

Juni 2025

Anlageguide



Die Pharmabranche

Ein Sektor unter Druck

Unsere Sicht auf die Märkte



In dieser Ausgabe zu lesen

3 Fokusthema

Die Pharmabranche – Ein Sektor unter Druck

5 Unsere Einschätzungen

- Obligationen
- Aktien
- Alternative Anlagen
- Währungen

9 Unsere Prognosen

- Konjunktur
- Inflation
- Geldpolitik

Vorübergehende Beruhigung: Die Aktienmärkte konnten im Monatsverlauf weiter Boden gutmachen. Offen bleibt, ob die Erholung nachhaltig ist, oder es sich bloss um die berühmte Ruhe vor dem nächsten Sturm handelt. Denn auf der Zollseite herrscht weiterhin Unklarheit und die Frist für die aufgeschobenen reziproken Zölle läuft am 9. Juli aus. Wie es danach weitergeht, bleibt unklar.

Konjunkturrisiken: Die politische Unsicherheit widerspiegelt sich in den «weichen» Konjunkturdaten. Vorlaufindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes (PMI), das Konsumentenvertrauen sowie die Investitionspläne der Unternehmen sind weiter rückläufig. Es dürfte nur eine Frage der Zeit sein, bis die Abschwächung auch in den harten Konjunkturdaten sichtbar wird.

Gewinnrevisionen: Die abnehmende Wirtschaftsdynamik schlägt sich auch in den Gewinnprognosen der Analysten nieder. Anfang Jahr rechneten diese für den US-Aktienmarkt mit einem Gewinnwachstum von 15 %. Mittlerweile wird nur noch von einem Plus von gut 10 % ausgegangen. Eine ähnliche Tendenz sehen wir in Europa und der Schweiz.

Geldpolitische Lockerungen: Wir erwarten im Juni eine weitere Zinssenkung sowohl der Europäischen Zentralbank (EZB) als auch der Schweizerischen Nationalbank (SNB) um je 25 Basispunkte. Aufgrund der hartnäckig hohen Inflation in den USA ist der diesbezügliche Spielraum der US-Notenbank Fed limitiert. Diese dürfte deshalb erst im Herbst erneut an der Zinsschraube drehen. Insgesamt wird die globale Geldpolitik aber zunehmend lockerer.

Unveränderte Taktik: Wir rechnen auch in den typischerweise saisonal schwachen Sommermonaten mit einer erhöhten Volatilität und bleiben anlagetaktisch unverändert defensiv positioniert. Die Quote bei den Schweizer Aktien haben wir bereits Anfang Mai auf neutral reduziert. Dabei spielt auch die hohe Gewichtung des Pharmasektors eine Rolle. Wie es um diesen steht, beleuchten wir 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

Die Pharmabranche

Ein Sektor unter Druck



Das Wichtigste in Kürze

Donald Trump nimmt die Pharmaunternehmen ins Visier. Einerseits wird weiterhin mit sektoriellen Zöllen gedroht, andererseits will der US-Präsident per Dekret eine sogenannte Meistbegünstigtenklausel einführen. Konkret sollen die Medikamentenpreise in den USA maximal so hoch sein wie im günstigsten Industrieland, welches ein Bruttoinlandsprodukt (BIP) von mindestens 60 % desjenigen der USA aufweist. Sollte es dazu kommen, müssten die Pharmakonzerne ihre Preise in Übersee deutlich senken. Aufgrund der grossen Bedeutung des Pharmasektors würde dies die Schweiz schmerzhaft treffen. Ob die Suppe allerdings so heiss gegessen wird, bleibt offen. Der Widerstand gegen eine solche Massnahme ist gross. Trotz des aktuellen Gegenwinds sind die längerfristigen Aussichten für den Pharmasektor aufgrund der demografischen Entwicklungen aber grundsätzlich weiter positiv.

Abnehmspritzen wie Zepbound, Ozempic und Wegovy erleben derzeit einen Boom und generieren für ihre Hersteller Eli Lilly und Novo Nordisk Milliarden Gewinne. In der Schweiz kostet eine Monatsration von Ozempic, die vier Spritzen enthält, rund 90 Franken. Dabei ist die Schweiz keine Hochpreisinsel. Diese zweifelhafte Auszeichnung geht an die USA, denn dort liegt der Listenpreis für das identische Produkt bei satten 997 US-Dollar. Solche enormen Preisunterschiede bestehen seit Jahren und betreffen fast sämtliche Pharmazeutika. Kein Wunder sind die hohen Medikamentenpreise in den USA immer wieder Stein des Anstosses. Vor diesem Hintergrund erstaunt auch der jüngste Vorstoss von Donald Trump nicht. Per Dekret will der US-Präsident die Pharmagesellschaften dazu verdonnern, die Preise in den USA massiv zu senken. Konkret beabsichtigt er die Einführung einer sogenannten Meistbegünstigtenklausel. Das heisst, dass der Preis eines Medikaments in den USA künftig maximal so hoch sein darf wie der niedrigste in einer Industrienation. Wäre dies im Beispiel von Ozempic die Schweiz, müsste Novo Nordisk den Preis in den USA basierend auf den aktuellen Wechselkursen also von 997 auf rund 110 US-Dollar senken. Kein Wunder ist der Aufschrei der Pharmakonzerne gross. Denn der US-Pharmamarkt ist nicht nur der mit Abstand grösste, sondern auch der profitabelste.

