

August 2025

Anlageguide



Breiter Burggraben

Wie Unternehmen ihre Konkurrenz
auf Abstand halten

Unsere Sicht auf die Märkte

In dieser Ausgabe zu lesen

3 Fokusthema

Breiter Burggraben – Wie Unternehmen ihre Konkurrenz auf Abstand halten

5 Unsere Einschätzungen

- Obligationen
- Aktien
- Alternative Anlagen
- Währungen

9 Unsere Prognosen

- Konjunktur
- Inflation
- Geldpolitik

Zolldeals nehmen Gestalt an: Die verlängerte Frist, um mit den USA Handelsabkommen abzuschliessen, läuft am 1. August ab. Mit Japan und der Europäischen Union (EU) konnten zwei wichtige Handelspartner eine Grundsatzvereinbarung mit den USA erzielen. Konkret sollen sich die Zölle auf jeweils 15 % belaufen – etwas weniger als ursprünglich von Donald Trump angedroht. Gleichzeitig haben sowohl die EU als auch Japan US-Investitionen in Milliardenhöhe versprochen.

Zweitrundeneffekte belasten: Die Aktienmärkte haben auf die Vereinbarungen positiv reagiert, weil damit ein Unsicherheitsfaktor wegfällt. Die Konsequenzen der deutlich gestiegenen Zölle werden sich allerdings in den kommenden Monaten verstärkt bemerkbar machen. Einerseits dürfte die Inflation in den USA wieder steigen und andererseits werden sich die höheren Kosten negativ auf die Gewinnentwicklung vieler Unternehmen auswirken.

Gewinnsaison mit Licht und Schatten: Die laufende Gewinnsaison brachte auf Einzeltitelebene viel Bewegung. Firmen wie General Motors, Volkswagen, Dow Chemical oder Puma reduzierten vor dem Hintergrund der US-Zollpolitik ihre Prognosen. Bei vielen Schweizer Firmen macht sich zudem der schwache US-Dollar in

den Quartalszahlen bemerkbar. Überzeugen konnten bisher die Pharmaunternehmen und ihre Zulieferer sowie die grossen Technologiekonzerne. Im zunehmend rauerem Umfeld kommt der Aktienselektion eine wachsende Bedeutung zu. Mehr zum Thema gibt es im Fokustext dieser Ausgabe.

Taktische Anpassungen: Die Goldnachfrage der Notenbanken bleibt hoch. Zudem haben in den vergangenen Monaten sowohl institutionelle als auch private Investoren das gelbe Edelmetall als sicheren Hafen wiederentdeckt. Die wachsenden Schuldenberge sowie die geopolitischen Unsicherheiten sprechen für weiter steigende Goldpreise. Hinzu kommen die koordinierten verbalen Angriffe der US-Administration auf die Notenbank Fed und ihren Chef, Jerome Powell, die das Vertrauen in deren Unabhängigkeit und den US-Dollar untergraben. Nachdem die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins zuletzt auf 0 % gesenkt hat, sind für Franken-Anleger die Opportunitätskosten für das Halten von Gold zudem abermals gesunken. Aus all diesen Gründen haben wir anlagetaktisch die Goldquote erhöht. Aus Renditeüberlegungen haben wir zudem zulasten der Liquidität neu eine kleine Position bei Hochzinsanleihen aufgebaut.

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	■

*währungsgeichert

Breiter Burggraben

Wie Unternehmen ihre Konkurrenz auf Abstand halten



Das Wichtigste in Kürze

Geopolitische Konflikte, rasant wachsende Staatsschulden und eine chaotische Zollpolitik – die Herausforderungen für Unternehmen und Investoren sind gross. Die Aktienselektion gewinnt an Bedeutung. Dabei rücken qualitativ hochstehende Firmen mit einem Burggraben in den Fokus. Ein solcher besteht dann, wenn Unternehmen einen technologischen Vorsprung haben, von Netzwerkeffekten profitieren können oder über starke, weltweit bekannte Marken verfügen. Solche Firmen operieren oft in oligopolistischen Marktstrukturen oder haben gar eine Monopolstellung. An der Börse weisen ihre Aktien häufig eine signifikante Überperformance aus.

Die Unternehmen sind gefordert: Die globale Wirtschaft läuft auf Sparflamme und die US-Zollpolitik sorgt für Verunsicherung. Nur wer über eine starke Marktstellung verfügt, kann die Zölle vollumfänglich via Preiserhöhungen an die Kunden weitergeben. Für alle anderen wird es zu einem Margenrückgang oder einem Verlust von Marktanteilen kommen. Entsprechend sind auch Anlegerinnen und Anleger gefordert. Sie müssen bei der Aktienselektion die Spreu vom Weizen trennen. Das ist einfacher gesagt als getan.

