

September 2025

Anlageguide



Tech-Blase 2.0?

Die Bewertungen mahnen zur Vorsicht

Unsere Sicht auf die Märkte

In dieser Ausgabe zu lesen

3 Fokusthema

Tech-Blase 2.0? – Die Bewertungen mahnen zur Vorsicht

5 Unsere Einschätzungen

- Obligationen
- Aktien
- Alternative Anlagen
- Währungen

9 Unsere Prognosen

- Konjunktur
- Inflation
- Geldpolitik

US-Zollpolitik lässt Anleger kalt: Der Schweizer Aktienmarkt zeigt sich bislang vom US-Zollhammer unbeeindruckt. Trotz Zusatzzöllen von 39 % auf Importe in die USA stieg der Swiss Performance Index (SPI) im August um gut 2 %. Darin spiegelt sich einerseits die Tatsache, dass viele Grosskonzerne entweder gar nicht oder nur marginal von den Zöllen betroffen sind und andererseits rechnen die Anlegerinnen und Anleger offenbar damit, dass die Zölle im weiteren Jahresverlauf reduziert werden.

Schwache Konjunkturdynamik: Die geopolitischen Entwicklungen und die Trump'sche Handelspolitik belasten die globale Konjunktur. Die Bremsspuren sind insbesondere in den USA spürbar. Während sich der dortige Arbeitsmarkt abkühlt, bleibt die Inflation hartnäckig hoch. Dieses stagflationäre Umfeld stellt sowohl die Unternehmen als auch die Notenbank vor Herausforderungen.

Jerome Powell im Fokus: Der massive politische Druck der US-Administration auf den Notenbankchef, Jerome Powell, und die US-Fed zeigt Wirkung. Bei seiner Rede am jährlichen Notenbanktreffen in Jackson Hole hat Powell die Türe für eine

Leitzinssenkung im September geöffnet – und dies, obwohl die Inflation seit März 2021 konstant über dem Inflationsziel von 2 % liegt. Begründet wurde die taubenhaftere Ausrichtung mit der zunehmenden Abschwächung am Arbeitsmarkt. Die Notenbank bewegt sich auf einem immer schmaleren Grat und der Spielraum für deutliche Zinssenkungen ist aus unserer Sicht limitiert.

Hohe Bewertungen: Die Aktienmärkte sind in diesem Jahr stärker gestiegen als die jeweiligen Unternehmensgewinne. Entsprechend sind die Bewertungen in die Höhe geklettert. Insbesondere der US-Aktienmarkt ist historisch betrachtet mittlerweile teuer. Dies mahnt zur Vorsicht und spricht für eine aktive Titelselektion. Mehr dazu im Fokusthema dieser Ausgabe.

Anlagetaktische Positionierung: Wir bleiben angesichts der aktuellen Gemengelage defensiv positioniert. Sowohl bei Aktien als auch Obligationen sind wir taktisch leicht untergewichtet und setzen bei der Selektion auf Qualität. Übergewichtet belassen wir weiterhin Schweizer Immobilienfonds und Gold.

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

Tech-Blase 2.0?

Die Bewertungen mahnen zur Vorsicht

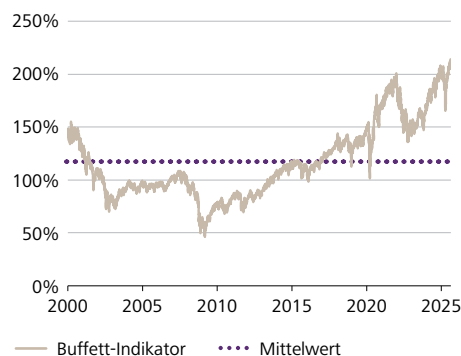
Das Wichtigste in Kürze

Die Aktienmärkte zeigen sich von den geopolitischen Entwicklungen und der aggressiven Zollpolitik der US-Administration unbeeindruckt und notieren teilweise auf Allzeithochs. Entsprechend sind auch die Bewertungen gestiegen. Insbesondere der US-Aktienmarkt ist historisch teuer bewertet. Der KI-Hype hat die Valoren der Technologiekonzerne stark zulegen lassen. Damit nimmt die Aktienselektion an Bedeutung zu, was für ein aktives Management spricht. Attraktiv bewertete Aktien finden sich derzeit beispielsweise im Gesundheitssektor oder in der Versicherungsbranche. Auch das Dividenthema rückt im derzeitigen Nullsumfeld in den Fokus der Investoren.