Ob die Suppe allerdings so heiss gegessen wird, ist fraglich. Denn eine solche radikale Anpassung benötigt eine Gesetzesänderung und damit die Zustimmung des Kongresses. Und da dürfte die starke Pharmalobby ein gewichtiges Wort mitreden. Die Argumentationskette ist klar: Wenn die Medikamentenpreise stark sinken, gehen die Gewinne der Pharmakonzerne zurück und es bleibt weniger Geld für die Forschung. Bei gewissen medizinischen Indikationen dürften dann schlicht keine neuen Medikamente mehr entwickelt werden. Dafür werden wohl nur wenige Kongressabgeordnete die Verantwortung tragen wollen. Roche beispielsweise hat bereits

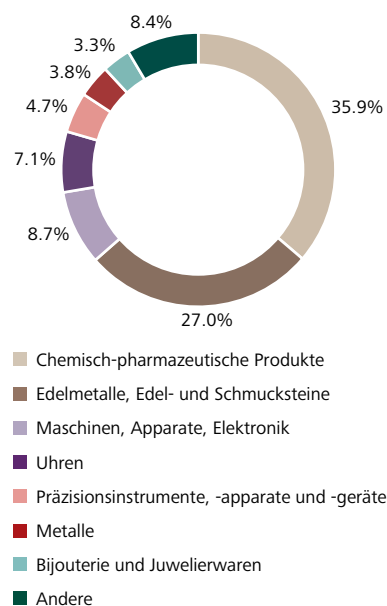
angekündigt, dass im Falle der Einführung einer Meistbegünstigtenklausel die angekündigten Investitionspläne in den USA zusammengestrichen würden.

Klar ist aber, dass die Pharmakonzerne ins Fadenkreuz von Donald Trump und seinem Gesundheitsminister Robert F. Kennedy geraten sind. Auch bei den schon mehrfach in Aussicht gestellten sektoriellen Zöllen auf Pharmaimporte ist jederzeit mit einem entsprechenden Dekret zu rechnen. Diese Gemengelage ist sowohl für die Schweiz als auch den Schweizer Aktienmarkt brisant. Denn der Pharmasektor ist hierzulande nicht nur einer der wichtigsten Wirtschaftspfeiler und bedeutender Arbeitgeber, sondern mit Novartis und Roche auch prominent in den hiesigen Indizes vertreten. Von den Gesamtexporten der Schweiz von 377.8 Milliarden Schweizer Franken im Jahr 2023 gingen 135.5 Milliarden oder 35.9 % auf das Konto von chemisch-pharmazeutischen Produkten ► **Darstellung 1**.

1 Pharmaprodukte ...

... sind der Schweizer Exportschlager

Anteil der einzelnen Produktkategorien an den Gesamtexporten im Jahr 2023



Quellen: BFS, BAZG, Raiffeisen Schweiz CIO Office



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

Trump, Trump und nochmals Trump. Die Flut der Dekrete, die der US-Präsident erlässt, nimmt kein Ende. Derzeit steht der Pharmasektor im Fokus. Mit der geplanten Einführung einer Meistbegünstigtenklausel sollen die Medikamentenpreise in den USA stark gesenkt werden. Davon wären auch die Schweizer Indexschergewichte Roche und Novartis betroffen. Trotzdem haben sich die Aktien in diesem Jahr im Einklang mit dem breiten Markt entwickelt. Dafür gibt es zwei Gründe: Erstens sind die Aktien historisch günstig bewertet. Das bedeutet, dass viel Negatives in den Kursen eingepreist ist. Zweitens profitieren die Pharmakonzerne von der demografischen Entwicklung, welche die Nachfrage nach Medikamenten hoch halten wird. Wir haben zwar nach der starken Performance des Schweizer Aktienmarktes erste Gewinne realisiert, bleiben aber investiert. Auch Novartis und Roche gehören weiterhin in ein diversifiziertes Portfolio. Wenn man neben der Kursentwicklung auch die Dividenden und die diversen Spin-offs (Givaudan, Syngenta, Alcon, Sandoz etc.) berücksichtigt, haben die Aktien der beiden Basler Konzerne den Gesamtmarkt in der langen Frist deutlich geschlagen. Das dürfte auch in Zukunft nicht anders sein.



Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

Das kumulierte Indexgewicht der Pharmamultis Roche und Novartis beträgt im Swiss Market Index (SMI) über 28 % **► Darstellung 2**. Das heisst, die beiden Titel sind praktisch in jedem Portfolio von Schweizer Anlegerinnen und Anlegern enthalten. Dazu kommen Werte wie Sandoz, Lonza, Bachem oder Siegfried, die in der Herstellung von Generika oder Pharmazeutika tätig sind. Wenn diese Aktien unter Druck geraten, spürt man das am Gesamtmarkt. Die Ankündigung von Donald Trump hat denn auch zu einer zwischenzeitlichen Korrektur beim SMI geführt.

Selbst wenn der politische Gegenwind anhalten dürfte, bleiben die längerfristigen Aussichten für den Gesundheitssektor intakt. Die demografischen Veränderungen und die zunehmende Überalterung der Bevölkerung werden die Nachfrage nach Medikamenten hoch halten. Hinzu kommt, dass die Pharmaaktien aktuell günstig bewertet sind und schon viel Negatives eingepreist ist. Basierend auf den Gewinn-

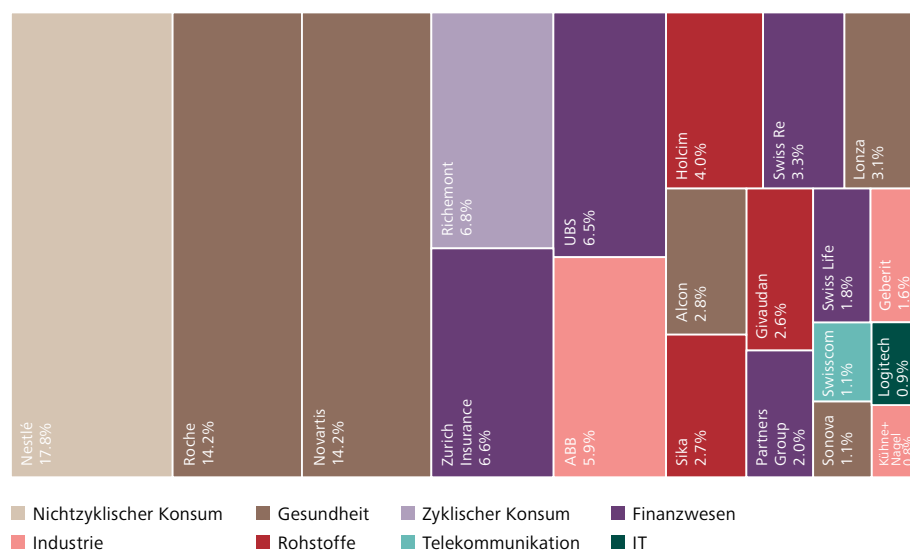
erwartungen für dieses Jahr handeln die Aktien von Novartis und Roche zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von je 13. Das liegt deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt und auch klar unter der Bewertung des Gesamtmarktes (KGV SMI: 17.9). Hinzu kommen attraktive Dividendenrenditen von fast 4 %.

Donald Trump wird mit seiner Unberechenbarkeit weiterhin für Volatilität an den Finanzmärkten sorgen. Dagegen ist auch der Pharmasektor – und damit der Schweizer Aktienmarkt – nicht immun. Trotzdem gilt es, auch im Hinblick auf drohende Pharmazölle und eine allfällige Einführung einer Meistbegünstigtenklausel, Ruhe zu bewahren. André Kostolany hat dies einst wie folgt auf den Punkt gebracht: «Kaufen Sie Aktien, nehmen Sie Schlaftabletten und schauen Sie Ihre Investments nicht mehr an. In zehn Jahren werden Sie sehen: Sie sind reich!» Und was Schlaftabletten betrifft, haben die hiesigen Pharmakonzerne natürlich auch etwas im Angebot.

2 Novartis und Roche ...

... sind Börsenschergewichte

Indexgewichtungen und Branchenverteilung im SMI



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Obligationen

Die Bonität der USA leidet unter der steigenden Verschuldung. Das verteuert die Finanzierungskosten. Eine Trendumkehr ist nicht in Sicht.



Was bedeutet eigentlich?

