

März 2025

# Anlageguide



## Wohin mit dem Gewinn?

**Dividenden, Aktienrückkäufe,  
Akquisitionen oder Schuldenabbau**

# Unsere Sicht auf die Märkte

## In dieser Ausgabe zu lesen

### 3 Fokusthema

Wohin mit dem Gewinn?  
Dividenden, Aktienrückkäufe,  
Akquisitionen oder Schuldenabbau

### 5 Unsere Einschätzungen

- Obligationen
- Aktien
- Alternative Anlagen
- Währungen

### 9 Unsere Prognosen

- Konjunktur
- Inflation
- Geldpolitik

**Starker Jahresauftakt:** Die Börsen haben sich in den ersten beiden Monaten solid entwickelt. Mit einem Plus von rund 12 % gehört der Schweizer Aktienmarkt zu den Gewinnern. Auch europäische Aktien konnten zweistellig zulegen. Mehr Mühe hatten hingegen US-Aktien. Die Euphorie nach der Wahl von Donald Trump hat sich deutlich abgeschwächt. Von den (geo-)politischen Unsicherheiten profitierte derweil Gold. Das gelbe Edelmetall setzte seine letztjährige Rally fort und stieg bereits wieder um über 10 %.

**Solide Jahresabschlüsse:** Die Gewinnsaison ging ohne grosse Überraschungen zu Ende. Die Ergebnisse fielen mehrheitlich im Rahmen der Erwartungen aus. Für 2025 sind die Prognosen der Analysten allerdings ambitioniert. Den europäischen und Schweizer Unternehmen wird ein Gewinnplus im hohen einstelligen Prozentbereich zugetraut. In den USA wird gar mit einem Gewinnwachstum von sportlichen 14 % gerechnet.

**Konjunkturelle Bremsspuren:** Die Vorlaufindikatoren sowie die Konsumentenstimmung in den USA haben sich im

Februar überraschend stark abgeschwächt. Die hartnäckig hohe Inflation und die entsprechend hohen Zinsen werden zunehmend zu einer Belastung. Zwar ist die US-Wirtschaft noch immer auf dem Wachstumspfad, die Dynamik hat aber nachgelassen.

**Deutschland hat gewählt:** Wie erwartet hat die CDU/CSU die Wahl gewonnen und wird mit Friedrich Merz den neuen Kanzler stellen. Im Fokus steht derzeit eine Koalition mit der SPD. Die politischen und wirtschaftlichen Herausforderungen sind gross, denn Deutschland steckt seit zwei Jahren in einer Rezession. Möglicherweise könnte die Schuldenbremse gelockert werden – mit ungewissen Konsequenzen für die Kapitalmärkte.

**Kleinere Portfolioadjustierungen:** Wir belassen unsere Anlagetaktik unverändert. Aufgrund der starken Performance der Aktien und den entsprechenden Verschiebungen der Portfoliogewichte wurde aber per Ende Februar ein Rebalancing vorgenommen. Auf der Aktienseite präferieren wir weiterhin defensive und dividendenstarke Werte.

## Unsere Positionierung

<b>Liquidität</b>	
<b>Obligationen</b>	
in Schweizer Franken mit hoher bis mittlerer Kreditqualität	
in Fremdwährung mit hoher bis mittlerer Kreditqualität*	
Hochzinsanleihen*	
Schwellenländeranleihen*	
<b>Aktien</b>	
Schweiz	
Global	
Europa	
USA	
Schwellenländer	

<b>Alternative Anlagen</b>	
Immobilien Schweiz	
Edelmetalle / Gold	
<b>Währungen</b>	
US-Dollar	
Euro	
<b>Duration</b>	
Obligationen mit hoher bis mittlerer Kreditqualität	
Vormonat neutral	
leicht unter-/übergewichtet	
stark unter-/übergewichtet	

\*währungsgesichert

# Wohin mit dem Gewinn?

## Dividenden, Aktienrückkäufe, Akquisitionen oder Schuldenabbau



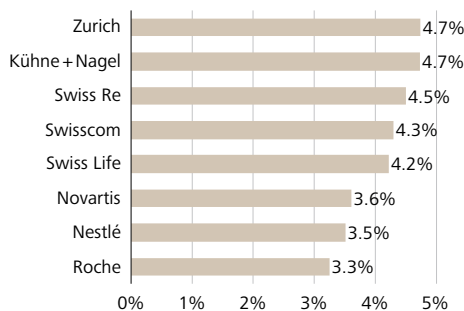
### Das Wichtigste in Kürze

Wohin mit dem Gewinn? Profitable Unternehmen haben verschiedene Möglichkeiten für die Gewinnverwendung. Es können Schulden zurückbezahlt oder eigene Aktien zurückgekauft werden. Eine weitere Variante ist die Akquisition von Firmen (M&A). Viertens kann ein Teil des Gewinns in Form von Dividenden an die Aktionäre zurückgeführt werden. Diese Möglichkeit wird von vielen Schweizer Unternehmen rege genutzt. In diesem Jahr dürfte die Rekordsumme von insgesamt 54 Milliarden Schweizer Franken ausgeschüttet werden. Im SPI liegt die Dividendenrendite damit bei rund 2.9 %. Insbesondere im Tiefzinsumfeld erhöht sich dadurch die Attraktivität von Aktien. Bei der Aktienselektion sollte das Augenmerk aber nicht auf die absolute Höhe der Dividendenrendite, sondern auf die Konstanz der Ausschüttungen gelegt werden. Gute Beispiele sind die Dividendenaristokraten Nestlé, Novartis und Roche, welche ihre Dividenden in den vergangenen 25 Jahren stets erhöhen konnten.

