Wer in Gold investiert, erhält keine regelmäßigen Ausschüttungen, reduziert aber die Schwankungen in seinem Portfolio und setzt auf Preissteigerungen. Dank dem Zinsanstieg der vergangenen Monate besitzen Anlegerinnen und Anleger nun aber wieder eine Reihe von Investitionsmöglichkeiten, die gegeneinander abgewogen werden können. Das bedeutet auch, dass gewisse Anlagen attraktiver, andere weniger attraktiv geworden sind. Es ist alles eine Frage der Opportunitäten.

Gold hat im Oktober erneut bewiesen, für was es steht: Sicherheit. Mit dem Angriff der Terrororganisation Hamas auf Israel haben die geopolitischen Unsicherheiten weiter zugenommen. Neben der Ukraine herrscht nun an einem zweiten Ort unweit von Europa Krieg. Das hat den Goldpreis von 1'810 auf zeitweise über 2'000 US-Dollar getrieben ► **Darstellung 7**.

### 7 Gold liefert ab... ...und schützt in schwierigen Phasen

Goldpreis pro Unze, in US-Dollar



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Es ist das zweite Mal dieses Jahr, dass Gold als sicherer Hafen nachgefragt wurde. Bereits während der US-Regionalbankenkrisis im März schoss der Preis des Edelmetalls über die 2'000er-Marke. Neben dem Schutz vor geopolitischen Unsicherheiten sichert es Anleger gegen Kaufkraftverluste ab. Deshalb halten wir an unserem Übergewicht in Gold fest, auch wenn es wegen der stark gestiegenen Zinsen und der damit höheren **Opportunitätskosten** bei Investoren bisweilen an Glanz verliert.

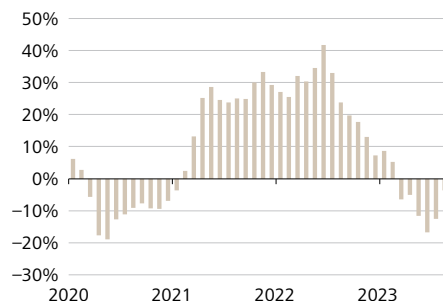
Ähnlich verhalten sich Immobilien. In der Schweiz sprechen die hohe Nachfrage und das begrenzte Angebot zwar immer noch für ein Investment, allerdings bieten auch hier die gestiegenen Zinsen den Anlegern

eine valable Alternative. Hinzu kommt, dass bei Renditeobjekten die künftigen Erträge mit einem höheren Zins abdiskontiert werden, was deren Wert reduziert – nicht immer kann das über Mietzinserhöhung aufgefangen werden. Aus diesen Gründen haben wir unsere Gewichtung leicht reduziert.

Ganz anders verhält sich Öl. Es gilt als Schmiermittel der Weltwirtschaft und sein Preis beeinflusst diese ganz direkt. Dennoch wirkt der seit dem Sommer stark angestiegene Ölpreis im Jahresvergleich noch nicht inflationstreibend. Im vergangenen Jahr lag sein Einfluss auf die Teuerung in den USA teils bei 40% ► **Darstellung 8**. Mit Blick auf den anstehenden Winter, die Fördermengenregulierung der OPEC+ sowie die anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten sind Befürchtungen um einen höheren Ölpreis verständlich. Aufgrund der nachlassenden Wirtschaftsdynamik rechnen wir allerdings mittelfristig eher mit rückläufigen Notierungen.

### 8 Trotz Anstieg des Ölpreises... ...ist Energie aktuell kein Inflationstreiber

Beitrag von Energie zur Inflationsentwicklung in den USA, im Jahresvergleich



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



# Währungen

**Mit dem Kriegsausbruch im Nahen Osten haben die geopolitischen Risiken weiter zugenommen. Der Schweizer Franken war einmal mehr als sicherer Kapitalhafen gefragt.**

## Schon gewusst?

Die ersten Euro-Banknoten wurden am 1. Januar 2002 in Umlauf gebracht. Bei ihrer Gestaltung entschloss sich die Europäischen Zentralbank (EZB) bewusst auf die Abbildung von realen Bauwerken oder Personen zu verzichten, damit sich kein Land aufgrund der Motive benachteiligt fühlt. Stattdessen sind auf den Vorderseiten fiktive Tore und Fenster aus ganz unterschiedlichen Epochen zu finden. Diese sollen den Geist der Offenheit und der Zusammenarbeit im Währungsraum symbolisieren. Die Rückseiten zieren hingegen verschiedene Brücken, die für die Verbundenheit innerhalb Europas sowie zwischen Europa und der übrigen Welt stehen.