Bonitätsfaktoren

Um die Qualität einer Obligation einzustufen, werden bei einem Unternehmen vor allem finanzielle Eckwerte wie beispielsweise Umsatz, Gewinn und Verschuldung berücksichtigt. Gleichzeitig geht es auch um die Innovationskraft, den Marktanteil und das Wachstum. Anders sieht es bei Staatsanleihen aus. Bei der Einschätzung eines Landes spielen neben der Verschuldung und der damit einhergehenden Wahrscheinlichkeit, dass diese Schulden auch bedient werden, zusätzliche Faktoren wie die wirtschaftliche und politische Stabilität eine wichtige Rolle.

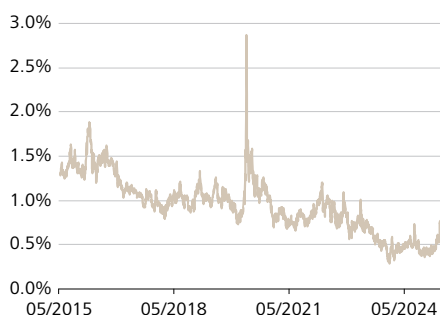
Die Herabstufung der Kreditbonität der USA war für Obligationen-Anleger das Hauptereignis im Mai. Mit dem Entzug des AAA-Ratings durch die Ratingagentur Moody's verlieren die Vereinigten Staaten die Bestnote. Künftig werden sich die Finanzierungskosten verteuern und den amerikanischen Staatshaushalt zusätzlich belasten. Auslöser für die schwächere Einschätzung ist die stark steigende Verschuldung der USA. Vor diesem Hintergrund haben andere Ratingagenturen die Bonität der Vereinigten Staaten bereits früher reduziert.

Interessant ist auch die relative Betrachtung, zum Beispiel der Vergleich mit Apple. Von Moody's wird der Technologiekonzern derzeit mit einem AAA-Rating und damit besser eingestuft als die USA. S&P dagegen vergibt dem iPhone-Hersteller die Note AA+. Die Qualität der Anlagen ist also vergleichbar, auch wenn teilweise andere **Bonitätsfaktoren** zur Beurteilung herangezogen werden.

3 Die USA büssen an Vertrauen ein

Der Renditeaufschlag von Apple-Obligationen fällt

Entwicklung der Risikoprämie von Apple-Obligationen gegenüber US-Staatsanleihen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

In der Praxis entscheidet allerdings der Investor, welches Risiko wie entschädigt werden soll. Als Gradmesser gilt hier der Renditeaufschlag. Wie stark sich das Vertrauen gewandelt hat, zeigen zwei vergleich-

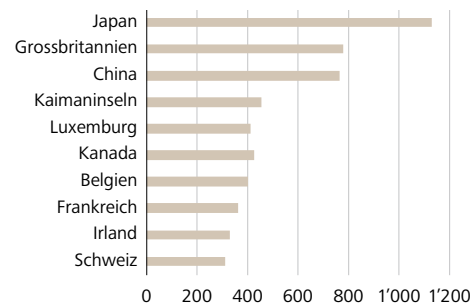
bare Obligationen von Apple und den USA. Beide wurden 2015 emittiert und laufen bis 2045. Während Apple vor zehn Jahren noch rund 150 Basispunkte mehr bezahlen musste, sind es derzeit noch rund 50 Basispunkte **► Darstellung 3**. Oder anders ausgedrückt: das Vertrauen in die USA hat abgenommen.

Derzeit ist es auch die erratische Politik der Regierung in Washington, die für Verunsicherung sorgt und auf die Kurse drückt. Investoren mögen keine Unsicherheit und sehen eine solche vor allem als zusätzliches Risiko, das entschädigt werden muss.

4 Die Schweiz ...

... gehört zu den grössten Gläubigern der USA

Wichtigste ausländische Inhaber von US-Staatsanleihen, in Mia. USD



Quellen: Statista, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Vor dem Hintergrund der steigenden Verschuldung sind auch die grössten Gläubiger von US-Staatsanleihen, Japan, Grossbritannien und China, zu betrachten **► Darstellung 4**. Diese Länder halten zusammen 30 % der Staatsschulden und könnten die Zinskurve der USA massgeblich beeinflussen, wenn sie beispielsweise als grosse Verkäufer von US-Staatsanleihen auftreten würden.

Aktien

Die Aktienmärkte haben die Delle nach den US-Zollankündigungen weitgehend ausgebügelt. Deren Folgen sowie der generelle Unsicherheitsfaktor Trump bleiben allerdings erhalten.



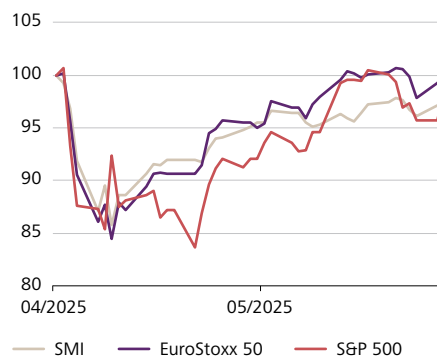
Schon gewusst?