Ein Ansatzpunkt und gleichzeitig wichtiges Kriterium bei der Aktienauswahl ist der sogenannte Burggraben. In der Unternehmenswelt ergibt sich ein solcher durch ein Alleinstellungsmerkmal, das zu einem langfristigen Wettbewerbsvorteil gegenüber den Konkurrenten führt. Wer über einen Burggraben verfügt, ist – analog zu den mittelalterlichen Burgen mit ihren Wassergräben – vor Angriffen der Konkurrenz geschützt.

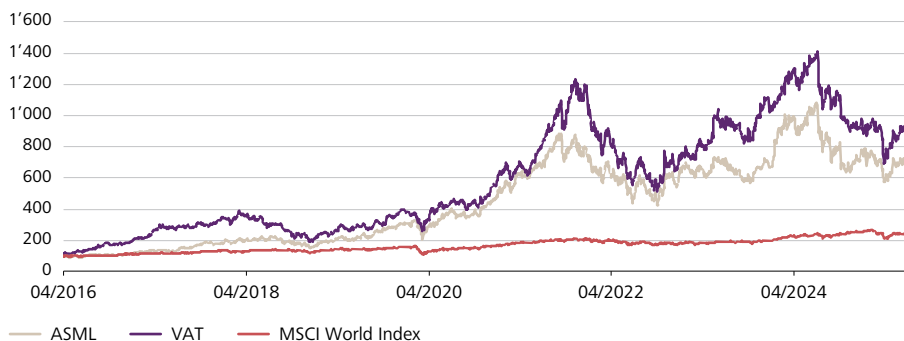
Burggräben können unterschiedliche Formen aufweisen. So kann eine Firma einen technologischen Vorsprung haben, von Netzwerkeffekten profitieren oder über starke, weltweit bekannte Marken verfügen. Solche Unternehmen operieren oft in oligopolistischen Marktstrukturen oder haben gar eine Monopolstellung.

Gute Beispiele für Firmen mit einer Technologieführerschaft sind der niederländische Halbleiterausrüster ASML oder der Schweizer Vakuumventilhersteller VAT. Im Bereich der Lithographie-Systeme ist ASML mit einem Marktanteil von über 80 % globaler Marktführer. Die entsprechenden Maschinen werden von sämtlichen Halbleiterherstellern benutzt. Mit seinen Vakuumventilen ist der Halbleiterzulieferer VAT zwar in einer Nische unterwegs, dort aber mit einem Marktanteil von über 75 % mit Abstand die Nummer eins. Entsprechend hoch sind die operativen Gewinnmargen: Bei ASML lag diese zuletzt bei 32 %, bei VAT bei knapp 27 %. Dies wird auch an der Börse honoriert. Gemessen ab dem Börsengang von VAT im April 2016 haben die beiden Valoren den Weltaktienindex (MSCI World) deutlich geschlagen ► **Darstellung 1**.

Idealerweise wird die Technologieführerschaft durch Patente abgesichert. Dies gilt beispielsweise auch im Pharmasektor. Nur dank dem Patentschutz der neu zugelassenen Medikamente lassen sich die immensen Ausgaben für die Forschung und Entwicklung monetarisieren. Gleichzeitig führt dieser zu einem temporären Burggraben für die Pharmakonzerne.

1 Börsenüberflieger dank Technologieführerschaft

Kursentwicklung von ASML, VAT und des MSCI-Weltaktienindex seit dem IPO von VAT, in CHF und indiziert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



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

Das politische und wirtschaftliche Umfeld ist ruppig geworden. Entsprechend nimmt die Bedeutung der Aktienselektion zu. Firmen mit schlechten Bilanzen, wenig Preissetzungsmacht und tiefen Margen werden es zunehmend schwer haben. Anlegerinnen und Anleger sollten sich deshalb auf qualitativ hochstehende Unternehmen konzentrieren, die über einen Burggraben verfügen. In der Schweiz gehören Blue Chips wie Nestlé, Roche, Novartis, Givaudan und Richemont in diese Kategorie. Aus der zweiten Reihe erfüllen Lindt & Sprüngli, VAT, Schindler sowie die Medtech-Firmen Straumann und Sonova wesentliche Kriterien. Natürlich schwanken auch diese Aktien und zwischenzeitlich kann es selbst bei den solidesten Werten zu schmerzhaften Korrekturen kommen. Langfristig betrachtet setzt sich Qualität aber immer durch.