Sie tun es schon wieder. Die drei Schwergewichte des Swiss Market Index (SMI), Nestlé, Roche und Novartis, erhöhen ihre Ausschüttungen und zementieren damit ihren Status als Dividendenaristokraten. Zu diesen werden Unternehmen gezählt, welche die Dividende über mindestens 25 Jahre hinweg kontinuierlich erhöht haben. Insgesamt schütteten die drei Blue Chips die Rekordsumme von 22.5 Milliarden Franken an ihre Aktionäre aus und weisen Dividendenrenditen von je rund 3.5 % aus. Noch höhere Renditen werfen die Versicherer Swiss Life, Swiss Re und Zurich Insurance sowie der Telekomkonzern Swisscom ab ► **Darstellung 1**. Für das abgelaufene Geschäftsjahr werden generell rekordhohe Ausschüttungen getätigt: Die 205 im Swiss Performance Index (SPI) zusammengefassten Schweizer Unternehmen führen rund 54 Milliarden Franken in Form von Dividenden an ihre Anteilseigner zurück. Um diese Summe in den Kontext zu stellen, können wir einen Blick auf die geplanten Ausgaben des Bundes werfen. Gemäss Budget 2025 belaufen sich die Staatsausgaben auf 86.4 Milliarden Franken. Mit den Dividenden der kotierten Schweizer Unternehmen liessen sich also fast zwei Drittel der Gesamtausgaben des Bundes finanzieren.

### 1 Novartis, Roche und Nestlé ... ... sind zuverlässige Dividendenzahler

Die acht SMI-Titel mit der aktuell höchsten Dividendenrendite

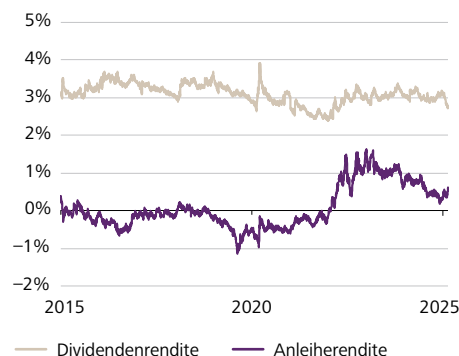


Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Für Anlegerinnen und Anleger sind Dividenden eine willkommene Einnahmequelle. Aktuell beläuft sich die Dividendenrendite beim SPI auf rund 2.9 %, was in etwa dem langfristigen historischen Durchschnitt entspricht. Nach den Zinssenkungen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) und dem erneuten Zinsrutsch bei den Anleihen gewinnen diese zusätzlich an Attraktivität ► **Darstellung 2**.

### 2 Dividenden gewinnen im Tiefzinsumfeld ... ... an Bedeutung und erhöhen die relative Attraktivität von Aktien

Entwicklung der Dividendenrendite des SPI und der Anleiherendite 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Dividenden sind aber nur eine mögliche Form der Gewinnverwendung. Insbesondere im angelsächsischen Raum sind Aktienrückkäufe oft die präferierte Variante. Kaufen Unternehmen ihre eigenen Aktien zurück und werden diese anschliessend «vernichtet», erfolgt eine sogenannte Gewinnverdichtung: Da der Reingewinn auf weniger Aktien verteilt werden muss, steigt der Gewinn pro Aktie. Und dies sollte ceteris paribus zu einer höheren Bewertung, sprich steigenden Aktienkursen, führen. Hinzu kommt, dass Aktienrückkäufe den Unternehmen eine höhere Flexibilität bei der Umsetzung bieten und steuerliche Vorteile haben. Im Gegensatz zu den Dividenden unterliegen diese nicht der



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

Bald ist Zahltag. Im Frühling schütten die Schweizer Unternehmen 54 Milliarden Franken an ihre Aktionäre aus – ein neuer Rekord. Für langfristig orientierte Anleger ist die Dividende ein wesentlicher Bestandteil der Performance. So hat der Swiss Market Index (SMI) seit der Jahrtausendwende 70 % an Wert zugelegt. Inklusive reinvestierter Dividenden resultiert gar ein Plus von über 230 %. In dieser Zeitspanne hat die Dividende also mehr als die Hälfte zur Gesamtpformance beigetragen. Aktuell liegt die Dividendenrendite des SMI bei 2.9 %. Im Vergleich dazu ist die Rendite der 10-jährigen Schweizer Staatsanleihe auf 0.4 % zurückgefallen und kompensiert damit nicht einmal mehr die Inflation. Natürlich haben Aktien eine deutlich höhere Volatilität als Anleihen. Wer aber einen langen Anlagehorizont und eine gewisse Risikobereitschaft mitbringt, für den bleiben solide und dividendenstarke Aktien die erste Wahl.



