

Oktober 2025

# Anlageguide



## Finanzielle Repression

Was Anleger dagegen tun können

# Unsere Sicht auf die Märkte



In dieser Ausgabe zu lesen

## 3 Fokusthema

Finanzielle Repression – Was Anleger dagegen tun können

## 5 Unsere Einschätzungen

- Obligationen
- Aktien
- Alternative Anlagen
- Währungen

## 9 Unsere Prognosen

- Konjunktur
- Inflation
- Geldpolitik

**Nächste Zollrunde:** Keine Woche vergeht ohne neue Zollankündigungen aus dem Weissen Haus. Die kurzfristig per 1. Oktober angekündigten Pharmazölle in der Höhe von 100 % wurden zwar bereits wieder auf Eis gelegt. Das ständige Hin und Her sorgt aber für zusätzliche Verunsicherung. So oder so gilt: Das Zollthema wird uns noch lange beschäftigen.

**Bremsspur am Arbeitsmarkt:** In den USA schwächelt der Arbeitsmarkt. Die Anzahl neu geschaffener Stellen ist seit Monaten rückläufig. Aufgrund der restriktiven Migrationspolitik und der in der Folge massiv gesunkenen Zuwanderung ist die Arbeitslosenrate bisher allerdings nur marginal gestiegen. Für das zukünftige Wirtschaftswachstum bedeutet die Entwicklung aber nichts Gutes.

**Leitzinsentscheide:** Im September standen die Notenbanken im Fokus. Während die Schweizerische Nationalbank (SNB) und die Europäische Zentralbank (EZB) wie erwartet ihre Zinsen unverändert liessen, hat die US-Notenbank Fed den Leitzins um 25 Basispunkte gesenkt. Dies, obwohl die Inflation immer noch deutlich über dem

Ziel der Fed liegt. Als Begründung wurde der schwächelnde Arbeitsmarkt genannt. Die Fed bewegt sich auf einem schmalen Grat und das weitere Zinssenkungspotenzial ist aus unserer Sicht limitiert.

**«Government Shutdown»:** Der US-Kongress konnte sich nicht auf ein Übergangsbudget einigen. Damit ist seit Anfang Oktober ein wesentlicher Teil der Behördentätigkeiten stillgelegt. Wie lange der Ausnahmezustand anhält, ist offen. Der längste Shutdown dauerte 35 Tage und fand während der ersten Amtsperiode von Donald Trump statt. Der damalige Grund: Uneinigkeit über die Finanzierung der Grenzmauer zu Mexiko.

**Gewinnmitnahme bei Gold:** Der Goldpreis hat seit Jahresanfang um 45 % zugelegt und gegen Ende September ein weiteres Allzeithoch erreicht. Nachdem wir Ende Juli unsere Goldquote anlagertaktisch auf ein starkes Übergewicht erhöht hatten, nehmen wir nun in Form eines Rebalancings einen Teil der Gewinne mit. Das Edelmetall bleibt in unseren Portfolios mit einer Quote von 8 % aber weiterhin stark übergewichtet.

## Unsere Positionierung

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

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

\*währungsgesichert

# Finanzielle Repression

## Was Anleger dagegen tun können



### Das Wichtigste in Kürze

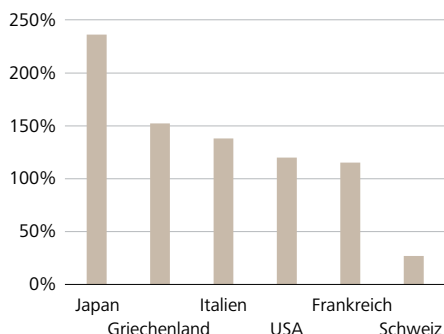
Die Schuldenberge wachsen weltweit rasant an und eine Trendwende ist nicht in Sicht. Sparmassnahmen sind unpopulär und politisch kaum durchsetzbar. Helfen würde ein starkes Wirtschaftswachstum, welches steigende Steuereinnahmen generiert. Ein solches ist aber nicht absehbar. Im Gegenteil: Wir erwarten sowohl für 2025 als auch 2026 ein globales Wachstum, das unter Potenzial liegt. Schuldenschnitte oder komplette Zahlungsausfälle wären weitere Möglichkeiten, um Schulden loszuwerden. Der Preis dafür ist allerdings hoch. Übrig bleibt das schrittweise «Weginflationieren» der Schulden. Dies gelingt, wenn die Realzinsen über einen längeren Zeitraum im negativen Bereich verharren. Eine solche finanzielle Repression ist für Sparer und Obligationenanleger verheerend. Wer sein Vermögen davor schützen will, muss in Realwerte wie Gold, Immobilien oder Aktien investieren.