Wenn die Investorenlegende Warren Buffett spricht, hören Anlegerinnen und Anleger genau zu. Entsprechend werden auch die Investitionsentscheide seiner Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway eng verfolgt. Derzeit hält diese ein Liquiditätspolster von rund 347 Milliarden US-Dollar, was gut 30 % des Gesamtvermögens entspricht. Auch im zweiten Quartal 2025 ist Warren Buffett als Nettoverkäufer von Aktien in Aktion getreten – das elfte Quartal in Folge. Ganz offensichtlich erachtet der Börsenguru den US-Aktienmarkt als überteuert. Dies verdeutlicht exemplarisch auch sein eigener Buffett-Indikator. Dieser setzt die Marktkapitalisierung des S&P 500 Index ins Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) der USA und befindet sich derzeit auf einem Rekordniveau **► Darstellung 1**. Für den Value-Investor, der stets auf der Suche nach unterbewerteten Aktien ist, gibt es derzeit offensichtlich wenig interessante Opportunitäten.

1 Der Buffett-Indikator mahnt zur Vorsicht

Marktkapitalisierung des S&P 500 Index im Verhältnis zum US-BIP



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

In der Tat ist insbesondere der US-Aktienmarkt momentan sehr teuer bewertet. Getrieben vom Hype um das Thema Künstliche Intelligenz (KI) sind die Valoren der amerikanischen Technologiekonzerne stark gestiegen. Der Chiphersteller Nvidia ist mit einer Marktkapitalisierung von 4'300 Mil-

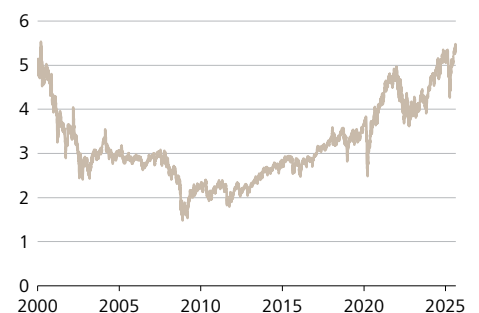
liarden US-Dollar aktuell das weltweit teuerste Unternehmen. Im Vergleich dazu: Der gesamte Schweizer Aktienmarkt – gemessen am Swiss Performance Index (SPI) – bringt es gerade mal auf eine Gesamtkapitalisierung von 1'600 Milliarden Schweizer Franken. Basierend auf dem aktuellen Wechselkurs ist Nvidia also mehr als doppelt so hoch bewertet wie sämtliche an der Schweizer Börse kotierten Unternehmen. Und bei Letzteren gehören immerhin auch Weltkonzerne wie Nestlé, Roche und Novartis dazu.

Es stellt sich also die Frage, ob es sich beim aktuellen KI-Hype um eine Blase handelt. Neben dem Buffett-Indikator sprechen auch diverse andere Bewertungskennzahlen dafür. So bewegt sich beispielsweise das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), welches die Kurse ins Verhältnis zur effektiven Substanz, sprich dem bilanziellen Wert der Unternehmen, setzt, im S&P 500 Index auf vergleichbarem Niveau wie beim Höhepunkt der Dotcom-Blase um die Jahrtausendwende **► Darstellung 2**. Berechtigte Fragezeichen gibt es auch in Bezug auf die enormen KI-Investitionen, welche die «Magnificent 7» (Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Nvidia, Microsoft und Tesla) derzeit tätigen. Gesamthaft belaufen sich diese für 2025 auf rund 400 Milliarden US-Dollar. Wie sich diese Ausgaben in nachhaltig profitables Wachstum ummünzen lassen, ist

2 Technologieblase 2.0?

Bewertungsniveaus wie zur Jahrtausendwende

KBV des S&P 500 Index



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



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

Die Aktienmärkte bewegen sich in der langen Frist nach oben. Dieser Trend verläuft aber nicht linear, sondern wellenförmig. Das heisst, es kommt immer wieder zu Übertreibungen, und zwar sowohl nach oben als auch nach unten. Derzeit liegen die Aktienbewertungen über dem langfristigen Durchschnitt. Insbesondere der US-Aktienmarkt ist – getrieben von den «Magnificent 7» – historisch betrachtet sehr teuer bewertet. Das mahnt zur Vorsicht. Eine hohe Bewertung allein ist zwar nicht zwingend ein Signal für eine unmittelbar bevorstehende Korrektur, allerdings trüben sich damit die mittelfristigen Renditeperspektiven ein. Denn die Bewertungskennzahlen tendieren in der längeren Frist immer wieder zurück zum Durchschnitt. Bei US-Tech-Aktien drängen sich deshalb Gewinnmitnahmen auf.



Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

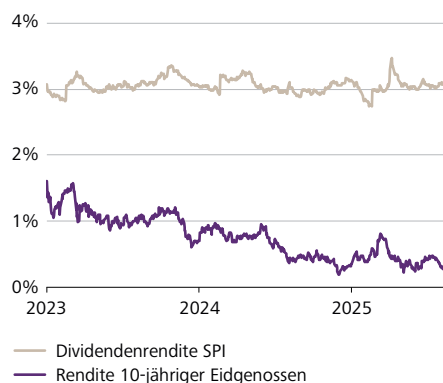
bislang offen. Es sind gigantische Wetten auf eine vermeintlich rosige Zukunft. Dass solche zu (temporären) Enttäuschungen führen können, hat das Platzen der Dotcom-Blase exemplarisch gezeigt. Vorsicht ist also angezeigt.

Aufgrund der gestiegenen Bewertungen nimmt die Bedeutung der Aktienselektion zu. Denn auch im aktuellen Umfeld lassen sich günstig bewertete Regionen, Sektoren und Einzeltitel finden. So liegt beispielsweise das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des SPI derzeit nur leicht über seinem langfristigen Durchschnitt. Der Pharmasektor ist historisch gar günstig bewertet. Ein Hauptgrund dafür liegt in der anhaltenden Unsicherheit in Bezug auf mögliche sektorielle Zölle von Seiten der US-Regierung und dem politischen Druck auf die Medikamentenpreise. Die Quartalsergebnisse der Pharmawerte waren aber insgesamt sehr überzeugend und die demografischen Entwicklungen sprechen für eine weiterwachsende Nachfrage nach Medikamenten. Ähnliches gilt für Firmen aus dem Bereich für Medizinaltechnik. Für langfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger eröffnen sich somit im Gesundheitssektor Kaufgelegenheiten. Ebenfalls interessant sind Versicherer. Als Dienstleister sind sie von den US-Zöllen nur am Rande tangiert und gelten zudem als relativ konjunkturreisistent. Hinzu kommen die attraktiven Dividendenrenditen. Generell erhält das Thema Dividenden im Nullzinsumfeld zusätzlichen Auftrieb. Firmen wie Nestlé, Roche, Novartis, Zurich Insurance, Swiss Re oder Swiss Life weisen derzeit Dividendenrenditen zwischen 3.5 % und 5 % auf – Tendenz steigend ► **Darstellung 3**. Opportunitäten gibt es auch im Infrastrukturbereich, in welchen nach der Aufhebung der Schuldenbremse in Deutschland und den neuen Rüstungszielen der NATO-Mitglieder in den kommenden Jahren viel Geld fliessen wird.

3 Dividendenaktien ...

... sind im Nullzinsumfeld attraktiv

Dividendenrendite des SPI und Rendite 10-jähriger Eidgenossen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Hohe Bewertungen sind per se also kein Grund, sich vom Aktienmarkt zu verabschieden. Es ist aber davon auszugehen, dass sich in den kommenden Monaten die Spreu vom Weizen trennen wird. Aktives Management dürfte sich damit wieder verstärkt auszahlen. Und Chancen sieht selbst der derzeit vorsichtige Warren Buffett. So hat er mit dem Gesundheitskonzern UnitedHealth, dem Stahlunternehmen Nucor und den Hausbauern Lennar und D.R. Horton im zweiten Quartal 2025 auch einige neue Positionen aufgebaut.

Obligationen

In der Schweiz herrscht wieder Anlagenotstand. Das rückt Hochzins- und Schwellenländeranleihen in den Fokus der Investoren. Für die höheren Renditen müssen aber höhere Risiken eingegangen werden.



Schon gewusst?

Der Markt für Hochzinsanleihen ist tendenziell weniger effizient als jener für sichere Staats- und Unternehmensanleihen. Grund dafür sind mitunter eine geringere Liquidität sowie eine höhere Komplexität. Allerdings eröffnen sich dadurch Anlegerinnen und Anlegern auch Opportunitäten. Um diese zu nutzen, sind eine breite Diversifikation sowie ein aktives Management das A und O. Zudem sollte die Kreditwürdigkeit der Emittenten laufend überprüft werden, um das Ausfallrisiko zu minimieren.