**Matthias Geissbühler**  
CIO Raiffeisen Schweiz

Einkommenssteuer. Viele Unternehmen kombinieren auch die beiden Varianten. Novartis beispielsweise hat im Rahmen des im Juli 2023 bekannt gegebenen Aktienrückkaufprogramms im Umfang von bis zu 15 Milliarden US-Dollar aktuell noch 5.4 Milliarden ausstehend. Bei den SMI-Gesellschaften haben derzeit zudem der Industriekonzern ABB, die Grossbank UBS, der Sanitärtechniker Geberit, der Pharmazulieferer Lonza sowie der Lebensversicherer Swiss Life Aktienrückkaufprogramme am Laufen. Und eine Dividende gibt es jeweils obendrauf.

Aktienrückkäufe haben aber auch eine Kehrseite. So reduziert sich bei der Vernichtung von eigenen Aktien das Eigenkapital, was zu einer Verschlechterung der Bilanzqualität führt. Hinzu kommt, dass diese oft prozyklisch durchgeführt werden und somit nicht immer wertstiftend sind. Ein Paradebeispiel ist Nestlé: Der Nahrungsmittelkonzern hat im Dezember 2024 sein im Januar 2022 gestartetes Aktienrückkaufprogramm beendet. Insgesamt wurden für 20 Milliarden Franken 187.4 Millionen Aktien an der Börse zurückgekauft. Der Durchschnittspreis lag dabei bei 106.74 Franken und damit fast 20 % höher als der aktuelle Börsenkurs von rund 87 Franken. Rückblickend hätte Nestlé also besser das Geld an die Aktionäre ausgeschüttet oder für den Schuldenabbau verwendet. Die Reduktion von Fremdkapital ist die dritte, aber vom Management in der Regel eher weniger präferierte Variante der Gewinnverwendung.

Eine weitere Möglichkeit ist die Akquisition von Firmen. Gemäss KPMG waren Schweizer Firmen im Bereich Mergers & Acquisitions (M&A) auch 2024 sehr aktiv.

Zwar wurden mit 464 Fusionen und Übernahmen 4 % weniger Transaktionen als im Jahr 2023 vollzogen. Die Deal-Volumen sind aber um über die Hälfte von 72 Milliarden auf 115 Milliarden US-Dollar angestiegen. Insbesondere Pharmaunternehmen sind sehr aktiv. Im Fokus stehen dabei oft kleinere Biotechnologiefirmen mit vielversprechenden Medikamenten in der Forschungspipeline. Allerdings ist die Erfolgsrate durchgezogen. So mussten die Schweizer Pharmakonzerne ihre jüngsten Akquisitionen wertberichtigen oder ganz abschreiben. Bei Novartis betraf dies die Übernahme der deutschen Morphosys und bei Roche die Biotechfirmen Flatiron Health und Spark Therapeutics, die sich jüngst als Fehlinvestitionen erwiesen.

Unter dem Strich sind für Anlegerinnen und Anleger Dividenden oftmals die bevorzugte Variante. Erstens wird dadurch ein stabiles Einkommen erzielt und zweitens kann selbst entschieden werden, wie das Geld (re-)investiert werden soll. Entscheidend ist dabei nicht die absolute Höhe der Dividendenrendite, sondern die Konstanz der Ausschüttungen. Aber auch diesbezüglich gehören die Schweizer Firmen zu den Musterschülern und schon jetzt spricht vieles dafür, dass der diesjährige Dividendenrekord bereits im nächsten Jahr erneut geknackt wird.

# Obligationen

**Die Zinsen in der Schweiz dürften weiter sinken. Damit nimmt der reale Kaufkraftverlust bei Eidgenossen zu. Schwellenländeranleihen dagegen locken mit attraktiven Renditen bei einem moderaten Risiko.**



## Was bedeutet eigentlich?

### Ratingagentur

Die Geschichte der Ratingagenturen begann im Jahr 1909, als das Schienennetz der USA ausgebaut wurde. Dafür benötigten die beteiligten Eisenbahngesellschaften viel Geld. An dieses zu kommen, war allerdings alles andere als einfach. Denn der Kapitalmarkt war damals noch weitgehend intransparent und das Kreditrisiko für potenzielle Investoren entsprechend hoch. Der Finanzanalyst John Moody erkannte das Problem und gründete eine Gesellschaft namens John Moody & Co. Diese sammelte gezielt Informationen über die Eisenbahngesellschaften, deren Aktien sowie Management und bewertete anhand dessen deren Kreditwürdigkeit. Wenig später stiegen dann auch Standard Statistics (heute S&P) und Fitch Ratings in das Geschäft ein. Heute entfallen über 90 % der Einnahmen der Ratingbranche auf diese drei Unternehmen.