Der Druck der Strasse wurde zu gross. Anfang September musste der französische Premierminister François Bayrou abtreten, nachdem er die von ihm einberufene Vertrauensabstimmung im Parlament deutlich verloren hatte. Stein des Anstosses war ein Sparprogramm, welches unter anderem die Streichung von zwei Feiertagen vorsah. Sparen ist allerdings das falsche Wort. Der Budgetvorschlag sah eine Kürzung des Ausgabenwachstums vor, wobei für 2026 noch immer ein Budgetdefizit von 4.8% des Bruttoinlandsproduktes (BIP) resultiert hätte – weit über dem EU-Ziel von maximal 3%. Damit ist klar, dass die Staatsverschuldung in Frankreich in den kommenden Jahren weiter rasant wachsen wird. Bereits jetzt beläuft sich der Schuldenberg auf über 3.3 Billionen Euro und damit führt die «Grande Nation» in absoluten Zahlen die Rangliste in Europa an. Relativ, also im Verhältnis zum BIP betrachtet, liegen nur noch Griechenland (152%) und Italien (138%) vor Frankreich (115%). Ausserhalb Europas bleibt Japan an der Spitze, aber auch die USA holen rasch auf

► **Darstellung 1.**

#### 1 Die Schuldenberge ... ... wachsen stetig

Staatsschulden in % des BIP



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Diese Schuldenberge müssen finanziert werden. Mittlerweile machen die Zinszahlungen einen grossen Teil der jährlichen Haushaltsbudgets aus. In den USA kostet der Schuldendienst allein in diesem Jahr weit

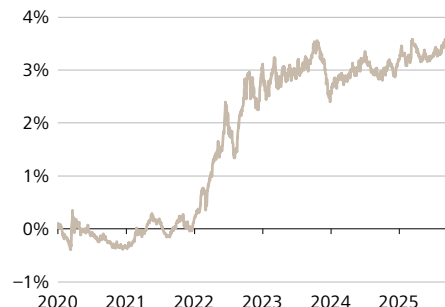
über 1 Billion US-Dollar, was rund 17% des Gesamtbudgets ausmacht. Dies ist mehr als für die Verteidigung ausgegeben wird und entspricht in etwa den gesamten Gesundheitsausgaben der Vereinigten Staaten. Nicht viel besser sieht es in Europa aus. Die Zinszahlungen wachsen kontinuierlich und schränken damit den Handlungsspielraum der Regierungen ein. Ein Grund sind die gestiegenen Zinsen. Denn trotz Leitzinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB) sind die Langfristzinsen weiter in die Höhe geklettert und liegen auf Mehrjahreshöchstständen

► **Darstellung 2.**

#### 2 Die Zinsbelastung bleibt hoch

Langfristzinsen im Steigflug

Renditeentwicklung 10-jähriger französischer Staatsanleihen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Entsprechend stellt sich die Frage, wie dieses rasante Schuldenwachstum eingedämmt werden kann. Eine naheliegende Möglichkeit wäre Sparen. Politisch – und das Beispiel von Frankreich ist dafür exemplarisch – sind Sparmassnahmen unpopulär und kaum realisierbar. Eine andere Möglichkeit wäre ein überproportional starkes Wirtschaftswachstum, welches unter anderem höhere Steuereinnahmen generieren würde. So könnte man gewisse Massen aus den Schulden rauswaschen. Die demografischen Entwicklungen und das damit gesunkene Potenzialwachstum in den meisten Volkswirtschaften machen diese Variante aber illusorisch. Schuldenschnitte – wie in Griechenland im März 2012 –



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

Die Unabhängigkeit der Notenbanken ist ein kostbares Gut. Umso lauter schrillen derzeit die Alarmglocken. Donald Trump setzt die US-Fed und deren Chef, Jerome Powell, seit Monaten massiv unter Druck und verlangt deutliche Zinssenkungen. Die Ausgangslage ist einfach: Die hohen Budgetdefizite lassen sich nur noch finanzieren, wenn die Zinsen stark sinken. Die Hauptaufgabe einer Notenbank ist es allerdings, die Inflation unter Kontrolle zu halten und nicht die ausufernde Fiskalpolitik der Regierung zu unterstützen. Mit Stephen Miran hat Trump nun jedoch seinen wichtigsten Wirtschaftsberater in der Notenbank installiert und dieser drängte bereits an der ersten Sitzung auf massive Zinssenkungen. Kein Wunder schiesst der Goldpreis derzeit förmlich durch die Decke. Es ist ein deutliches Signal für den Vertrauensverlust gegenüber der Notenbank und dem US-Dollar.