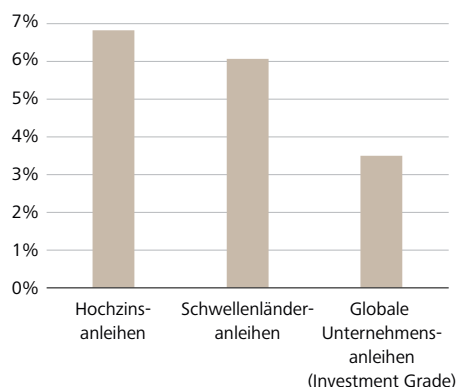
Die Leitzinsreduktionen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) in den letzten Monaten haben hierzulande zu einem «Revival» des Anlagenotstands geführt. Das Halten von Staatsanleihen wie auch von Liquidität im Portfolio ist aus Renditesicht kaum noch lukrativ. Unter Berücksichtigung der Inflation geht für Anlegerinnen und Anleger bereits wieder ein schleichender Vermögensverlust einher. Entsprechend sind im Anleihesegment Renditealternativen gefragt.

Eine solche sind etwa Hochzinsanleihen, also Schuldverschreibungen von bonitätschwächeren Emittenten. Diese werfen momentan mit einer durchschnittlichen Rendite in US-Dollar von knapp 7 % deutlich mehr ab als qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen (Kreditrating BBB oder höher) ► **Darstellung 4**.

Wie überall gilt aber auch hier: Je höher die Rendite, desto höher die Risiken. Die Anlageklasse ist zwar seit der Finanzkrise im Jahr 2007 robuster geworden. Nichtsdestotrotz ist sie weiterhin mit einem im Vergleich zu Investment-Grade-Papieren höheren Ausfallrisiko der Emittenten verbunden. Historisch gesehen sind die Ausfallraten immer in Rezessionsphasen gestiegen. Vor dem Hintergrund der zu erwartenden konjunkturellen Bremseffekte durch die US-Handelszölle ist also eine gewisse Vorsicht geboten. Aktuell rechnen wir aber nicht mit einer globalen Rezession. Die Spreads für Hochzinsanleihen, sprich deren Risikoprämie gegenüber hochwertigen Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit, sind allerdings spürbar zurückgekommen, was sie aus Bewertungssicht relativ teuer macht.

4 Hochzins- und Schwellenländeranleihen ... locken mit hohen Renditen

Durchschnittliche Renditen im Vergleich, in USD



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Eine weitere Renditealternative sind Schwellenländeranleihen. Trotz der gegenwärtigen Unsicherheiten haben sich die Schuldtitel von Emittenten aus den aufstrebenden Märkten seit Jahresbeginn sehr gut entwickelt. Das unterstreicht ihren fortschreitenden Wandel hin zu einer resilienteren Anlageklasse. Dabei profitieren sie massgeblich vom schwachen Greenback. Dieser verbessert ihr Renditeprofil in Lokalwährung und verstärkt die Kapitalabflüsse in Richtung Nicht-Dollar-Anlagen. Auch die Verschuldungsentwicklung spricht für Schwellenländeranleihen. Während die Schuldenberge in den meisten Industriestaaten überproportional stark wachsen, verzeichnen viele Schwellenländer deutlich tiefere Haushaltsdefizite. Entsprechend sind wir bei dieser Subanlageklasse bereits seit Längerem taktisch Übergewichtet.

Aktien

Der Schweizer Aktienmarkt zeigt sich resilient gegenüber den US-Handelszöllen. Gleichzeitig klettern die US-Aktienmärkte von einem Rekord zum nächsten.



Was bedeutet eigentlich?

Wirtschaftszyklus

Ein Wirtschaftszyklus umfasst die vier Phasen Aufschwung, Hochkonjunktur, Abschwung und Tiefphase. Der durchschnittliche Konjunkturzyklus dauert rund fünf Jahre, variiert im Einzelfall aber zwischen zwei und zwölf Jahren. Während sich die USA aktuell auf einen Abschwung zubewegen, ist dieser in Europa und Asien bereits weit fortgeschritten. Weil Unternehmen durch die US-Handelszölle mit einer zusätzlichen Unsicherheit konfrontiert sind, könnte es noch etwas länger dauern, bis sich der Aufschwung auf breiter Basis manifestiert.