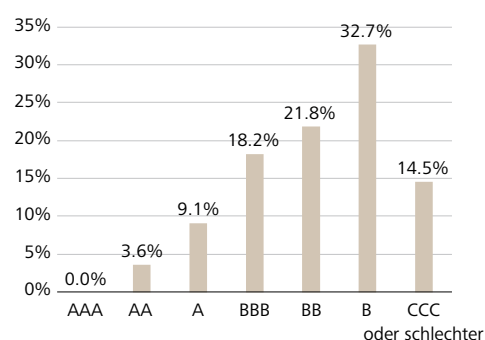
Die Schweiz ist ein Hort der Sicherheit. Das verdankt sie mitunter der politischen Stabilität, dem hohen Wohlstand, der moderaten Verschuldung sowie der starken Wettbewerbsfähigkeit. Entsprechend hat die **Ratingagentur** Moody's die Kreditwürdigkeit des Landes im Februar einmal mehr mit der Bestnote Aaa versehen. In Erwartung, dass die Schweiz auch künftig ihre Schulden pünktlich und vollständig begleichen wird, bleibt der Ausblick stabil.

Fast alles im Leben hat seinen Preis, das gilt auch im Anlagekontext. Wer in seinem (Anleihe-)Portfolio von den eidgenössischen Qualitäten profitieren möchte, bezahlt das mit vergleichsweise tiefen Renditen. So werfen Eidgenossen momentan über alle Laufzeiten hinweg durchschnittlich gerade mal 0.4 % ab, bei US-Treasuries sind es dagegen knapp 4.3 %.

Noch grösser ist die Diskrepanz gegenüber Staatsanleihen aus Schwellenländern. Mit Zinsen jenseits von 6 % in US-Dollar bleiben selbst nach Abzug der Kosten für die Währungsabsicherung noch attraktive Renditen übrig. Zugleich weist knapp ein Drittel der Emittenten aus dieser Region ein gutes bis sehr gutes Bonitätsrating (AAA- bis BBB-Rating) auf ► **Darstellung 3**. Gerade mal etwas mehr als 10 % werden indes als akut ausfallgefährdet (C-Rating) eingestuft. Damit bewegt sich das Kreditrisiko für Investoren unter dem Strich im überschaubaren Rahmen.

### 3 Das Kreditrisiko bei Schwellenländeranleihen ... bewegt sich im überschaubaren Rahmen

Verteilung der Kreditratings staatlicher Emittenten aus Schwellenländern, per Ende 2024



Quellen: S&P Global, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die zähe US-Inflation und die Gefahr eines Handelskrieges dürften die Renditen in den USA im laufenden Jahr hoch halten. Für Anleihen aus Schwellenländern bedeutet das Gegenwind. Dem steht allerdings gegenüber, dass der Desinflationsprozess in den aufstrebenden Märkten weitgehend abgeschlossen ist, was den Notenbanken die Möglichkeit gibt, ihre Geldpolitik zu lockern. Hinzu kommt, dass das Wachstum gemäss Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) für 2025 gut doppelt so hoch ausfallen dürfte wie in den Industriestaaten. Unter dem Strich bewerten wir daher das Umfeld für Schwellenländeranleihen als günstig und bleiben in dem Segment taktisch leicht übergewichtet.

# Aktien

**Schon nach zwei Monaten liegen die Renditen der Aktienmärkte vielerorts deutlich über dem langfristigen Jahresdurchschnitt. Insbesondere der Schweizer Markt besticht durch seine hohe Qualität.**



## Schon gewusst?

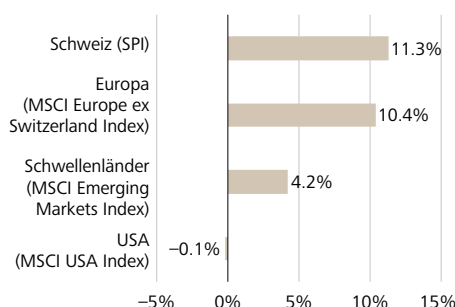
Warren Buffett liebt es, Dividenden zu bekommen. Ganz anders sieht es mit der Weitergabe aus. Ausser im Jahr 1967 hat sein Anlagevehikel Berkshire Hathaway noch nie eine Dividende ausbezahlt. Die Argumentation lautete stets, dass er die Mittel besser investieren könne als seine Aktionäre. Buffett gehen aber zunehmend die attraktiven Anlagemöglichkeiten aus, weshalb immer wieder darüber spekuliert wird, ob es nicht doch zu einem Paradigmenwechsel kommt und Berkshire Hathaway vielleicht schon bald eine Dividende auszahlen wird.

Die europäischen Börsen zeigen sich von ihrer besten Seite. Seit Anfang Jahr haben sie im Schnitt etwa 10 % zugelegt ► **Darstellung 4**. Hinzu kommt eine Dividendenrendite, die je nach Markt nochmals zwischen 2 % bis 5 % in die Kasse spült. Damit wird die durchschnittlich von den Aktienmärkten zu erwartende Gesamtrendite von rund 8 % bereits nach zwei Monaten klar übertroffen. Das erstaunt, zumal sich die konjunkturelle Lage abkühlt, die Geldpolitik vielerorts immer noch restriktiv ist und die Ausblicke der Unternehmen vorsichtig sind.