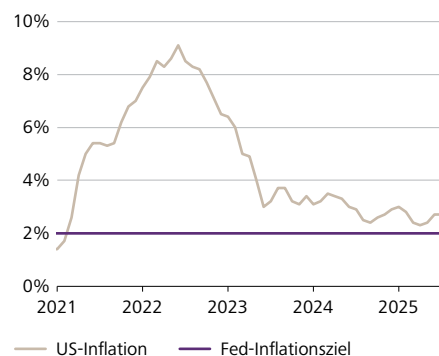


**Matthias Geissbühler**  
CIO Raiffeisen Schweiz

oder gar komplette Zahlungsausfälle sind ebenfalls eine Möglichkeit, die Schuldenlast rasch zu reduzieren. Allerdings sind solche Massnahmen höchst problematisch, da sie das Vertrauen in den Staat und damit die künftige Kreditfähigkeit massiv beeinträchtigen. Übrig bleibt die schrittweise «Weginflationierung» der Schulden. Dafür braucht es aber die Unterstützung der Notenbanken. Lassen diese eine höhere Inflation zu oder drücken die Zinsen unter das Inflationsniveau, resultieren negative Realzinsen. Damit werden die Schulden über die Zeit reduziert. In diesem Kontext sind auch die massiven Angriffe der US-Regierung auf die Unabhängigkeit der Notenbank Fed einzuordnen. Diese verfehlt notabene seit März 2021 konstant ihr Inflationsziel von 2 % ► **Darstellung 3**.

#### 3 Das Inflationsziel der US-Notenbank ... ... wird seit März 2021 konstant verfehlt

Entwicklung der US-Inflation



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Der Trend in Richtung finanzielle Repression ist weltweit klar ersichtlich. Neben Zinskontrollen gehören auch Massnahmen wie Kapitalverkehrskontrollen oder der staatliche Zwang zum Halten von Staatsanleihen ins Repertoire. Allesamt Tools, die Trumps Wirtschaftsberater Stephen Miran explizit in seinem Wirtschaftsprogramm erwähnt. Besorgniserregend ist die Tatsache, dass Miran seit September neu im Gouverneursrat der US-Notenbank sitzt und gar als möglicher Nachfolger des derzeitigen Notenbank-Chefs Jerome Powell gehandelt wird.

Für Anlegerinnen und Anleger sind die Konsequenzen weitreichend. Bei negativen Realzinsen nimmt die Kaufkraft der Menschen, welche Sparguthaben oder Staatsanleihen besitzen, laufend ab. Dabei kommt es zu einer schleichenden Umverteilung von den Sparern zu den Schuldner. Wer sich der finanziellen Repression entziehen will, muss sein Geld also zwangsläufig in Realwerte investieren. Dazu gehören Edelmetalle, Rohstoffe, Immobilienanlagen und Aktien. Während all diese Anlageklassen einen guten Inflationsschutz bieten, spielen bei Aktien und Immobilienfonds zudem die Dividenden bzw. die Ertragsausschüttungen eine wichtige Rolle. So liegt beispielsweise die Dividendenrendite beim Swiss Performance Index (SPI) derzeit bei gut 3 %. Anleger, welche in Schweizer Immobilienfonds investieren, kommen in den Genuss einer Ausschüttungsrendite von knapp 2 %. Diese direkten Renditen liegen klar über der durchschnittlich zu erwartenden Inflation in der Schweiz. Die langfristig prognostizierten Kapitalgewinne sind dann die Kirsche auf der Torte und ermöglichen auch in einer finanziellen Repression einen realen Vermögensaufbau.

# Obligationen

**Die SNB belässt den Leitzins bei 0 %. Gleichzeitig sinken die längerfristigen Zinsen auf ein Mehrjahrestief. Sicherheit kostet – und Anlegerinnen und Anleger sind bereit, dafür zu bezahlen.**



## Was bedeutet eigentlich?

### «Government Shutdown»

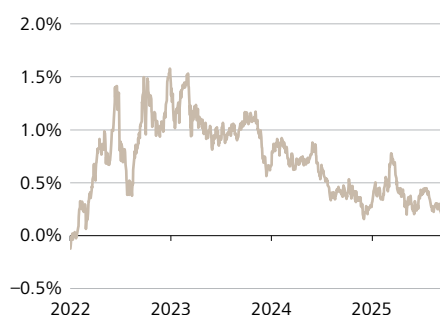
Zu einer Stilllegung der US-Bundesbehörden, einem «Government Shutdown», kommt es, wenn die Finanzierung des Haushaltes nicht mehr gesichert ist. Mit dem Erreichen der Schuldenobergrenze ist das der Fall, weil der US-Regierung das Geld ausgeht. Sie ist dann zum Beispiel nicht mehr in der Lage, die Löhne zu bezahlen, und beginnt damit, Dienste herunterzufahren. Bis auf unerlässliche Tätigkeiten werden die Regierungsaktivitäten eingestellt. Um einen Shutdown zu vermeiden, hätte ein Teil der Demokraten dem Haushaltsentwurf der Republikaner zustimmen müssen. Dazu ist es vorerst nicht gekommen, weshalb der Shutdown Tatsache geworden ist.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat ihren Leitzins im September unverändert bei 0 % belassen. Aus Sicht der Inflationsentwicklung ist dieser Schritt nachvollziehbar. Die Währungshüter betonen allerdings die Verunsicherung, die von den Handelsbarrieren ausgeht und zu einer Verlangsamung der Weltwirtschaftsentwicklung führt. Ein Beispiel dafür ist das Hin und Her im Zusammenhang mit möglichen Zöllen auf Medikamentenimporte. Derzeit sieht es zwar so aus, als ob die Schweizer Pharmagrossunternehmen Roche und Novartis ohnehin von der drohenden Regelung ausgenommen sind, da sie schon vor Monaten Milliardeninvestitionen in den USA bekanntgegeben haben.