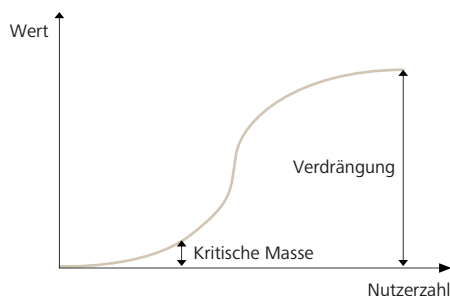
Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

Einen breiten Burggraben haben auch Unternehmen, die von positiven Netzwerkeffekten profitieren. Solche entstehen dort, wo der Nutzen eines Produkts oder einer Dienstleistung mit der Anzahl der Nutzer steigt ► **Darstellung 2**. Mit Facebook und WhatsApp verfügt beispielsweise der US-Technologiekonzern Meta über solche Netzwerke. Auch Amazon hat sich den Netzwerkeffekt zunutze gemacht und so über Jahre eine hervorragende Marktstellung aufgebaut. Ganz nach dem Motto: Je mehr Verkäufer und Käufer auf einer Plattform sind, desto attraktiver wird diese.

2 Der Netzwerkeffekt

Je mehr Nutzer, desto grösser der Wert des Netzwerks

Zusammenhang zwischen Nutzerzahl und Wert eines Netzwerks



Quellen: Springer Nature, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Vor der Konkurrenz schützen auch hohe Wechselkosten für die Konsumenten. Ein Paradebeispiel hierfür ist Apple. Mit der engen Integration von eigenen Geräten (z.B. iPhones, iPads, Macs, Apple Watches), Software (iOS, macOS) sowie Diensten (z.B. iCloud, Apple Music, Apple TV+) hat der Technologiekonzern sein eigenes «Apple-Universum» oder «Apple-Ökosystem» aufgebaut. Durch die darin nahtlose Interaktion und einheitliche Benutzererfahrung wird den Konsumentinnen und Konsumenten der Wechsel zur Konkurrenz schwergemacht.

Ebenfalls wertvoll ist ein Portfolio mit starken und etablierten Markenprodukten. In diese Kategorie fallen diverse Konsumgüterfirmen wie Coca-Cola oder Nestlé sowie die gesamte Luxusgüterindustrie mit Firmen wie LVMH, Richemont, Hermès oder Ferrari. Mit ihren Premiummarken erzielen diese hohe Margen und sind entsprechend profitabel. Das ermöglicht es ihnen, viel Geld ins Marketing zu stecken. Das ist entscheidend, um die Vormachtstellung aufrechtzuerhalten. Ansonsten kann ein Burggraben über die Zeit weg-erodieren.

Für die Aktienauswahl ist das Konzept des Burggrabens ein wesentlicher Aspekt. Wichtig sind aber auch die Bewertungen. Titel mit den oben beschriebenen Eigenschaften haben sich zwar eine Prämie verdient, trotzdem sollte nicht «jeder» Preis bezahlt werden. Ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von über 30 ist nur bei sehr hohen Gewinnwachstumsraten gerechtfertigt. Entscheidend ist auch die Frage, ob der Burggraben angreifbar ist. Werden neue Technologien wie beispielsweise Künstliche Intelligenz das Geschäftsmodell obsolet machen? Tauchen innovativere Konkurrenten auf? Führen Patentabläufe zu einem Verlust der Marktführerschaft? Oder stehen regulatorische Eingriffe an?

Es gibt keine Garantie, dass Firmen, die heute über einen breiten Burggraben verfügen, auch künftig Börsenüberflieger bleiben. Die Chancen dazu stehen aber gut.

Obligationen

Eine steilere Zinskurve bedeutet, dass längere Laufzeiten wieder attraktiver entschädigt werden. In den USA sind die längerfristigen Zinsen angestiegen, weil Anleger eine höhere Risikoprämie fordern.



Was bedeutet eigentlich?

Zinskurvensteuerung

Um die Zinskurve aktiv zu steuern, kauft eine Notenbank Obligationen mit bestimmten Laufzeiten, erhöht dadurch die Nachfrage und drückt die entsprechenden Renditen. Auf diese Weise sollen die Finanzierungskosten für Private und Unternehmen reduziert und die Wirtschaft angekurbelt werden. Isoliert betrachtet führt dies zum Erfolg, bedingt aber, dass keine anderen Faktoren die Konjunktur zu stark beeinflussen. Zudem ist die Unabhängigkeit der Zentralbank in Gefahr, da der Notenbank vorgeworfen werden könnte, dass sie den Staatshaushalt finanziert.