### 4 Ein guter Start ins Börsenjahr

Die USA hinken dem Rest der Welt hinterher

Performance ausgewählter Aktienmärkte, seit Anfang Jahr



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Nach einem im internationalen Vergleich schwächeren Jahr 2024 hat die Schweizer Börse wieder zunehmend das Interesse der Anleger auf sich gezogen. Mit gutem Grund. Die Ausrichtung des Swiss Market Index (SMI) ist dank der Schwergewichte Nestlé, Roche und Novartis defensiv. Das liegt daran, dass die Nachfrage sowohl nach Nahrungsmitteln als auch Medikamenten weniger stark von der Wirtschaftsentwicklung abhängt. Die publizierten Jahresdaten und Ausblicke waren denn auch vielversprechend.

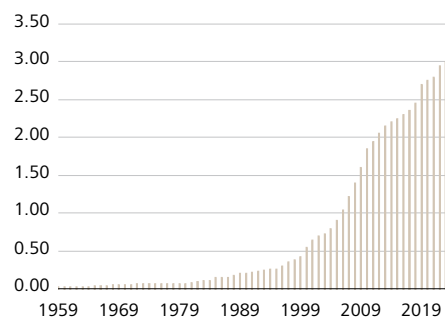
Zudem sind die Indexschwergewichte verlässliche Dividendenzahler und planen, ihre Ausschüttung auch dieses Jahr anzuheben. Als Dividendenaristokraten haben sie seit mindestens 25 Jahren jedes Jahr einen höheren Betrag an die Investoren ausbezahlt. Nestlé beispielsweise hat die Dividende seit 1959 nicht mehr gesenkt ► **Darstellung 5**. Derzeit ist nicht zu erwarten, dass sich an diesem Trend so rasch etwas ändern wird, denn die Unternehmen nutzen ihre Dividendenpolitik zunehmend, um sich bei Investoren zu positionieren.

Dass der Schweizer Markt überzeugt, hat auch damit zu tun, dass die Finanzmärkte dazu neigen, sich über die Zeit um einen Mittelwert zu bewegen. Im Grundsatz bedeutet das: Auf eine Schwächephase folgt eine Erholung und auf eine starke Entwicklung eine Korrektur. Auch das ist derzeit an den Börsen zu beobachten. Lange Zeit war das Geschehen von den Aktien der grossen US-Technologieunternehmen bestimmt. Dieses Jahr legen diese bisher allerdings eine Pause ein und hinken hinterher.

### 5 Nestlé zahlt zuverlässig

Keine Kürzung der Dividende seit 1959

Dividendenentwicklung von Nestlé, in CHF



Quellen: Nestlé, Raiffeisen Schweiz CIO Office



# ♟ Alternative Anlagen

**Gold bleibt auch 2025 gefragt. Sein Preis klettert von einem Rekord zum nächsten. Aufgrund der konjunkturellen Schwäche in der Industrie hinkt Silber hinterher.**



## Schon gewusst?

Dass der Silberkurs stark von der konjunkturellen Entwicklung abhängig ist, hat damit zu tun, dass mit rund 70 % der Grossteil von Silber in der Industrie verwendet wird. Der übrige Teil wird hauptsächlich zu Schmuck verarbeitet. Wegen seiner antibakteriellen Wirkung wird es auch in der Medizin eingesetzt. Dass der Silberpreis langfristig nicht im selben Ausmass steigt wie jener von Gold, liegt aber auch daran, dass Silber das Edelmetall ist, das in der Natur am häufigsten vorkommt. Zu den gefragten Eigenschaften von Silber für die Industrie gehören die guten Leitfähigkeiten bezüglich Wärme und Elektrizität. Da Silber aber ein weiches Metall ist, wird es oft mit anderen Metallen legiert, um es härter zu machen.

Gold ist weiter auf Rekordkurs und gehört auch dieses Jahr bislang zu den besten Anlageklassen. Im Februar setzte das gelbe Edelmetall seinen Lauf fort, kletterte auf einen Rekord von 2'951 US-Dollar pro Unze und hat sich damit seit Jahresbeginn um über 10 % verteuert. Diese Entwicklung ist ein Gegenpol zur Risikofreude der Aktieninvestoren, denn normalerweise wird Gold vor allem in unsicheren Zeiten und als Inflationsschutz gekauft. Die Entwicklung deutet darauf hin, dass Anleger derzeit in zwei Lager geteilt sind: jene, die risikofreudig weiter auf Aktien setzen, und jene, die sich für eine Korrektur wappnen und deshalb ihre Goldquote erhöhen. Wir halten aus Diversifikationsüberlegungen an unserem Übergewicht fest.

Aktuellster Kurstreiber von Gold ist die steigende Angst vor einem erneuten Anstieg der Inflation in den USA. Diese wird von der robusten Wirtschaft sowie den bereits erhobenen und drohenden Zöllen der US-Regierung getrieben. Der Goldpreis wird aber auch durch die starke Nachfrage aus Indien und China angekur-

belt. Dabei wird das gelbe Edelmetall sowohl als Anlageinstrument als auch von den Notenbanken gesucht. Das liegt zudem daran, dass die Opportunitätskosten für chinesische Anleger aufgrund der dort rückläufigen Zinsen sehr tief sind. Hinzu kommt, dass die Finanzaufsichtsbehörde in Peking ein Pilotprogramm gestartet hat, das es Versicherungen erstmals in der Geschichte erlaubt, Gold zu erwerben. Das könnte die Nachfrage zusätzlich steigern.