Donald Trump ist nicht der erste US-Präsident, der versucht, die Wirtschaft in Übersee mittels Handelszöllen vor unliebsamen Importen zu schützen. Im Jahr 1929 legten die beiden republikanischen Senatoren Willis C. Hawley und Reed Smoot den Entwurf für ein Bundesgesetz vor, das Zölle auf über 20'000 Produkte vorsah. Am 17. Juni 1930 wurde der nach ihnen benannte «Smoot-Hawley Tariff Act» durch Präsident Hoover in Kraft gesetzt. Dieser bewirkte allerdings das Gegenteil seines eigentlichen Ziels: Die erhöhten Zölle beeinträchtigten die Wettbewerbsfähigkeit der US-Unternehmen und verschärften die Weltwirtschaftskrise, was zu massiven Kursverlusten an der Börse führte. Unter Präsident Roosevelt wurde das Gesetz schliesslich im Jahr 1934 durch den «Reciprocal Tariff Act» abgelöst.

Eine der wohl bekanntesten Finanzmarktwisheiten lautet: «Politische Börsen haben kurze Beine.» Gemeint ist, dass politische Ereignisse die Aktienmärkte zwar kurzfristig beeinflussen können. Auf lange Sicht hängt ihr Verlauf aber in erster Linie von der Wirtschaft und damit der Gewinnentwicklung der Unternehmen ab. Im Falle von Donald Trump könnten die politischen Börsen nun aber doch etwas längere Beine haben.

5 Trumps Zollpolitik schickt die Aktienmärkte auf Achterbahnfahrt

Entwicklung des SMI, des EuroStoxx 50 und des S&P 500, indexiert und in CHF



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Mit der Ankündigung von neuen Handelszöllen hat der US-Präsident die Kurse zu Anfang April auf Talfahrt geschickt. Die teilweise, 90-tägige Aussetzung von ebendiesen sorgte dann wenig später für Erleichterung unter den Investorinnen und Investoren. Im Zuge dessen tendierten die Aktienmärkte im Mai klar höher
► Darstellung 5. Getrieben wurde die Erholung hierzulande vor allem von zyklischen Werten wie jenen des Computierzubehörbauers Logitech, des Industriekonzerns ABB und des Luxusgüterherstellers Richemont.

Die Zollthematik ist für die Märkte damit allerdings nicht abgehakt. Denn zum einen ist der Schaden für die globale Wirtschaft angerichtet. Das unterstreichen die Vorlaufindikatoren wie auch der Umstand, dass im Rahmen der abgelaufenen Berichtssaison viele Unternehmen trotz solider Geschäftszahlen ihre Finanzziele für das laufende Jahr nach unten revidiert haben. In diesem Zusammenhang waren insbesondere US-Firmen vor steigenden Preisen, was deren Margen perspektivisch belasten dürfte. In den Aktienkursen widerspiegelt sich das bislang nur teilweise. Zum anderen wird Trump zwar nicht müde, sich für jeden vermeintlichen Fortschritt in den Zollverhandlungen feiern zu lassen. Echte Lösungen in Form von Handelsabkommen sind allerdings in den meisten Fällen noch in weiter Ferne. Der 90-Tage-Countdown läuft währenddessen gnadenlos weiter.

Darüber hinaus macht der US-Präsident seit seinem ersten Amtstag keinen Hehl daraus, dass er eine Neuordnung des globalen Handels- und Finanzsystems anstrebt. Entsprechend wird er die Finanzmärkte mit seiner launenhaften Politik wohl weiterhin auf Trab halten.

Über den Sommer kommt verschärfend auch noch die unvorteilhafte Saisonalität hinzu. So sind zwischen Mai und September die Handelsvolumen an den Börsen typischerweise geringer als im übrigen Jahr. Das macht sie anfälliger für etwaige Korrekturen. Wir gehen vor diesem Hintergrund davon aus, dass die Volatilität in den kommenden Wochen erhöht bleiben wird und halten an unserem leichten Untergewicht bei Aktien fest.

♟ Alternative Anlagen

Schweizer Immobilienfonds profitieren von den tiefen Zinsen und den steigenden Häuserpreisen. Die Anlageklasse gehört aber nicht nur aus Renditeüberlegungen ins Portfolio, sondern auch zwecks Stabilisierung.



Was bedeutet eigentlich?