Saftige Bergwiesen, glückliche Kühe und imposante Berge. So wird die Schweiz in vielen Tourismusprospekten angepriesen. Auch wenn das ein überzeichnetes Bild ist, so steckt doch ein Körnchen Wahrheit darin. Denn die Schweiz ist eine starke Volkswirtschaft mit stabilen sozialen und politischen Verhältnissen. Das ermöglicht es ihr, erfolgreich durch Krisenzeiten zu navigieren. Entsprechend «hart» ist der Schweizer Franken. Während andere Währungen in unsicheren Zeiten unter Druck geraten, lässt dieser seine Muskeln spielen.

Der Ruf des Schweizer Frankens als sicherer Hafen bewahrheitete sich mit Blick auf den Kriegsausbruch im Nahen Osten einmal mehr. Angesichts der in der Folge nochmals gestiegenen geopolitischen Risiken floss verstärkt Kapital aus dem Ausland in Richtung Schweiz. Dementsprechend deutlich hat der Franken im Oktober gegenüber den meisten Währungen an Wert gewonnen. Der Euro markierte gar ein neues Allzeittief bei 0.9432 Franken ► **Darstellung 9**. Angesichts der langen Liste an Risiken erwarten wir, dass die helvetische Währung gegenüber dem Euro auch weiterhin zur Stärke neigen wird. Aufgrund seiner hohen

### 9 Der Euro-Franken-Kurs...

...kennt nur eine Richtung

Entwicklung Wechselkurs EUR/CHF

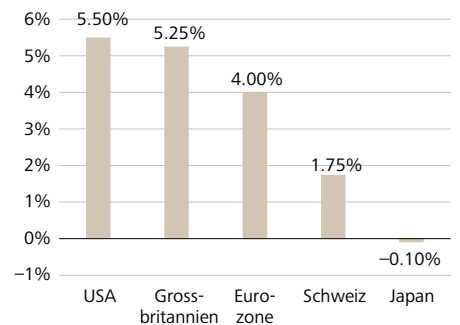


Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

### 10 Entgegen dem globalen Trend

Japan setzt auf eine lockere Geldpolitik

Leitzinsen im internationalen Vergleich



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

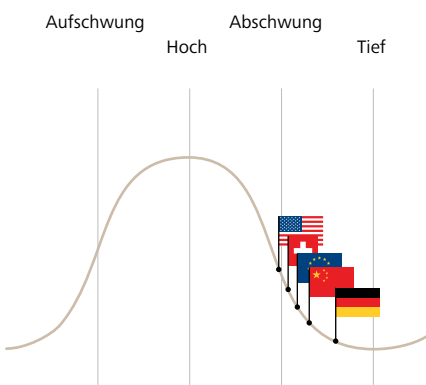
Liquidität und der Robustheit der amerikanischen Wirtschaft zählt für gewöhnlich auch der US-Dollar zu den klassischen Fluchtwährungen. Im Oktober konnte er diesem Ruf aber nur bedingt gerecht werden. Grund ist der ungelöste Streit um das Haushaltsbudget, der wie ein Damoklesschwert über der US-Währung hängt. Vom unsicheren Marktumfeld ebenfalls nicht profitieren konnte der japanische Yen. Dieser setzte im letzten Monat seine Talfahrt fort. Zum Franken fiel er zwischenzeitlich unter die Marke von 0.60. Schuld ist die Bank of Japan (BoJ). Diese setzt im Gegensatz zu den anderen grossen Notenbanken auf eine Politik des lockeren Geldes und hält die Leitzinsen im negativen Bereich ► **Darstellung 10**. Die wachsende Zinslücke zum Ausland macht die japanische Valuta trotz ihres «safe haven»-Charakters für Investoren unattraktiv.