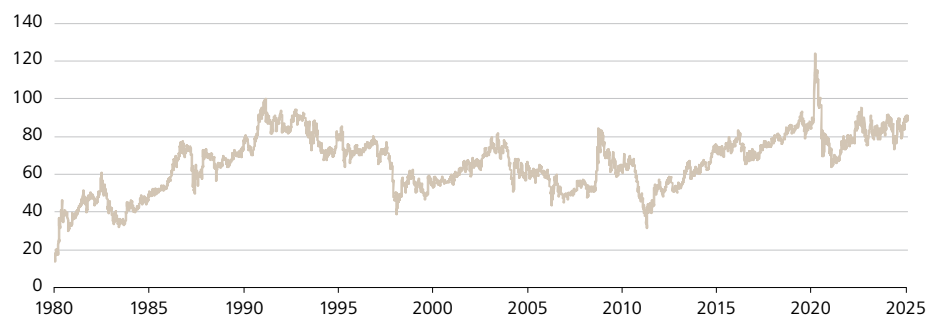
Bei einem solchen Kursverlauf schielen Investoren immer auch auf Silber. Der kleine Bruder von Gold hat sich in der jüngsten Vergangenheit zwar ähnlich entwickelt, hinkt Gold langfristig aber hinterher. Das liegt daran, dass Silber auch in der industriellen Produktion verwendet wird und in konjunkturellen Boomphasen stärker nachgefragt wird. Anleger setzen mit Vorteil auf Gold, wie der direkte Vergleich zeigt. Benötigte man 1980 noch 15 Unzen Silber, um eine Unze Gold zu kaufen, sind es aktuell ungefähr 90 Unzen Silber

► **Darstellung 6.**

## 6 Gold schlägt Silber...

... ausser wenn die Konjunktur brummt

Kursentwicklung Gold/Silber



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# Währungen

**Der Dollar hat sein Aufwärtspotenzial weitgehend ausgeschöpft. Die Hoffnung der Anleger auf Frieden in der Ukraine und eine Erholung der Konjunktur stützen indes den Euro.**



## Was bedeutet eigentlich?

### U.S. Dollar Index

Der U.S. Dollar Index wurde im Jahr 1973 mit einem Startwert von 100 eingeführt. Er spiegelt die Entwicklung der amerikanischen Valuta gegenüber einem Korb von sechs ausländischen Währungen. Deren Gewichtungen ist fix und richtet sich nach ökonomischen Kriterien. Am prominentesten ist der Euro mit 57.6 %. Es folgen der japanische Yen (13.6 %), das britische Pfund (11.9 %), der kanadische Dollar (9.1 %), die schwedische Krone (4.2 %) sowie «last but not least» der Schweizer Franken (3.6 %). Ein steigender U.S. Dollar Index impliziert eine Aufwertung des «Greenbacks» gegenüber dem Währungskorb, ein fallender dagegen eine Abwertung.

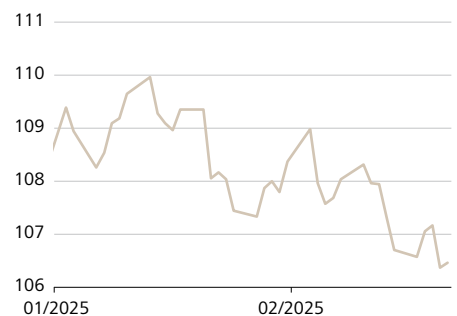
In seinen ersten 40 Tagen im Weissen Haus hat Donald Trump ordentlich aufs Gaspedal gedrückt. Der Dollar dagegen legte nach seiner Rally im vergangenen Herbst eine Verschnaufpause ein. So notiert der **U.S. Dollar Index** gegenüber Jahresbeginn knapp 2 % tiefer  
► **Darstellung 7.**

Die Inflation in den USA erweist sich als zäh. Zusätzlichen Zunder dürften in den kommenden Monaten die noch ausstehenden Effekte von Trumps protektionistischer Handelspolitik geben. Das hat zur Folge, dass die Notenbank Fed, im Gegensatz zur Europäischen Zentralbank (EZB) oder Schweizerischen Nationalbank (SNB), ihre Leitzinsen wohl längere Zeit hoch halten wird. Die Marktteilnehmer rechnen aktuell noch mit einer Zinssenkung im laufenden Jahr. Damit verschiebt sich der Zinsvorteil in Richtung des «Greenbacks», was ihn aus Investorensicht attraktiv macht. Dem steht allerdings entgegen, dass die Devisenkurse diesbezüglich bereits viel vorwegnehmen. Darüber hinaus limitieren die explodierenden US-Staatsschulden das Aufwärtspotenzial des Dollars. Diese implizieren zwar perspektivisch höhere Kapitalmarktrenditen, zugleich besteht aber die Gefahr, dass die im Zuge dessen zunehmende Zinsbelastung die Wirtschaft auf der anderen Seite des Atlantiks aus dem Tritt bringen könnte. Unserer Meinung nach dürfte sich an dieser Situation so schnell nichts ändern. Wir erwarten daher beim USD/CHF-Kurs auf Jahressicht eine volatile Seitwärtsbewegung.