### 4 Der Preis der Sicherheit...

... sind niedrige Renditen

Renditeentwicklung 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen



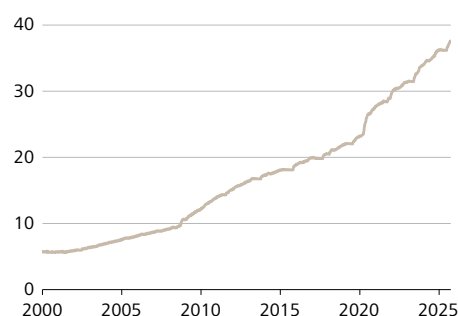
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Dennoch lässt sich die Verunsicherung an den Renditen der Schweizer Eidgenossen ablesen. Diese haben sich für Obligationen mit einer Laufzeit von 10 Jahren allein im September von 0.25 % auf 0.12 % halbiert und notieren auf dem niedrigsten Stand seit Anfang 2022 ► **Darstellung 4**. Hiesige Staatsanleihen sind somit einmal mehr als sicherer Hafen gefragt.

### 5 Ungebrochener Aufwärtstrend

Versechsfachung seit der Jahrtausendwende

Entwicklung der US-Staatsschulden, in Bio. USD



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Ganz anders ihre US-Pendants. Seit Mitte September klettern die Renditen erneut und widerspiegeln damit eine steigende Risikoprämie. Dies hat auch mit dem «Government Shutdown» in den USA angesichts der steigenden Schulden und des Erreichens der Schuldenobergrenze ► **Darstellung 5** zu tun. Dabei sah es zunächst ganz anders aus. Die US-Renditen waren rückläufig, weil die US-Notenbank Fed ihren Leitzins im abgelaufenen Monat um 25 Basispunkte reduzierte und Investoren von weiteren Zinssenkungen ausgingen. Die Fed hatte den Markt damit überrascht, dass sie den Fokus von der Bekämpfung der Teuerung auf die Abkühlung am Arbeitsmarkt verlagert hat. Die Gratwanderung der Fed geht jedoch weiter und hängt massgeblich von der Datenlage ab. Auf Basis unserer Inflationsprognosen ist der weitere Zinsspielraum allerdings limitiert.

# Aktien

**Die Stimmung an den Aktienmärkten ist gut. Gefragt sind Technologieaktien, zunehmend auch aus China. Die Schweiz brilliert derweil mit dem grössten Börsengang Europas.**



## Was bedeutet eigentlich?

### Hang Seng TECH Index

Der Hang Seng TECH Index bildet die 30 grössten in Hongkong kotierten Technologieunternehmen ab. Lanciert wurde der Index am 27. Juli 2020. Die Gewichtung der einzelnen Unternehmen basiert auf der Marktkapitalisierung. Um allerdings Klumpenrisiken zu vermeiden und eine ausreichende Diversifikation zu erzielen, ist die Maximalgewichtung bei 8 % gedeckelt. Das grösste Unternehmen im Index ist derzeit Tencent, das vor allem für seine App WeChat bekannt ist, die sowohl als Kommunikationsmittel, als soziales Medium und als Zahlungsmittel fungiert. Der Index wird quartalsweise überprüft.

Die Stimmung an den Börsen trotz den geopolitischen Unsicherheiten. Die Schweiz machte im September mit dem Börsengang von SMG Swiss Marketplace Group von sich reden. Es war die grösste Publikumsöffnung des Jahres in Europa und das Interesse war gross. Ebenfalls im Fokus der Anleger war der Technologiesektor. Die meisten der «Glorreichen Sieben» (Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla) haben zu alter Stärke zurückgefunden und die US-Börsen von einem Rekord zum nächsten getrieben. Die Kehrseite: Die Bewertungen sind teuer, die Risiken für Anleger steigen. Wir bleiben deshalb bei Aktien weiterhin defensiv positioniert.