Diskontierungssatz

Um den Wert eines an der Börse kotierten Immobilienfonds zu eruieren, wird in der Finanzmathematik der Gegenwartswert der zu erwartenden Einkommensströme (z.B. Mieten) berechnet. Dieser wird durch eine Abzinsung der zukünftigen Cashflows bestimmt. Je tiefer der zugrundeliegende Diskontierungssatz, welcher sich aus dem risikolosen Zins sowie einer Risikoprämie zusammensetzt, desto höher der Wert. Die höheren Kurse bei den Immobilienfonds sind also aufgrund der gesunkenen Zinsen gerechtfertigt.

Bei den Investoren stehen Schweizer Immobilienfonds momentan hoch im Kurs. Das belegt die Entwicklung des SXI Real Estate Funds Broad Index (SWIIT). Seit Mitte April hat dieser um knapp 7 % zugelegt und zuletzt gar ein Rekordhoch markiert. Im laufenden Jahr summiert sich der Wertzuwachs auf rund 4 %.

Die Anlageklasse profitiert vom geldpolitischen Kurs der Schweizerischen Nationalbank (SNB), welche ihren Leitzins in den letzten Monaten mehrmals gesenkt hat. Angesichts der drohenden deflationären Tendenzen und der Aufwertung des Frankens hat SNB-Chef Martin Schlegel unlängst sogar die Möglichkeit der Wiedereinführung von Negativzinsen angedeutet. Kotierten Immobilienfonds erlaubt dieses Umfeld, sich zu günstigeren Konditionen zu refinanzieren. Zugleich sind die **Diskontierungssätze** tiefer, was zu Bewertungsgewinnen bei den Immobilien führt. Beides treibt die Kurse in die Höhe.

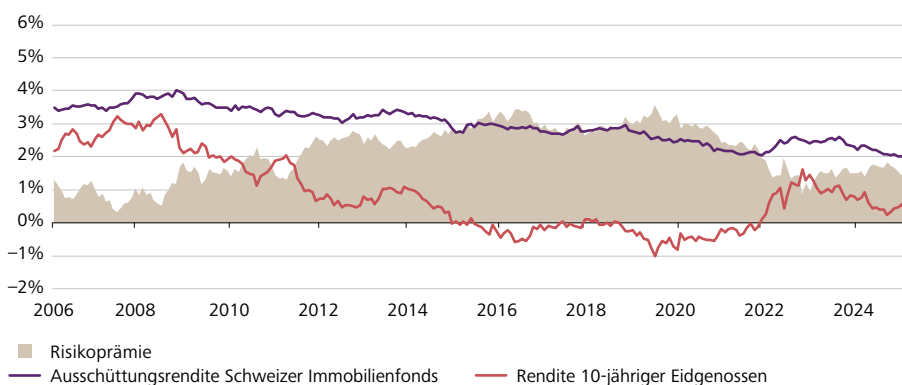
Hinzu kommt das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage im Wohnungsmarkt. Mittlerweile kann gesamtschweizerisch von einer Wohnungsnot gespro-

chen werden. Die Bautätigkeit hat zwar 2024 gegenüber dem Vorjahr etwas zugenommen (+7 %), angesichts der hohen Zuwanderung ist das aber nur ein Tropfen auf den heißen Stein. Entsprechend dürften die Angebotsmieten weiter anziehen. Die Bestandsmieten sind dagegen an den Referenzzinssatz gekoppelt, welcher im Herbst abermals sinken dürfte. Deutlich tiefere Einnahmen muss das allerdings nicht zwingend zur Folge haben. Denn zum einen haben nicht alle Mieterinnen und Mieter einen daraus resultierenden Senkungsanspruch. Zum anderen dürften viele Vermieter die aufgelaufene Teuerung der letzten Jahre gegenrechnen. Das führt unter Umständen zu einem Inflationsausgleich, der über einem allfälligen Senkungsanspruch liegt.

Vor diesem Hintergrund halten wir an unserem taktischen Übergewicht bei Schweizer Immobilienfonds fest. Insbesondere, da auch die Prämie zwischen der Rendite 10-jähriger Eidgenossen und der durchschnittlichen Ausschüttungsrendite für diese Anlageklasse spricht ► **Darstellung 6**. Darüber hinaus verbessert «Betongold» im Portfoliokontext das Risiko-Rendite-Profil.

6 Schweizer Immobilienfonds bleiben als Portfolio-Beimischung attraktiv

Entwicklung der Ausschüttungsrendite von Schweizer Immobilienfonds und der Rendite 10-jähriger Eidgenossen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Währungen

Der schwächelnde US-Dollar ist sinnbildlich für den Vertrauensverlust der Investoren in die USA. Ganz im Gegenteil zum Schweizer Franken, der trotz Niedrigzinsen gefragt bleibt.



Schon gewusst?