### 7 Der US-Dollar...

...tendiert an breiter Front schwächer

Entwicklung des U.S. Dollar Index



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

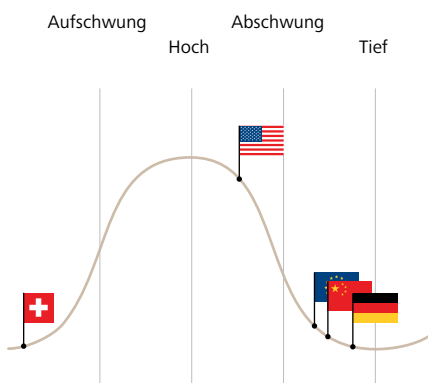
Der Euro hat im neuen Jahr mit rund 0.95 Franken zeitweise so viel gekostet wie zuletzt vergangenen Herbst. Dazu beigetragen haben neben der Hoffnung der Anleger auf einen Waffenstillstand im Ukraine-Krieg die jüngsten Konjunkturdaten aus der Eurozone. So ist zum einen die Wirtschaft 2024 einen Tick stärker gewachsen, als von den Ökonomen erwartet worden war. Zum anderen zeichnet sich bei den Einkaufsmanagerindizes (PMI) eine leichte Erholung ab. Darüber hinaus spekuliert das Gros der Marktteilnehmer hinsichtlich der im Raum stehenden US-Handelszölle auf einen «Last Minute Deal», wie ihn Trump Anfang Februar etwa mit Mexiko oder Kanada gemacht hat. Damit ist momentan aber sehr viel Optimismus beim Euro eingepreist. Mittelfristig sehen wir die europäische Einheitswährung deshalb zum Schweizer Franken leicht unter dem aktuellen Spotpreis.



# Ein Blick nach vorne

**Die Schweizer Inflation ist gebannt. Entsprechend kann die SNB ihre Geldpolitik weiter lockern. In den USA dagegen macht die Fed wegen der hartnäckigen Teuerung eine Zinssenkungspause.**

## Konjunktur

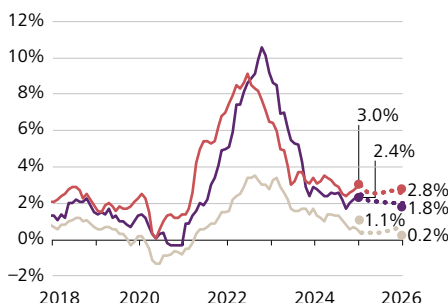


- Das **Schweizer** Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist im Jahr 2024 um 0.8 % und damit unter seinem langjährigen Durchschnitt gewachsen. Als Bremsklotz erwies sich wegen der verhaltenen Entwicklung bei den grossen Handelspartnern die Exportwirtschaft. Die Binnenkonjunktur dagegen entwickelte sich stabil. Für 2025 rechnen wir mit einer Expansion des BIP von 1.3 %.
- Die Angst vieler Arbeitnehmer um ihren Job zögert die Konsumerholung in der **Eurozone** hinaus. Gleichzeitig kommt die Industrie, insbesondere in der grössten Volkswirtschaft Deutschland, nach wie vor nicht auf Touren. Für das laufende Jahr prognostizieren wir ein Wirtschaftswachstum von 0.7 %.
- Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die **US-Industrie** ist im Januar um 1.7 Punkte auf 50.9 geklettert und notiert damit erstmals seit Herbst 2022 wieder über der Expansionsschwelle von 50 Zählern. Zugleich erweisen sich der Konsum wie auch der Arbeitsmarkt weiterhin als robust. Infolge der länger hoch bleibenenden Leitzinsen dürfte die Konjunktur im laufenden Jahr aber an Schwung verlieren. Unsere Wachstumsprognose liegt bei 2.2 %.

## Inflation

**Schweizer Inflation sinkt ...**  
... auf den tiefsten Stand seit Frühjahr 2021

Inflation und Prognosen



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

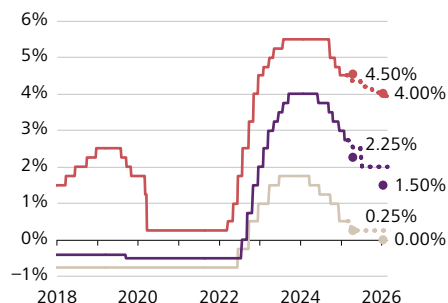
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die Teuerungsrate in der **Schweiz** ist im Januar von 0.6 % auf 0.4 % gesunken. Dazu beigetragen haben mitunter die tieferen Preise von Strom und der Parahotellerie. Für 2025 prognostizieren wir eine Jahresteuierung von 0.2 %.
- Dienstleistungen blieben zu Jahresbeginn der Hauptinflationstreiber in der **Eurozone**. Zugleich divergiert die Teuerung zwischen den einzelnen Mitgliedsstaaten stark. Angesichts des kontinuierlich rückläufigen Lohndrucks gehen wir davon aus, dass sich der Preisauftrieb im Währungsraum dieses Jahr weiter normalisieren wird.
- In den **USA** ist die Inflation zuletzt überraschend von 2.9 % auf 3.0 % gestiegen. Auch die Kernrate lag wieder höher. Angesichts der wirtschaftspolitischen Pläne von Donald Trump wird der Desinflationspfad wohl weiterhin holprig verlaufen.