### 6 Alibaba schlägt Amazon ... ... und bleibt günstig bewertet

Aktienkursentwicklung von Alibaba und Amazon, in USD und indexiert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Im Schatten der US-Technologie-Giganten etablieren sich chinesische Unternehmen als ernstzunehmende Konkurrenz. Aus Anlegersicht sind sie bewertungstechnisch attraktiver. Während die Aktien des Onlinehändlers Amazon mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 33 bewertet sind, weisen jene ihres chinesischen Mitstreiters Alibaba eines von 25 aus – und das obwohl sich der Wert der Valoren von Alibaba dieses Jahr bereits verdoppelt hat ► **Darstellung 6**. Letztere sind unlängst in der Gunst der Anleger stark gestiegen, nachdem das Un-

ternehmen bekannt gegeben hat, massiv in Künstliche Intelligenz zu investieren.

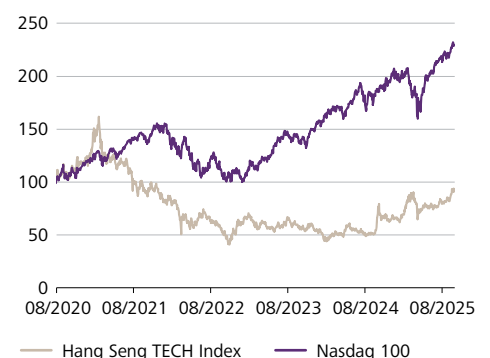
Nicht ganz so ausgeprägt, aber in dieselbe Richtung geht die Bewertungsdifferenz zwischen Alphabet und Tencent. Während der Bewertungsunterschied zwischen Apple und Xiaomi scheinbar inexistent ist, wird bei Xiaomi ein sattes zweistelliges Gewinnwachstum erwartet, bei Apple ist dieses hingegen lediglich einstellig. Die Liste lässt sich auf vielen Ebenen weiterführen. Chinesische Unternehmen profitieren dabei auch von staatlicher Unterstützung und vermögen so, ihre Marktanteile auszubauen.

Dass chinesische Technologiewerte noch Potenzial haben, zeigt sich auch daran, dass es den **Hang Seng TECH Index** erst seit gut fünf Jahren gibt und Investoren in dieser Zeit mit einem entsprechenden Investment nichts verdient haben

► **Darstellung 7**. Grund dafür ist unter anderem die unberechenbare Regulierung und der Einfluss der Regierung. In jüngster Zeit scheint sich das Blatt allerdings zu wenden.

### 7 Der chinesische Technologiesektor ... ... erwacht aus dem Dornröschenschlaf

Entwicklung des Hang Seng TECH Index und des Nasdaq 100, in USD und indexiert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



# ♟ Alternative Anlagen

**Der Goldpreis klettert von einem Allzeithoch zum nächsten. Die geopolitischen und konjunkturellen Unsicherheiten sowie die rasant wachsenden Schuldenberge beflügeln das gelbe Edelmetall.**

## Was bedeutet eigentlich?

### Goldstandard

1821 führte Grossbritannien als erstes Land den Goldstandard ein. Dieser wurde im späten 19. Jahrhundert zum weltweit etablierten Währungssystem. Der Wert des Geldes war direkt an Gold gebunden. Mit anderen Worten: Papiergeld konnte jederzeit gegen eine feste Menge Gold eingetauscht werden. Das System sorgte für Stabilität, weil die Geldmenge nicht beliebig erhöht werden konnte. Nach den beiden Weltkriegen wurde der Goldstandard schrittweise aufgeweicht und in den USA am 15. August 1971 unter Präsident Richard Nixon ganz aufgehoben. Unser heutiges Geldsystem basiert damit primär auf dem Vertrauen in die Wirtschaft und die Zentralbanken. Es handelt sich um ein sogenanntes Fiatgeldsystem, bei dem Geld ohne direkten Gegenwert gedruckt wird.

Ende September hat der Goldpreis zum ersten Mal in der Geschichte die Marke von 3'800 US-Dollar pro Unze übertroffen. Seit Jahresanfang beläuft sich das Plus auf mittlerweile satte 45 %. Aufgrund der starken Abwertung des Dollars bleibt für Schweizer Anlegerinnen und Anleger unter dem Strich zwar etwas weniger übrig. Nichtsdestotrotz ist Gold in Franken umgerechnet um gut einen Viertel gestiegen und auch der Kilopreis ist mit aktuell 99'000 Franken so hoch wie noch nie.