Die Normalisierung des Zinsumfelds geht weiter. Das ist gut. Es bedeutet, dass die Zinskurve steiler wird und länger laufende Obligationen eine höhere Rendite abwerfen als kurzfristige. Erreicht wird das entweder durch sinkende kurzfristige und/oder steigende langfristige Zinsen. Dabei ist zu beachten, dass die kurzfristigen Zinsen aktiv von der jeweiligen Notenbank gesteuert werden. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat ihren Leitzatz im Juni auf null gesenkt, was den Anlage-notstands verschärft hat. Wir haben nun unsere Liquiditätsquote etwas abgebaut und in Hochzinsanleihen investiert. Mit diesem Schritt reduzieren wir unser starkes Untergewicht in der Vermögensklasse, bleiben aber immer noch leicht unter der neutralen Positionierung.

Keinen direkten Einfluss haben die Notenbanken auf die langfristigen Zinsen. Diese sind vielmehr Ausdruck der Erwartungen der Marktteilnehmenden. Steigen die langfristigen Zinsen, kann das entweder ein Zeichen dafür sein, dass die Märkte aufgrund einer wirtschaftlichen Erholung künftig höhere Zinsen erwarten, oder wegen Unsicherheiten jeglicher Art eine höhere Risikoprämie fordern.

Eine solche verlangen Investoren in den USA im Zusammenhang mit der erratischen US-Zoll- und Handelspolitik, was die längerfristigen Zinsen in die Höhe treibt. Um rund einen halben Prozentpunkt ist die Rendite von US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren seit dem «Liberation Day» angestiegen ► **Darstellung 3**. Das treibt die Zinskosten der USA in die Höhe.

3 Die Renditen steigen

Anleger fordern eine höhere Risikoprämie

Renditeentwicklung von US-Staatsanleihen mit 30 Jahren Laufzeit



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Weil gleichzeitig die Teuerung jenseits des Atlantiks über der Notenbankobergrenze verharrt und unlängst sogar noch angestiegen ist, sind grössere Leitzinssenkungen zunehmend unwahrscheinlich. Es sei denn, die bislang robuste Konjunktur würde zur Schwäche tendieren und die US-Fed zum Handeln zwingen.

Die einzige Möglichkeit, die längerfristigen Zinsen zu senken, besteht in einem aktiven Eingriff, der **Zinskurvensteuerung**. Eine solche ist neben einer Abwertung des US-Dollars und der Einführung von Handelszöllen Teil des Mar-a-Lago Accords, der Grundlage der aktuellen US-Wirtschaftspolitik. Die Regierung diskutiert gar, bestehende Gläubiger zu einer Umschuldung zu zwingen und dabei länger laufende Staatsanleihen zu niedrigeren Zinsen zu akzeptieren. Eine Vertrauens- und Finanzkrise wären dabei vorprogrammiert. Ein höherer Risikoaufschlag scheint deshalb gerechtfertigt.

Aktien

Das Zwischenfazit zur Berichtssaison fällt gemischt aus. Vor allem zyklische Unternehmen bekommen den Gegenwind durch die höheren Zölle und die schwächelnde Konjunktur zunehmend zu spüren.

Was bedeutet eigentlich?

Harte vs. weiche Konjunkturdaten

Beim Wasser unterscheidet man anhand des Kalkgehalts zwischen verschiedenen Härtegraden. Auch Konjunkturdaten lassen sich in hart und weich einteilen. Erstere beziehen sich auf messbare, direkt erhobene Statistiken. Hierzu zählen etwa die Entwicklung der Konsumentenpreise oder der Auftragseingang in der Industrie. Zweitere umfassen dagegen umfragebasierte Indikatoren. Sie geben Hinweise auf zukünftige Entwicklungen, sind aber aufgrund ihrer Methodologie relativ anfällig für subjektive Einflüsse. Beispiele für weiche Konjunkturdaten sind die Einkaufsmanagerindizes (PMI) oder das Konsumentenvertrauen.

Die Zollstreitigkeiten mit den USA ziehen sich weiter hin. Die damit verbundenen Risiken für die Weltwirtschaft schlagen sich seit Längerem in den **weichen Konjunkturdaten** nieder. In den harten Indikatoren sind sie dagegen kaum sichtbar. Für die Anlegerinnen und Anleger stellt die laufende Berichtssaison daher einen Realitätscheck dar.

Bislang fallen die Unternehmensergebnisse unterschiedlich aus. Einige enttäuschten die Investoren trotz erfüllter Analystenerwartungen. So präsentierten der US-Streamingdienstleister Netflix, der Pharmariese Novartis und der Liftbauer Schindler sehr solide Quartalszahlen. Der Markt hatte sich im Vorfeld aber noch mehr erhofft, weswegen ihre Aktien unter Abgabedruck gerieten.