## Geldpolitik

**Unterschiedliche Ausgangslage ...**  
... für SNB und Fed

Leitzinsen und Prognosen



— Schweiz — Eurozone\* — USA  
... Konsensprognose  
• Prognose Raiffeisen Schweiz

\*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Bei ihrem Ziel, die schwächelnde Wirtschaft zu stützen, schliesst die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** eine Rückkehr zu Negativzinsen nicht kategorisch aus. Unserer Meinung nach dürfte der Leitzins hierzulande im Jahresverlauf bis auf 0 % sinken.
- Die **Europäische Zentralbank (EZB)** strebt mittelfristig ein neutrales Zinsniveau an, das die Wirtschaft weder bremst noch anheizt. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf 12-Monats-Sicht Zinssenkungen im Umfang von 125 Basispunkten.
- Die **US-Notenbank Fed** rechnet mit einem weiteren Abflauen des Preisdrucks, zeigt sich aber hinsichtlich der möglichen, inflationären Auswirkungen von Trumps protektionistischer Handelspolitik besorgt. Entsprechend hat sie im Februar eine längere Zinssenkungspause angedeutet.

### 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 Hochegger, CFA**  
Anlagestrategie  
[jeffrey.hochegger@raiffeisen.ch](mailto: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](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  
[ciooffice@raiffeisen.ch](mailto:ciooffice@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)

### Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschliesslich allgemeinen Werbe- sowie Informationszwecken und ist nicht auf die individuelle Situation des Empfängers abgestimmt. Der Empfänger bleibt selbst für entsprechende Abklärungen, Prüfungen und den Beizug von Spezialisten (z.B. Steuer-, Versicherungs- oder Rechtsberater) verantwortlich. Erwähnte Beispiele, Ausführungen und Hinweise sind allgemeiner Natur, welche im Einzelfall abweichen können. Aufgrund von Rundungen können sich sodann Abweichungen von den effektiven Werten ergeben. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft («Raiffeisen Schweiz») stützt sich beim Inhalt dieses Dokumentes unter anderem auf Studien, weshalb dieses Dokument im Zusammenhang mit diesen zu verstehen ist. Auf Anfrage werden die Studien dem Empfänger zur Verfügung gestellt, sofern und soweit dies zulässig ist.

Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung resp. persönliche Empfehlung noch ein Angebot, eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Finanzinstrumenten dar. Das Dokument stellt insbesondere keinen Prospekt und kein Basisinformationsblatt gemäss Art. 35 ff. bzw. Art. 58 ff. FIDLEG dar. Die allein massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu den erwähnten Finanzinstrumenten sind in den jeweiligen rechtsverbindlichen Verkaufsdokumenten (z.B. [Basis-]Prospekt, Fondsvertrag, Basisinformationsblatt (BIB) oder Jahres- und Halbjahresberichte) enthalten. Diese Unterlagen können kostenlos bei Raiffeisen Schweiz Genossenschaft, Raiffeisenplatz, 9001 St. Gallen oder unter [raiffeisen.ch](http://raiffeisen.ch) bezogen werden. Finanzinstrumente sollten nur nach einer persönlichen Beratung und dem Studium der rechtsverbindlichen Verkaufsdokumente sowie der Broschüre «Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVG) erworben werden. Entscheide, die aufgrund dieses Dokuments getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Empfängers. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität, Sitz oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumente oder Finanzdienstleistungen beschränkt ist. Bei den aufgeführten Performedaten handelt es sich um historische Daten, aufgrund derer nicht auf die laufende oder zukünftige Entwicklung geschlossen werden kann.

Das vorliegende Dokument enthält zukunftsgerichtete Aussagen. Diese widerspiegeln Einschätzungen, Annahmen und Erwartungen von Raiffeisen Schweiz zum Zeitpunkt der Erstellung. Aufgrund von Risiken, Unsicherheiten und anderen Faktoren können die künftigen Ergebnisse von den zukunftsgerichteten Aussagen abweichen. Entsprechend stellen diese Aussagen keine Garantie für künftige Leistungen und Entwicklungen dar. Zu den Risiken und Unsicherheiten zählen unter anderem die im Geschäftsbericht der Raiffeisen Gruppe beschriebenen Risiken und Unsicherheiten.

Raiffeisen Schweiz sowie die Raiffeisenbanken unternehmen alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten und Inhalte zu gewährleisten. Sie übernehmen aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument veröffentlichten Informationen und haften nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung und Verwendung dieses Dokumentes oder dessen Inhalt verursacht werden. Insbesondere haften sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen sind diejenigen von Raiffeisen Schweiz zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Raiffeisen Schweiz ist nicht verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren. In Bezug auf allfällige, sich ergebende Steuerfolgen wird jegliche Haftung abgelehnt. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung von Raiffeisen Schweiz weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt und/oder weitergegeben werden.