Die Gründe für den Höhenflug des gelben Edelmetalls sind vielfältig. Als klassischer Krisenschutz profitiert Gold von den geopolitischen Konfliktherden sowie den zollbedingt unsicheren Konjunkturaussichten. Zudem wird die Unabhängigkeit der Notenbanken zunehmend infrage gestellt. Die stark steigenden Staatsschulden führen dazu, dass weiterhin viel neues Geld gedruckt werden muss, und die globale Geldmenge zunehmen wird.

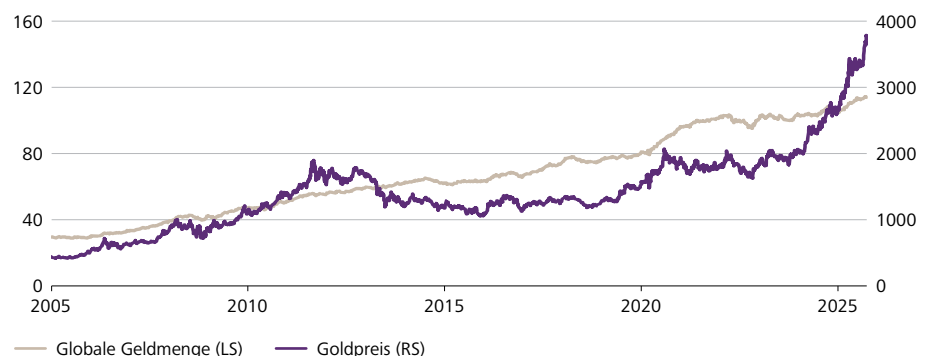
Im Rahmen des **Goldstandards** war Gold lange Zeit die Basis des Währungssystems und das Geldmengenwachstum daher limitiert. Mit dem Übergang zum heutigen Fiatgeldsystem fiel dieser Stabilitätsanker

weg. Die massive Ausweitung der globalen Geldmenge führt entsprechend zu einer Abwertung der Fiatwährungen gegenüber Gold ► **Darstellung 8**. Dies zeigt den inhärenten Inflationsschutz des Edelmetalls. Wird Gold als Währung betrachtet, ist klar, dass es sich um eine Hartwährung handelt. Die weltweite Goldmenge wächst pro Jahr nur um rund 3'000 Tonnen, was einem jährlichen Zuwachs von knapp 1.5 % bezogen auf die bisher geförderte Gesamtmenge von 220'000 Tonnen entspricht. Im Gegensatz dazu können die Notenbanken die Geldmenge per Druckerpresse praktisch unlimitiert erhöhen. Es ist davon auszugehen, dass Gold auch in Zukunft gegenüber den Fiatwährungen kontinuierlich aufwerten wird.

Seit unserer taktischen Erhöhung der Goldquote von Ende Juli auf ein starkes Übergewicht hat das gelbe Edelmetall um gut 13 % zugelegt. Mittlerweile ist Gold stark überkauft, weshalb wir nach dem jüngsten Kurssprung vorerst mit einer Konsolidierung rechnen und via Rebalancing einen Teil der Gewinne realisieren. Mit einem Gewicht von 8 % bleibt Gold aber weiterhin ein wichtiger Bestandteil und Diversifikator in unseren Portfolios.

### 8 Gold schützt... ... vor der laufenden Geldentwertung

Entwicklung der globalen Geldmenge (in Bio. USD) und des Goldpreises (USD/Unze)



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# Währungen

**Die Geschichte wiederholt sich: Der Schweizer Franken ist als sicherer Hafen gesucht. Gleichzeitig zeigt sich der Euro stabil, trotz der jüngsten Regierungskrise in Frankreich.**



## Schon gewusst?

Gold war früher ein Zahlungsmittel – und könnte es bald wieder werden. In den USA wurden beispielsweise in Texas, Florida und Utah Gesetze verabschiedet, die Gold künftig als Zahlungsmittel anerkennen sollen. Der Haken daran ist, dass es sich lediglich um eine Option handelt. Es ist also niemand dazu verpflichtet, Gold als Zahlungsmittel zu akzeptieren. Auch wenn die Gesetze somit vor allem symbolischen Charakter haben, senden sie eine klare Botschaft gegen die US-Valuta. Die Bürgerinnen und Bürger wünschen sich von einer Währung Stabilität und Unabhängigkeit – aktuell ist das beim Dollar keine Selbstverständlichkeit mehr.

Auf den ersten Blick war es eine Seitwärtsbewegung auf tiefem Niveau. Bei genauerem Hinsehen ist der US-Dollar im September gegenüber dem Schweizer Franken aber zwischenzeitlich auf ein Allzeittief gesunken. Mittlerweile hat sich der Greenback zwar etwas erholt, seit Anfang Jahr aber dennoch 12 % eingebüsst. Das ist kein kurzfristiger Trend. Seit der Jahrtausendwende hat sich der Wert des Dollars halbiert und seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems im Jahre 1971, als die Goldanbindung des US-Dollars abgeschafft wurde, beträgt die Abwertung gut 80 %

► **Darstellung 9**. Obwohl der jüngste Kurssturz etwas heftig ausfiel, spricht aktuell wenig für eine baldige Trendumkehr. Mit den rückläufigen Leitzinsen verringert sich zudem der Zinsvorteil des Dollars und die Attraktivität schwindet zusätzlich.