Die Börse spricht Klartext: Der Swiss Market Index (SMI) hat im August um 3.1 % zugelegt. Dass das Land zum Nationalfeiertag in Aufruhr geriet, als die USA einen Zollsatz von 39 % auf Schweizer Importe verkündeten, scheint Anleger nicht zu kümmern. Auch eine saisonale, konjunkturelle oder geopolitische Schwäche wird an der Börse derzeit höchstens als Randnotiz vermerkt. Der Optimismus der Investoren ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. Insgeheim dürften viele damit rechnen, dass sich die Situation um die Handelszölle noch entspannen wird. Auch die auslaufende Berichtssaison hat bei den Unternehmensabschlüssen im Schnitt keine merklichen Enttäuschungen hervorgebracht.

Dennoch ist Vorsicht geboten. Der starke Franken belastet die Erfolgsrechnungen, die wirtschaftliche Abkühlung drückt die Stimmung der Unternehmen und verunsicherte Kunden reduzieren den Konsum. Die Schere zwischen Börsenentwicklung und Realwirtschaft scheint zunehmend auseinanderzuklaffen.

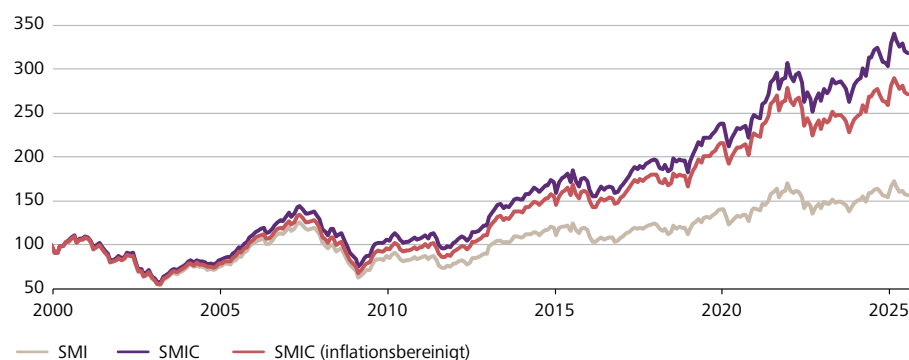
Aufgrund der gestiegenen Unsicherheiten rücken Dividendenaktien wieder in den Fokus der Anleger. Sie bieten im aktuellen Tiefzinsumfeld ein regelmässiges Einkommen. Ein besonderes Augenmerk gilt den Dividendenaristokraten. Sie zeichnen sich dadurch aus, dass sie während 25 Jahren jedes Jahr ihre Ausschüttung an die Aktionäre erhöht haben. Damit haben sie mehrere **Wirtschaftszyklen** und Krisen überwunden – ihr Geschäftsmodell hat sich also bewährt. Der Schweizer Aktienmarkt besticht aber auch als Ganzes – sowohl mit einer konstant attraktiven Dividendenrendite als auch mit einer langfristig attraktiven Kursperformance ► **Darstellung 5**.

Eine Achterbahnfahrt machte im August der US-Markt durch. Auf eine starke erste Monatshälfte mit Rekordständen in den Indizes Dow Jones, S&P 500 und Nasdaq folgte ein Taucher. Dieser wurde dank den Ausführungen von US-Notenbankchef Jerome Powell rasch ausgebügelt. Nachdem Powell tiefere Zinsen bislang aufgrund der Inflation ausgeschlossen hatte, warnte er am Notenbankertreffen in Jackson Hole vor den steigenden Risiken eines schwächelnden Arbeitsmarktes und schürte so die Hoffnung auf eine Zinssenkung.

5 Langfristig attraktiv

Mit Schweizer Aktien erfolgreich gegen die Teuerung

Wertentwicklung des SMI, des SMIC (SMI inkl. Dividenden) und des inflationsbereinigten SMIC, indiziert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

♟ Alternative Anlagen

Immobilien bleiben gefragt. Die niedrigen Zinsen und die attraktive Angebots- und Nachfragesituation sprechen weiterhin für ein Investment, trotz Rekordständen.



Was bedeutet eigentlich?

Eigenmietwert

Wer in einer selbstbewohnten Immobilie lebt, muss den sogenannten Eigenmietwert als Einkommen versteuern. Dabei handelt es sich um einen vorgegebenen hypothetischen Mietwert, den ein Mieter für das Wohnobjekt bezahlen müsste. Im Gegenzug kann der Liegenschaftsbesitzer Hypothekarzinsen und Unterhaltskosten von den Steuern absetzen. Der Eigenmietwert wurde erstmals 1915 als einmalige Kriegsteuer erhoben, um Zollerträge, die während des Krieges eingebrochen waren, zu kompensieren. In reguläres Recht ging der Eigenmietwert erst 1958 durch die Zustimmung von Volk und Ständen über.