Ordentlich geschlagen haben sich Firmen aus weniger konjunktursensitiven Branchen, etwa dem Pharma- oder Nahrungsmittelsektor sowie dem Finanzwesen. Die US-Grossbanken profitierten gar vom unsicheren Marktumfeld. Die erhöhte Volatilität bescherte Goldman Sachs und Co. Milliarden Gewinne. Gleichzeitig unterstreichen die Zahlenkränze auch die Bedeutung von Marktstellung und Preissetzungsmacht. Unternehmen, welche die gestiegenen Produktionskosten nicht vollumfänglich an ihre Kunden weitergeben können, verzeichnen Margeneinbussen.

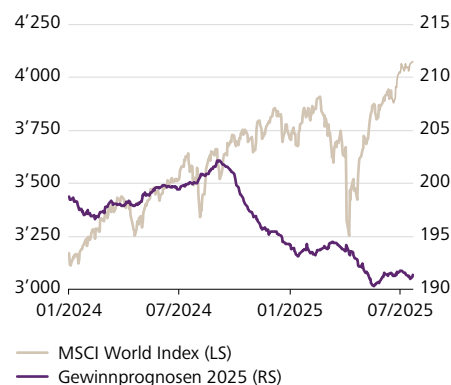
Vertreter aus zyklischen Wirtschaftszweigen zollen dagegen den Handelsstreitigkeiten, der abflauenden Konjunktur sowie der Schwäche des US-Dollars zunehmend Tribut. Vor allem der Blick nach vorne fällt oftmals vorsichtig aus, wie etwa beim Logistikspezialisten Kühne + Nagel oder dem Bauchemiespezialisten Sika. Viele Unternehmen haben denn auch mit der

Zurückhaltung der Konsumenten zu kämpfen. Diese verschieben den Kauf von nicht-essenziellen Produkten immer mehr in die Zukunft. Das widerspiegelt sich in den Ergebnissen der Automobilkonzerne GM und Volkswagen, des französischen Luxusgüterherstellers LVMH und des Sportartikelherstellers Puma.

Die Aktienmärkte haben sich derweil nach dem «Liberation Day» merklich erholt. Für eine Fortsetzung der Rally wäre eine Anhebung der Gewinnprognosen notwendig. Diese werden von den Analysten aber seit fast einem Jahr nach unten revidiert. Eine Gegenbewegung ist wegen der geopolitischen und konjunkturellen Risiken unwahrscheinlich **► Darstellung 4**. Das macht die Aktienkurse anfällig für Korrekturen. Insbesondere vor dem Hintergrund der ungünstigen Saisonalität in den Sommermonaten. Wir bleiben daher bei den Aktien zum Start in den August taktisch untergewichtet.

4 Der Weltaktienmarkt steht auf wackligen Füßen

Entwicklung des MSCI-Weltaktienindex sowie der Gewinnprognosen für 2025



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Alternative Anlagen

Die Edelmetallpreise sind seit Jahresanfang deutlich gestiegen. Während Gold von den Anlegern als Krisenschutz gesucht wird, verteuern sich Palladium und Platin vor allem wegen des Angebotsdefizits.



Schon gewusst?

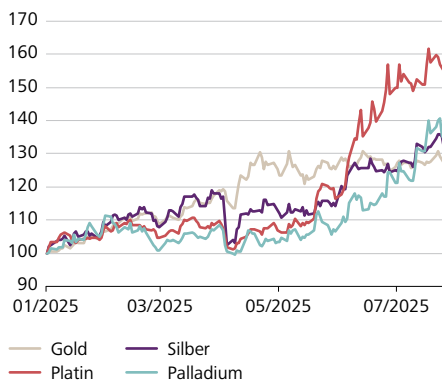
Das wertvollste Edelmetall der Welt ist nicht, wie man vermuten könnte, Gold, sondern Osmium. Dabei handelt es sich um ein stahlblaues Metall, das beim Abbau von Platinerz gewonnen wird. Würde man alles abbaubare Osmium der Welt in einen Würfel pressen, so hätte dieser eine geschätzte Kantenlänge von gerade mal etwas mehr als zwei Metern. Aufgrund seiner einzigartigen Kristallstruktur gilt es als besonders fälschungssicher. Zudem ist das Edelmetall korrosionsbeständig und abriebfest, weswegen es als Legierung vor allem in industriellen Spezialanwendungen – etwa bei Abtastnadeln, im Instrumentenbau oder bei künstlichen Herzklappen – zum Einsatz kommt. In der Vergangenheit wurde es aber auch in Verbindung mit Wolfram in Glühlampen verwendet, wovon sich der Firmenname Osram ableitet. Der Marktpreis von Osmium lässt sich indes nur sehr schwer bestimmen, da dieser stark schwankt und von verschiedenen Faktoren (z.B. Reinheit, Händler usw.) abhängt. Aktuell liegt die Preisspanne zwischen 30'000 und 70'000 US-Dollar pro Unze.