### 9 US-Dollar sinkt zum Franken auf Rekordtief

Eine Trendwende ist nicht in Sicht

Wechselkursentwicklung USD/CHF seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Ebenfalls unter Druck steht das britische Pfund. Im September büsste es zum Franken 1 % ein. Seit Anfang Jahr sind es rund 6 %. Grossbritannien kämpft mit einer anhaltend hohen Inflation, die es der Bank of England erschwert, die Zinsen zu senken. Dies wiederum belastet die Konjunktur. Ein Teufelskreis. Und eine Entspannung ist derzeit nicht in Sicht.

Stabil zum Franken zeigte sich der Euro, und das nicht nur im September. Mit wenigen Ausnahmen notiert der Kurs der europäischen Einheitswährung seit zwei Jahren stets über 0.93 Franken. Eine Stabilisierung auf sehr niedrigem Niveau ► **Darstellung 10**. Ob der Euro damit seinen fairen Wert gefunden hat, ist dennoch fraglich. Erfreulich zu werten ist allerdings, dass die Regierungskrise in Frankreich, die sich abschwächende Konjunktur und die geopolitischen Unsicherheiten den Euro nicht weiter unter Druck gesetzt haben.

### 10 Euro stabilisiert sich ...

... auf tiefem Niveau

Wechselkursentwicklung EUR/CHF



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

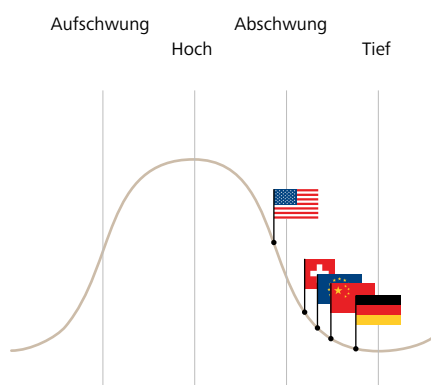
Die jüngsten Währungsentwicklungen zeigen einmal mehr, dass der Franken als sicherer Hafen gesucht ist. Mit der sehr guten finanziellen Verfassung des Staatshaushalts, der Unabhängigkeit der Schweizerischen Nationalbank (SNB) und der politischen Stabilität spricht vieles für den Franken. Daran wird sich auch deshalb nichts ändern, da eine Währungsentwicklung immer relativ zu einer anderen erfolgt. Und Konkurrenz für die hiesige Währung ist derzeit nicht in Sicht.



# Ein Blick nach vorne

**Der Schweizer Aussenhandel und die Konjunktur leiden zunehmend unter der Wirkung der US-Handelszölle. Immerhin ist die Inflation diesseits des Atlantiks kein Anlass zur Sorge.**

## Konjunktur

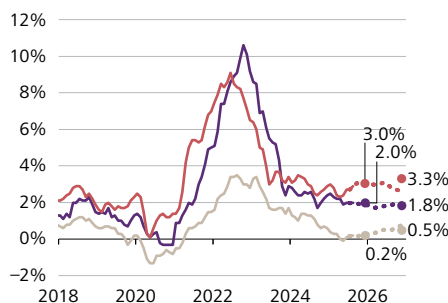


- Das **Schweizer** Exportgeschäft hat aufgrund der US-Zölle einen herben Dämpfer erlitten. Gleichzeitig sind die jüngsten Zahlen verzerrt, da Exporteure viele Lieferungen vorgezogen haben. Neben dem Zusammenbruch des Nordamerika-Geschäfts drückt auch die Flaute in Asien auf den Aussenhandel. Für 2025 erwarten wir ein Wachstum des Bruttoinlandsproduktes (BIP) von 0.9 %.
- Die aktuelle Konjunkturentwicklung in **Europa** verheisst nichts Gutes. Gemäss den jüngsten Daten der Einkaufsmanager schwächelt vor allem der Industriesektor. Das Wachstum des BIP für 2025 erwarten wir mit 0.9 % einmal mehr unter Potenzial.
- Die **US**-Konjunktur befindet sich zwar in einer robusten Verfassung, kämpft aber mit einer nachlassenden Dynamik am Arbeitsmarkt. Noch besteht eine Diskrepanz zwischen der schwachen Konsumentenstimmung und dem effektiv robusten Konsum. Sollte der US-Konsument zurückhaltender werden, drückt dies die Wachstumsaussichten.