Schweizer Immobilienfonds sind weiter im Aufwind. Im August kletterte der breite SWIIT Index auf ein Allzeithoch und hat seit Anfang Jahr rund 5 % zugelegt ► **Darstellung 6**. Der Index umfasst alle an der Schweizer Börse kotierten Immobilienfonds, welche mindestens 75 % ihres Fondsvermögens in der Schweiz investiert haben. Grund für die positive Entwicklung sind mitunter die niedrigen Zinsen. Weil künftige Erträge mit einem niedrigeren Satz abdiskontiert werden, steigt deren Gegenwartswert, was die Bewertungen ankurbelt. So verwundert es nicht, dass die meisten Immobiliengesellschaften zum Halbjahr Aufwertungsgewinne verbuchen konnten. Hinzu kommt ein seit Jahren knappes Angebot und ein Nachfrageüberhang. Beides sorgt für steigende Immobilienpreise und dürfte auch in Zukunft wirken.

6 Eine Erfolgsgeschichte

Schweizer Immobilien im Aufwind

Wertentwicklung des SWIIT Index



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

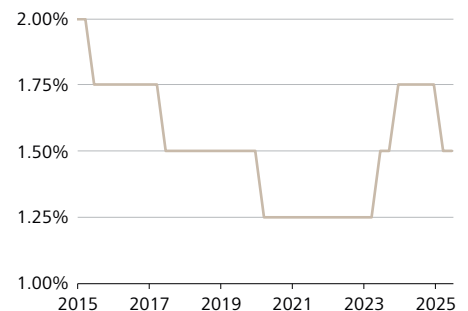
Derselbe Effekt gilt für die Angebotsmieten, die aufgrund der herrschenden Wohnungsknappheit weiter nach oben zeigen. Die noch dieses Jahr erwartete Senkung des Referenzzinses führt indes bloss zu einer Reduktion bestimmter Bestandsmieten ► **Darstellung 7**. Vergangene Anpassungen des Referenzzinssatzes haben jedoch gezeigt, dass dadurch nur eine

Minderheit der Mietverhältnisse eine Veränderung der Mietzinsen erfährt. Aus Investorensicht bleiben Immobilien somit interessant und bieten im aktuellen Tiefzinsumfeld eine attraktive Anlagemöglichkeit. Wir halten deshalb an unserem Übergewicht fest.

7 Sinkende Bestandsmieten ...

... werden durch höhere Preise kompensiert

Entwicklung des Referenzzinssatzes



Quellen: BWO, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die Auswirkungen einer möglichen Abschaffung des **Eigenmietwerts**, über die am 28. September zum vierten Mal abgestimmt wird, sind nicht eindeutig. Für viele Immobilienbesitzer würde das eine Steuererleichterung bedeuten. Dadurch wird Wohneigentum attraktiver, was sich in einer weiter steigenden Nachfrage und höheren Preisen niederschlagen dürfte. Umfragen sprechen derzeit für die Annahme der Reform der Wohneigentumsbesteuerung. Die Gegner der Vorlage befürchten hingegen, dass Sanierungsmassnahmen reduziert werden, da Unterhaltskosten im Falle einer Annahme nicht mehr von den Steuern abgezogen werden könnten.

Währungen

Der Dollar-Franken-Kurs zeigt sich von Trumps Zollhammer gegen die Schweiz weitgehend unbeeindruckt. Grund ist allerdings nicht die Stärke der Schweizer Valuta, sondern die anhaltende Schwäche des Greenbacks.

Was bedeutet eigentlich?

Unabhängigkeit der Notenbank

Das wohl machtvollste Instrument der Notenbanken ist die Möglichkeit, quasi auf Knopfdruck frisches Geld in Umlauf zu bringen und damit den Wert des Geldes direkt zu beeinflussen. Daher gilt heutzutage weitläufig die Ansicht, dass die Währungshüter möglichst unabhängig agieren sollten. Das war allerdings nicht immer so. Noch in den 1970er-Jahren orientierten sie sich stark an den Wünschen der Politik. Neben der Preisstabilität verfolgten die Notenbanken somit noch weitere wirtschaftliche Zielgrößen. So setzten sie etwa ihre Geldpolitik zur Stimulierung der Konjunktur ein, wenn diese zu schwächeln drohte. Auch in Wahlkampfphasen wurden die Währungshüter regelmässig von der Politik unter Druck gesetzt. Denn tiefere Zinsen stimulieren die Wirtschaft, was für gewöhnlich die Wiederwahlchancen einer amtierenden Regierung erhöht.