Die Handelsstreitigkeiten, der rasant wachsende Schuldenberg der USA sowie die Konflikte in der Ukraine und dem Nahen Osten sorgen für Verunsicherung an den Börsen. Verschärfend kommt die Schwäche der weltweit wichtigsten Reservewährung, des US-Dollars, hinzu. Angesichts dessen sehen sich Privatanleger, institutionelle Investoren sowie die Notenbanken nach Anlagealternativen um. Davon profitiert Gold aufgrund seiner tiefen Korrelation zu risikobehafteten Anlageklassen. Sein Preis ist seit Jahresanfang um knapp 30 % gestiegen ► **Darstellung 5**. Auch wir setzen auf das gelbe Edelmetall und haben unsere taktische Quote Anfang August auf eine «starke Übergewichtung» erhöht.

5 The sky is the limit

Edelmetalle sind im Jahr 2025 stark gesucht

Entwicklung der Edelmetallpreise, in USD und indiziert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

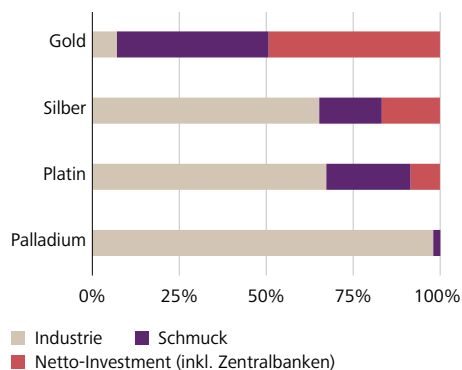
Allerdings ist Gold nicht das einzige Edelmetall, das sich im bisherigen Jahresverlauf signifikant verteuert hat. Innerhalb der Anlageklasse gehört es neben Silber gar zu den schwächeren Vertretern. So sind die Notierungen für Palladium und Platin um 37 % respektive 52 % gestiegen.

Im Gegensatz zu ihrem gelben Bruder werden sie jedoch nicht primär als Investitionsobjekt nachgefragt oder für die

Schmuckherstellung verwendet. Hauptnachfrager ist die Industrie. Bei Platin stellt sie gut drei Viertel der Gesamtnachfrage, bei Palladium sind es über 90 % ► **Darstellung 6**. Schwerpunktmässig kommen beide Edelmetalle vor allem in zukunftsweisenden Bereichen, etwa dem Bau von Solarmodulen, zum Einsatz. Obgleich die Weltwirtschaft an Schwung eingebüsst hat, entwickelt sie sich immer noch verhältnismässig robust, was die industrielle Nachfrage stützt.

6 Die Nachfrage wird je nach Edelmetall von unterschiedlichen Faktoren getrieben

Wichtigste Nachfrager im Jahr 2024, in % der Gesamtnachfrage



Quellen: World Platinum Investment Council, World Gold Council, The Silver Institute, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Zugleich kann der Abbau dieser Edelmetalle vielerorts nicht kostendeckend erfolgen, was zu Minenschliessungen und in der Folge einer Verknappung des Angebotes führt. So erwartet das World Platinum Investment Council (WPIC) im Jahr 2025 für Palladium und Platin ein Angebotsdefizit von einer Viertel- respektive fast einer Million Unzen. Das entspricht über 2 % bzw. 10 % der globalen Nachfrage. Diese Unterversorgung des Marktes befeuert massgeblich deren Preise.

Währungen

Der Schweizer Franken ist gefragt. Kurzfristig aufgrund der geopolitischen Lage, langfristig, weil die hiesige Valuta von Investoren aus dem In- und Ausland nachgefragt wird.



Schon gewusst?

Nach 144 Jahren ist Schluss: Die bulgarische Währung, der Lew, wird per 1. Januar 2026 durch den Euro abgelöst. Das Europäische Parlament und der Rat für Wirtschaft und Finanzen der Europäischen Union (EU) haben die Aufnahme Bulgariens in die Eurozone am 8. Juli gutgeheissen, nachdem das Land alle EU-Konvergenzkriterien erfüllt hat. Der Eurokurs wurde bei 1.95583 Lew festgelegt. Bereits ab dem 8. August werden Waren und Dienstleistungen in Bulgarien in Lew und in Euro gekennzeichnet, um die Menschen auf die Einführung vorzubereiten. In der Bevölkerung herrscht aber eine gewisse Skepsis, oder vielmehr die Angst, dass mit dem Euro die Inflation steigen könnte. Vom «Teuro» war bereits bei der Euro-Bargeldeinführung im Jahr 2002 die Rede.