Die Schweizer Fünffrankenmünze besitzt unter den in Umlauf befindlichen und als Zahlungsmittel verwendeten Kursmünzen die höchste Kaufkraft weltweit. Einen besonderen Stellenwert nehmen Münzen aus dem Jahr 1991 ein. Fälscher brachten dieses Geldstück vor der Lancierung durch die Eidgenössische Münzstätte in Umlauf. Aufgrund dieser Vorkommnisse verzichtete man darauf, die offizielle Serie unter die Leute zu bringen. Deshalb können Münzen dieses Jahrgangs einfach als Blüten enttarnt werden. Trotzdem wurden die Fälschungen problemlos als Zahlungsmittel akzeptiert. Echte Exemplare wurden einzig in Münzsätzen herausgegeben. Sie sind bei Sammlern beliebt und wurden nur selten als Zahlungsmittel eingesetzt.

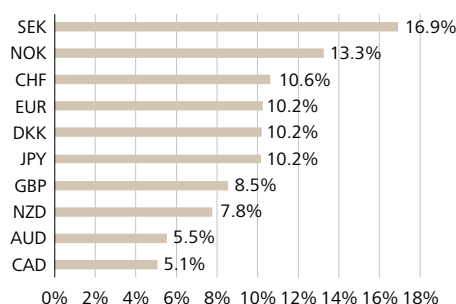
Angebot und Nachfrage bestimmen den Preis. Auch bei Währungen. Der schwache US-Dollar fasst die aktuelle Situation der Währungsentwicklung damit vortrefflich zusammen. Investoren verkaufen US-Dollar und engagieren sich dagegen zum Beispiel bei europäischen Aktien, Gold und vielem mehr. Das lässt die entsprechenden Kurse ansteigen. Wie stark das Ausmass am Devisenmarkt ist, zeigen die Wertschwankungen der G10-Währungen gegenüber dem US-Dollar seit Anfang Jahr. Sämtliche Währungen haben zugelegt, teils deutlich

► **Darstellung 7.**

7 Aufwertung auf breiter Front

Der US-Dollar hat das Nachsehen

Wechselkurs-Veränderung der G10-Währungen gegenüber dem USD seit Anfang Jahr



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Im aktuellen Umfeld ist dies als Vertrauensverlust gegenüber den USA zu betrachten. In diese Richtung zielt auch die Herabstufung der Bonität der Vereinigten Staaten durch die Ratingagentur Moody's. Erstaunlich ist dabei, dass der wachsende Zinsvorteil der US-Valuta die Anleger nicht über-

zeugt. Denn während etwa Europa die Zinsschraube lockert, hält die US-Fed an ihren hohen Zinsen fest. Nicht zuletzt, weil die Teuerung weiterhin über der Notenbank-Obergrenze von 2 % verharrt und mit der Einführung der Handelszölle tendenziell gar wieder ansteigt. Auch die konjunkturelle Lage ist (noch) kein Grund, die Zinsen zu senken.

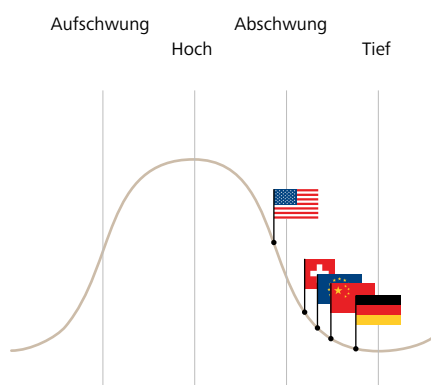
Während eine schwache Währung in der Regel hilft, die Exportindustrie und die Wirtschaft anzukurbeln, stellt sich die Ausgangslage diesmal anders dar. Die Währungsabwertung wird von der US-Zoll- und Handelspolitik überschattet und ist eher ein Indiz für eine konjunkturelle Verlangsamung in den kommenden Monaten. Zusätzlich besteht die Gefahr, dass die ausländische Teuerung wegen des schwachen Dollars importiert wird. Ob sich die US-Notenbank in einem solchen Szenario zu Zinssenkungen hinreissen lässt, ist fraglich.

Der Schweizer Franken hingegen macht seinem Ruf als sicherer Hafen einmal mehr alle Ehre. Aufgrund der hohen Nachfrage nach der hiesigen Valuta und der niedrigen Teuerung rechnen wir im Juni mit einer Senkung des Leitzinses auf 0 %. Auch wenn das aus Anlegersicht nicht attraktiv ist, dürfte sich der Franken dadurch nicht abschwächen. Das niedrige Zinsniveau ist vielmehr als Preis der Sicherheit zu betrachten.