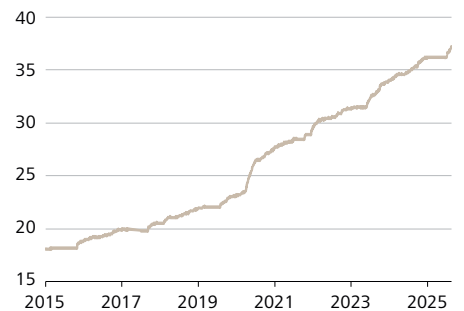
10 angesagt, 39 gemacht. So könnte man den vorläufigen Ausgang der Zollverhandlungen der Schweiz mit den USA in Jass-Terminologie zusammenfassen. Obgleich das viele Anleger überrascht hatte, blieben die Auswirkungen am Devisenmarkt überschaubar. So tendierte der Schweizer Franken gegenüber dem US-Dollar im August sogar leicht stärker.

Das hat zum einen mit dem immensen Vertrauen der Investoren in die Eidgenossenschaft und deren Währung zu tun. Sie gehen davon aus, dass das Land auf kurz oder lang doch noch einen Zoll-Deal zu besseren Konditionen aushandeln kann und sich somit die negativen Effekte für die Wirtschaft in Grenzen halten werden. Entsprechend sehen die Marktteilnehmer im Franken weiterhin einen sicheren Kapitalhafen.

Zum anderen fusst die Entwicklung des USD/CHF-Kurses momentan nicht auf einer Stärke des Frankens, sondern vielmehr auf einer Schwäche des Greenbacks. Zu dieser trägt die Wirtschaftspolitik der US-Regierung bei. Denn die Zollabgaben bremsen die Konjunktur aus. Zugleich drohen sie die Inflation zu befeuern. Ein weiterer Belastungsfaktor sind Donald Trumps Versuche, die **Unabhängigkeit der Notenbank** Fed zu untergraben. Dazu gehören verbale Attacken gegen deren Chef Jerome Powell sowie die Nomination von Trumps Wirtschaftsberater Stephen Miran für den freigewordenen Sitz im Fed-Direktorium. Miran gilt, wie der US-Präsident, als Verfechter einer lockeren Geldpolitik mit tiefen Leitzinsen. Zu guter Letzt kratzt auch die rasant wachsende Staatsverschuldung am Vertrauen der Investoren in die US-Valuta. Im August hat diese erstmals die Marke von 37 Billionen Dollar geknackt ► **Darstellung 8**. Damit haben sich die Schulden der USA in den letzten zehn Jahren mehr als verdoppelt. Eine Trendumkehr ist nicht in Sicht.

8 Die USA leben über ihre Verhältnisse

Entwicklung der US-Staatsverschuldung, in Billionen USD



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Der Euro bewegt sich derweil gegenüber dem Franken seit Anfang Jahr in einem Seitwärtstrend ► **Darstellung 9**. Im vergangenen Monat profitierte die Gemeinschaftswährung allerdings von Trumps Zollhammer gegen die Schweiz und legte zur helvetischen Währung um knapp 0.6 % zu.

9 Der Euro tendiert seitwärts zum Franken

Wechselkursentwicklung EUR/CHF

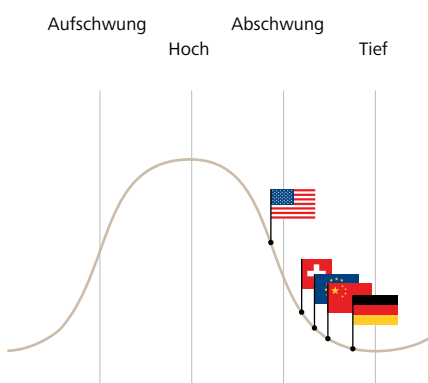


Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Ein Blick nach vorne

In Europa bewegt sich die Inflation im Zielbereich der EZB. Die US-Teuerung dagegen droht wegen der Zollpolitik der Regierung anzuziehen. Zugleich schwächt sich die Konjunkturdynamik ab.