# Ein Blick nach vorne

**Die Bremsspuren der restriktiven Geldpolitik in der Konjunktur mehren sich. Angesichts der zähen Inflation werden die Notenbanken die Zinsen dennoch für längere Zeit hochhalten.**

## Konjunktur



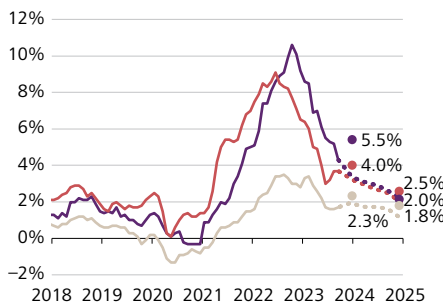
- Die globale Konjunkturflaute und die zuletzt nochmals gestiegenen geopolitischen Risiken hinterlassen auch in der **Schweizer** Wirtschaft ihre Spuren. Dank Vollbeschäftigung zeigt sich diese bislang aber noch robust. Für 2023 rechnen wir mit einer Expansion des Bruttoinlandsproduktes (BIP) von 1.0%.
- Mit dem Kriegsausbruch im Nahen Osten hat der Gegenwind für die Wirtschaft der **Eurozone** weiter zugenommen. Zudem schlagen die schärferen Finanzierungsbedingungen zunehmend auf die Konjunktur durch. Wir prognostizieren für dieses Jahr ein Wachstum von 0.5%. Nächstes Jahr dürfte indes eine Rezession unvermeidbar sein.
- Als wichtige Stütze der Wirtschaft in den **USA** erweisen sich weiterhin der robuste Konsum sowie der intakte Arbeitsmarkt. Nichtsdestotrotz nimmt der konjunkturelle Gegenwind infolge der restriktiven Geldpolitik zu. Wir gehen für das laufende Jahr von einem Wachstumsplus von 2.2% aus.

## Inflation

### Die Bekämpfung der Inflation...

...zieht sich hin

Inflation und Prognosen



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

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

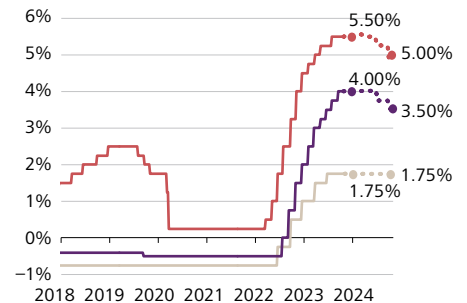
- Die steigenden Mieten werden zu einem erneuten Teuerungsschub in der **Schweiz** führen. Unserer Meinung nach dürfte dieser allerdings nur temporär sein. Für 2023 prognostizieren wir eine Inflationsrate von 2.3%.
- Die Teuerung in der **Eurozone** ist weiterhin auf dem Rückmarsch (Oktober: 2.9%). Am höchsten war der Preisanstieg zuletzt bei Lebens- und Genussmitteln. Trotz des Rückgangs liegt die Inflation nach wie vor über dem mittelfristigen Ziel der Europäische Zentralbank (EZB) von 2%.
- Die Inflation in den **USA** erweist sich als äusserst hartnäckig. Sie stagnierte im September bei 3.7%. Dass der Grundtrend aber weiterhin stimmt, zeigt die Kernrate, welche die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise ausklammert. Diese sank von 4.3% auf 4.1%.

## Geldpolitik

### Erste Zinssenkungen...

...sind nicht vor Mitte 2024 zu erwarten

Leitzinsen und Prognosen



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

\*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Der starke Franken spielt der **Schweizerischen Nationalbank (SNB)** in Sachen Inflationsbekämpfung in die Karten. Nichtsdestotrotz hält sie sich die Option für weitere Zinserhöhungen offen. Wir gehen dessen ungeachtet davon aus, dass hierzulande der Zinsgipfel erreicht ist.
- Angesichts der jüngsten Wirtschaftsdaten hat die **Europäische Zentralbank (EZB)** im Oktober darauf verzichtet, die Zinsen nochmals anzuheben. Wir rechnen damit, dass sie diese nun für längere Zeit auf dem aktuellen Niveau halten wird.
- Die **US-Notenbank Fed** will die Inflation eindämmen und den heiss gelaufenen Arbeitsmarkt abkühlen, ohne die Wirtschaft abzuwürgen. Gemäss den jüngsten FOMC-Protokollen schliesst sie daher weitere Zinsschritte nicht kategorisch aus, will aber diesbezüglich Vorsicht walten lassen.

### 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.