Ein Blick nach vorne

Die SNB kämpft mit dem starken Franken und einer drohenden Deflation. In den USA dagegen nehmen die Inflationsrisiken zu. Zugleich trüben sich die Konjunkturaussichten ein.

Konjunktur



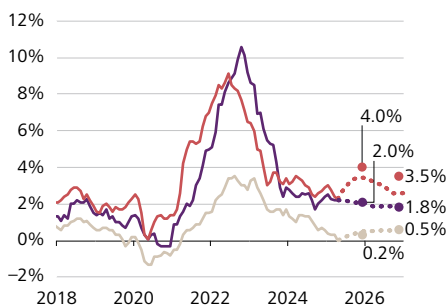
- Laut SECO ist die **Schweizer** Wirtschaft im ersten Quartal überdurchschnittlich – um 0.7 % – gewachsen. Triebfeder war vor allem der Dienstleistungssektor. Der Handelskonflikt mit den USA dürfte allerdings in den kommenden Monaten die Konjunktur einbremsen. Zusätzlichen Gegenwind beschert der Exportindustrie die Frankenstärke. Entsprechend rechnen wir für 2025 mit einer Expansion des Bruttoinlandsproduktes (BIP) um 0.9 %.
- Die Zollstreitigkeiten und die damit einhergehenden globalen Unsicherheiten werden in den kommenden Monaten spürbar Konsum, Investitionen sowie Exporte belasten. Vor diesem Hintergrund erwarten wir im **Euroraum** für das laufende Jahr ein Wachstum der Wirtschaft von lediglich 0.5 %.
- Die **US-Wirtschaft** hat Anfang 2025 viel Tempo verloren und ist überraschend geschrumpft. Die Daten sind allerdings aufgrund vorgezogener Importe verzerrt. Perspektivisch dürften die höheren Zölle jedoch auch zu einem tieferen Konsumwachstum führen. Wir prognostizieren daher für dieses Jahr ein Wirtschaftswachstum von 1.3 %.

Inflation

Der starke Franken ...

... dämpft die Schweizer Inflation

Inflation und Prognosen



— Schweiz — Eurozone — USA
 Konsensprognose
 • Prognose Raiffeisen Schweiz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

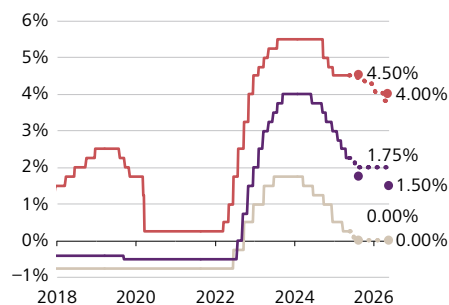
- Die **Schweizer** Konsumentenpreise haben sich im April nicht verändert. Massgeblich dazu beigetragen hat die Aufwertung des Frankens, welche die importierte Inflation abschwächt. Für 2025 prognostizieren wir eine Teuerungsrate von 0.2 %.
- In der **Eurozone** verharrte die Inflation zuletzt bei 2.2 % und damit knapp über dem Zielwert der EZB. Wegen höherer Löhne haben vor allem die Preise von Dienstleistungen angezogen. Nichtsdestotrotz erwarten wir für das Gesamtjahr weiterhin eine Inflationsrate von 2.0 %.
- Die Jahresteuierung in den **USA** ist im April überraschend von 2.4 % auf 2.3 % gesunken. Gegenüber dem Vormonat hat der Preisdruck dagegen zugenommen. Unter dem Strich widerspiegelt sich damit Trumps erratische Wirtschaftspolitik bislang kaum in den Daten. Das dürfte sich in den kommenden Monaten aber ändern.

Geldpolitik

Wegen des US-Handelskonfliktes ...

... bleibt die Fed vorsichtig

Leitzinsen und Prognosen



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

*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Mit Blick auf den starken Franken und die robuste Wirtschaft dürfte die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** ihren Leitzins im Juni auf 0 % senken. Eine Rückkehr zu Negativzinsen schliesen die Währungshüter mittelfristig nicht aus.
- Die Inflationsentwicklung räumt der **Europäischen Zentralbank (EZB)** den Handlungsspielraum ein, der schwächelnden Wirtschaft unter die Arme zu greifen. Wir gehen davon aus, dass diese dementsprechend ihre Leitzinsen weiter senken wird.
- Trotz Trumps Forderungen nach einer Senkung des Leitzinses hat die **US-Notenbank Fed** diesen im Mai unverändert gelassen. Die Währungshüter unterstreichen damit ihre Unabhängigkeit. Angesichts der schwer abschätzbaren inflationären Effekte der US-Zölle will die Fed hinsichtlich ihres geldpolitischen Kurses weiterhin vorsichtig vorgehen.

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

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 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 (SBV) 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.