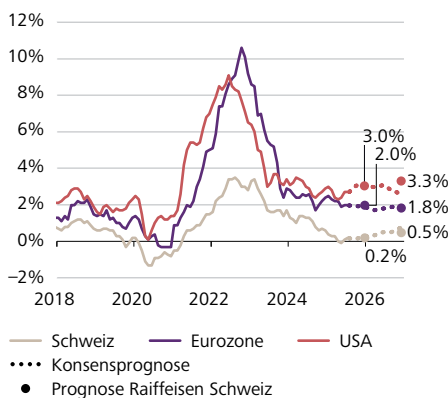
Konjunktur



- Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der **Schweiz** hat im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal um lediglich 0.1 % zugelegt. Für die heimischen Unternehmen stellen die Zölle auf US-Exporte neben dem chronisch starken Franken einen weiteren Wettbewerbsnachteil dar. Entsprechend haben wir unsere Prognose für 2025 von einem Wirtschaftsplus von 1.1 % auf 0.9 % reduziert.
- Die verglichen zum Jahresanfang höheren US-Zölle sind eine massive Verschlechterung des Marktumfeldes. Der Margendruck auf die **europäischen** Unternehmen wächst. Entsprechend werden diese versuchen, Kosten einzusparen, was in der Folge am Arbeitsmarkt Spuren hinterlassen dürfte. Wir rechnen daher für dieses Jahr in der Eurozone mit einem unterdurchschnittlichen BIP-Wachstum von 0.9 %.
- Der für die **US-Wirtschaft** zentrale Konsum präsentiert sich weiterhin robust, hat zuletzt allerdings etwas an Schwung eingebüsst. Zugleich schwächt sich der Arbeitsmarkt graduell ab. Wir rechnen für 2025 mit einem Wachstum von 1.5 %.

Inflation

Die Euro-Inflation ...
... verharrt auf der EZB-Zielmarke
Inflation und Prognosen

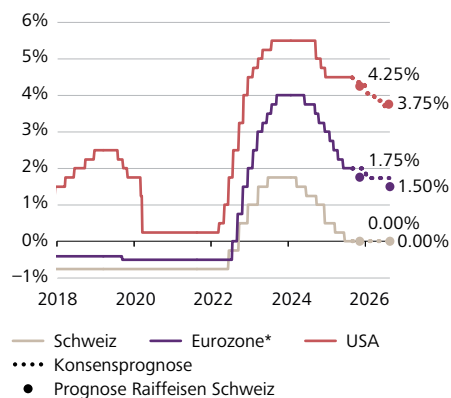


Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- In der **Schweiz** ist die Inflation im Juli von 0.1 % auf 0.2 % gestiegen. Allerdings verläuft die Preisentwicklung je nach Sektor unterschiedlich. Zudem verbilligt der starke Franken Importe aus dem Ausland. Für 2025 prognostizieren wir eine Teuerungsrate von 0.2 %.
- Die Teuerung im **Euroraum** stagnierte zuletzt auf dem 2 %-Zielwert der Europäischen Zentralbank (EZB). Preistreibend waren wegen des Lohnwachstums vor allem Dienstleistungen. Für das Gesamtjahr erwarten wir eine Inflationsrate von 2.0 %.
- Die Handelszölle schlagen erst mit Verzögerung auf die **US-Konsumentenpreise** (Juli: +2.7 %) durch. Auf Erzeugerebene nimmt der Preisdruck bereits zu. Unter dem Strich dürfte sich der Inflationsschub allerdings mehr in die Länge ziehen als bislang erwartet. Wir haben daher unsere Jahresprognose auf 3.0 % zurückgenommen.

Geldpolitik

Die US-Fed ...
... dürfte ihre restriktive Geldpolitik lockern
Leitzinsen und Prognosen



*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- In der Schweiz herrscht Preisstabilität. Zugleich hat der Aufwertungsdruck auf den Franken etwas abgenommen. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** den Leitzins (vorerst) nicht in den negativen Bereich senken wird.
- Im Euroraum bewegen sich die Zinsen nahe ihrem neutralen Niveau. Um die negativen Effekte der US-Zölle auf die Wirtschaft abzuschwächen, wird die **Europäische Zentralbank (EZB)** ihre Geldpolitik wohl noch etwas lockern. Auf Jahressicht rechnen wir mit zwei weiteren Zinssenkungen im Umfang von insgesamt 50 Basispunkten.
- Die **US-Notenbank Fed** hat am Jackson-Hole-Treffen ihre Sorge um den amerikanischen Arbeitsmarkt kundgetan. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir trotz der inflationären Risiken durch die Zölle im September eine Leitzinssenkung.

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 (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.