«Ist der Ruf erst ruiniert, lebt es sich ganz ungeniert.» Getreu diesem Sprichwort kann auch die aktuelle Rolle des US-Dollars beschrieben werden. Obwohl er als Weltzahlungsmittel auch weiterhin seinen Dienst verrichtet, ist sein Ruf als sicherer Hafen stark infrage gestellt. Als Folge der US-Zoll- und Handelspolitik hat der Greenback dieses Jahr gegenüber dem Schweizer Franken bereits 12 % eingebüsst.

Obwohl eine schwache Währung in der Regel der Exportindustrie hilft, scheint dieser Vorteil derzeit nicht gegeben, da die Währungsabwertung von den Zöllen aufgefressen wird. Dabei sprechen die im internationalen Vergleich höheren Zinsen für den Dollar. Diese Differenz dürfte weiterbestehen, da die Teuerung gemäss jüngsten Daten wieder steigt und die US-Notenbank länger an ihrer restriktiven Geldpolitik festhalten dürfte.

Ebenfalls unter Druck steht der japanische Yen. Er hat im Juli zum Franken über 2 % an Wert verloren. Ob die japanische Währung als sicherer Hafen ausgedient hat, wird sich zeigen. Im Wettlauf gegen den Schweizer Franken hat er seit längerem das Nachsehen ► **Darstellung 7**. Etwas Gegensteuer könnte von steigenden Zinsen in Japan kommen. Bei diesen werden die Carry-Trades, bei denen zu günstigen

7 Der Yen verliert seit Langem an Wert ...

... und dürfte als sicherer Hafen ausgedient haben

Wechselkursentwicklung JPY/CHF (mit 100 multipliziert)



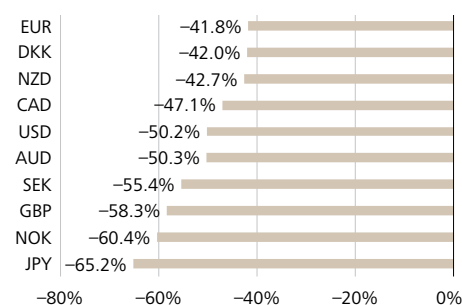
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Konditionen Yen-Kredite aufgenommen und in US-Dollar investiert werden, uninteressant. Gut möglich, dass künftig wieder Gelder in den japanischen Markt fliessen und den Yen stärken. Auch mit der Ankündigung, dass die USA und Japan im Zollstreit eine Lösung gefunden haben, legte der Yen gegenüber der US-Valuta leicht zu.

8 Starker Franken ...

... schwache Alternativen

Wechselkursentwicklung der G10-Währungen gegenüber dem CHF seit Anfang 2000



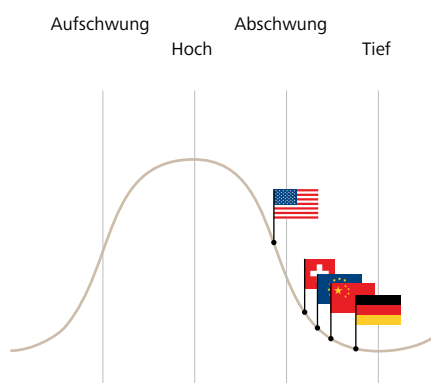
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Dass sich langfristig vor allem der Franken als sicherer Hafen behauptet hat, zeigt die historische Entwicklung. Seit Anfang 2000 haben sich sämtliche G10-Währungen markant abgeschwächt ► **Darstellung 8**. Auch wenn viele Währungen derzeit überverkauft scheinen und kurzfristig der Boden erreicht ist, gibt es keine Anzeichen für eine nachhaltige Trendumkehr. Das ist mit ein Grund, weshalb wir an unserer starken Gewichtung des Frankens festhalten.

Ein Blick nach vorne

Die US-Handelszölle und die damit einhergehende Unsicherheit belasten die Weltwirtschaft. Während die Inflation in den USA steigt, hat die Deflationsgefahr in der Schweiz wieder etwas abgenommen.