## Inflation

**Die Euro-Inflation ist stabil ...**  
... in Reichweite der EZB-Zielmarke von 2 %

Inflation und Prognosen



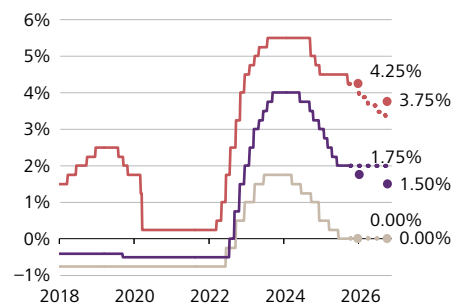
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die Teuerung ist in der **Schweiz**, vor allem auch dank des starken Frankens, kein Thema. Die Währungskomponente wird auch weiterhin dafür sorgen, dass wenig Inflation ins Land importiert wird. Mit einer prognostizierten Teuerung von 0.2 % für 2025 herrscht hierzulande Preisstabilität.
- Die Inflation in **Europa** lag zuletzt mit 2.2 % im Zielbereich der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie unserer Prognose für das Gesamtjahr. Auch die Kernrate, ohne die stark schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreise, bietet mit 2.3 % keinen Anlass zur Sorge.
- Die Entwicklung der **US**-Inflation befindet sich derzeit, trotz der Handelszölle, unter den Erwartungen vieler Marktteilnehmer. Das liegt daran, dass die Zölle noch mehrheitlich von den Importeuren getragen werden. Wir gehen allerdings davon aus, dass die Teuerung mit Verzögerung auch beim Konsumenten ankommen und wieder in Richtung 3 % steigen wird.

## Geldpolitik

**Die US-Fed hat die Zinsen gesenkt ...**  
... und dürfte dies bis Ende Jahr nochmals tun

Leitzinsen und Prognosen



\*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** hat ihren Leitzins unverändert bei 0 % belassen. Aufgrund der stabilen Inflation hat sie keinen Anlass, diesen weiter zu senken. Wir gehen nicht davon aus, dass die Währungshüter den Zinssatz in Bälde in den negativen Bereich senken werden.
- Eine niedrige Teuerungsrate hat die **Europäische Zentralbank (EZB)** im September dazu veranlasst, ihren Leitzins unverändert zu belassen. Mit Blick auf die kommenden 12 Monate prognostizieren wir zwei Zinssenkungen von je 25 Basispunkten, um der Konjunktur auf die Sprünge zu helfen.
- Die **US-Notenbank Fed** hat ihren Leitzins im September um 25 Basispunkte gesenkt und damit den Fokus von der Inflationsbekämpfung auf die Stützung des Arbeitsmarktes geschwenkt. Bis Ende Jahr erwarten wir eine weitere Zinssenkung. Aufgrund der Inflationsgefahren wird die Fed allerdings vorsichtig agieren.

### Unsere Autoren



**Matthias Geissbühler, CFA, CMT**  
CIO Raiffeisen Schweiz  
[matthias.geissbuehler@raiffeisen.ch](mailto:matthias.geissbuehler@raiffeisen.ch)

Matthias Geissbühler ist Chief Investment Officer von Raiffeisen Schweiz und Ihr Spezialist für alle Fragen rund um das Thema Anlegen. Zusammen mit seinem Team analysiert er kontinuierlich die weltweiten Geschehnisse an den Finanzmärkten, entwickelt die Anlagestrategie der Bank und gibt Empfehlungen für Sie als Anleger.



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

Jeffrey Hochegger ist Anlagestrategie bei Raiffeisen Schweiz. Er analysiert das geopolitische und makroökonomische Umfeld sowie die Auswirkungen auf die verschiedenen Anlageklassen. Diese Analysen und Erkenntnisse bilden die Basis für die taktische Vermögensallokation und die entsprechende Positionierung der Bank.



**Tobias Knoblich**  
Anlagestrategie  
[tobias.knoblich@raiffeisen.ch](mailto:tobias.knoblich@raiffeisen.ch)

Tobias Knoblich ist Anlagestrategie bei Raiffeisen Schweiz. In dieser Funktion analysiert er täglich das makroökonomische Umfeld, die Entwicklungen an den globalen Finanzmärkten und die Implikationen für Sie als Anleger. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse fliessen in die Marktmeinung der Bank ein.

### Herausgeber

Raiffeisen Schweiz  
CIO Office  
Raiffeisenplatz  
9001 St. Gallen  
[ciooffice@raiffeisen.ch](mailto:ciooffice@raiffeisen.ch)

### Beratung

Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater  
oder Ihre lokale Raiffeisenbank:  
[raiffeisen.ch/web/ihre+bank+vor+ort](https://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](https://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](https://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.