Konjunktur



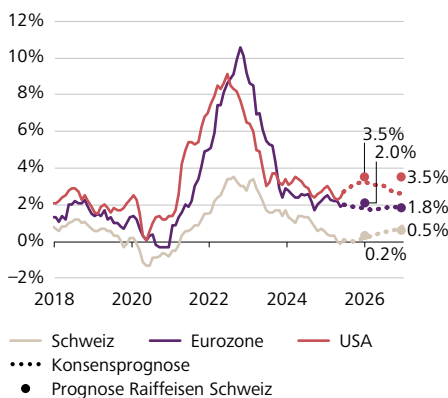
- Die **Schweizer** Konjunktur lahmt. Der Einkaufsmanagerindex für die exportorientierte Industrie ist im Juni zwar von 42.1 auf 49.6 Punkte gestiegen. Jener für die binnenorientierten Dienstleister ist aber um 7.8 Zähler auf 48.5 Punkte gefallen. Damit bewegen sich beide Werte im Kontraktionsbereich. Angesichts der geopolitischen Risiken ist mit keiner raschen Wirtschaftserholung zu rechnen. Wir erwarten für dieses Jahr ein Wachstum von 1.1 %.
- Die **europäische** Industrie hat ihre Tal-fahrt gestoppt. Allerdings hängen die höheren US-Handelszölle wie ein Damoklesschwert über ihr. Zugleich bremsen die Arbeitsplatzängste die Erholung des Konsums aus. Unter dem Strich rechnen wir daher für das laufende Jahr mit einem Wirtschaftsplus von 0.9 %.
- In den **USA** präsentieren sich Konsum und Arbeitsmarkt immer noch robust. Allerdings warten viele Firmen wegen der Zollstreitigkeiten mit Personalentscheidungen zu. Darüber hinaus werden sie versuchen, die gestiegenen Produktionskosten auf die Verbraucher überzuwälzen. Für 2025 prognostizieren wir eine Expansion des Bruttoinlandsproduktes (BIP) um 1.3 %.

Inflation

Trumps Zölle schlagen sich ...

... allmählich in den Verbraucherpreisen nieder

Inflation und Prognosen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

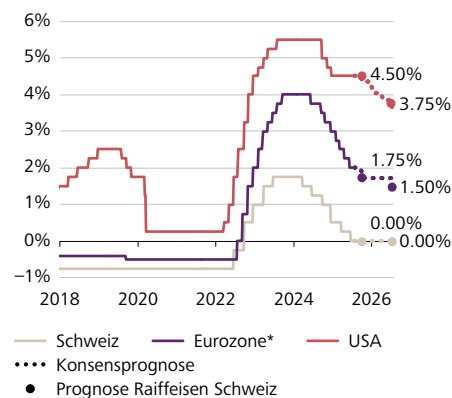
- In der **Schweiz** ist die Teuerung im Juni wieder in den positiven Bereich gestiegen (+0.1 %). Während die Preise für Energie weiterhin inflationsdämpfend wirken, haben jene für Hotels und Pauschalreisen spürbar angezogen. Für das Gesamtjahr prognostizieren wir eine Inflationsrate von 0.2 %.
- Die Inflation in der **Eurozone** lag im vergangenen Monat genau auf der 2 %-Zielmarke der Europäischen Zentralbank (EZB). Unter den Mitgliedstaaten variiert der Preisauftrieb allerdings stark: In Zypern betrug er 0.5 %, in Estland dagegen 5.2 %. Für 2025 rechnen wir mit einer Jahresteuierung von 2.0 %.
- Die **US**-Konsumentenpreise haben sich im Juni um 2.7 % verteuert. Damit setzt sich die Beschleunigung der Inflation fort. Dass die höheren Zollabgaben nicht stärker durchschlagen, dürfte auf Vorzieheffekte zurückzuführen sein. Perspektivisch werden die preistreibenden Effekte der Zölle aber zunehmen.

Geldpolitik

Die US-Fed hält ...

... an ihrer restriktiven Geldpolitik fest

Leitzinsen und Prognosen



*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Mit der jüngsten Inflationsentwicklung hat der Druck auf die **Schweizerische Nationalbank (SNB)**, den Leitzins in den negativen Bereich zu senken, etwas abgenommen. Wir gehen daher davon aus, dass die Währungshüter die Beine erst mal stillhalten werden.
- Vor dem Hintergrund der anhaltenden Unsicherheit im Zollstreit und dem unklaren Effekt auf die Preise hat die **Europäische Zentralbank (EZB)** im Juli an ihren bisherigen Leitzinsen festgehalten. Auf Jahressicht rechnen wir noch mit zwei Zinssenkungen im Umfang von insgesamt 50 Basispunkten.
- Entgegen den Forderungen von US-Präsident Trump hat die **Notenbank Fed** den Leitzins an ihrer Juli-Sitzung unangetastet gelassen. Aus Sorge um die inflationäre Wirkung der Handelszölle dürfte sie auch weiterhin vorsichtig bleiben.

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.