

November 2025

Anlageguide



Ein Jahr nach der Wahl

Trumps neue Weltordnung

Unsere Sicht auf die Märkte



In dieser Ausgabe zu lesen

3 Fokusthema

Ein Jahr nach der Wahl – Trumps neue Weltordnung

5 Unsere Einschätzungen

- Obligationen
- Aktien
- Alternative Anlagen
- Währungen

9 Unsere Prognosen

- Konjunktur
- Inflation
- Geldpolitik

«Shutdown» in den USA: Seit dem 1. Oktober steht ein Grossteil der Behörden in den USA still. Rund 900'000 Bundesangestellte sind beurlaubt, während etwa 2 Millionen ohne Bezahlung weiterarbeiten. Da auch die Statistikbehörden betroffen sind, werden derzeit praktisch keine offiziellen Konjunkturdaten veröffentlicht. Wie sich die US-Wirtschaft im Oktober entwickelt hat, ist deshalb schwierig abzuschätzen.

US-Notenbank senkt Leitzins: Trotz mangelnder Datengrundlage hat die US-Notenbank Fed Ende Oktober ihren Leitzins zum zweiten Mal hintereinander um 25 Basispunkte gesenkt. Neu beträgt der Richtsatz 4 %. Zugleich hat die Fed das Ende der Bilanzreduktion (Quantitative Tightening) verkündet. Da die Inflation zuletzt wieder auf 3 % angestiegen ist, dürfte der weitere Zinssenkungsspielraum beschränkt sein. Wie erwartet keine Zinssenkung hat die Europäische Zentralbank (EZB) vorgenommen.

Gewinnsaison läuft: Seit Mitte Oktober veröffentlichen die Unternehmen ihre Quartalergebnisse. Dabei gibt es Licht und Schatten. Während sich die Zölle wegen Vorzieheffekten noch nicht vollstän-

dig in den Geschäftszahlen bemerkbar gemacht haben, drückt der schwache US-Dollar auf die Umsatz- und Gewinnentwicklung der europäischen und Schweizer Firmen. Die Gewinnschätzungen der Analysten dürften sich damit unter dem Strich nicht wesentlich verändern.

Taktische Anpassungen: Eine wahre Achterbahnfahrt gab es beim Goldpreis. Nach einem rasanten Kursanstieg in Richtung 4'400 US-Dollar pro Unze zu Anfang Oktober setzten gegen Ende des Monats Gewinnmitnahmen ein, welche den Preis zwischenzeitlich wieder unter die 4'000-Dollar-Marke drückten. Trotz dieser Kurskapriolen notiert Gold seit Jahresbeginn über 50 % im Plus. Wir haben einen Teil der Gewinne realisiert, bleiben aber übergewichtet. Im Gegenzug haben wir Schwellenländeraktien aufgestockt. Diese profitieren vom schwachen US-Dollar und den tieferen Ölpreisen.

Ein Jahr nach der US-Wahl: Am 5. November 2025 jährt sich die US-Präsidentenwahl. Seither ist fast kein Stein auf dem anderen geblieben. Ein erstes Zwischenfazit finden Sie im Fokustext dieser Ausgabe.

Unsere Positionierung

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

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

*währungsgesichert

Ein Jahr nach der Wahl

Trumps neue Weltordnung



Das Wichtigste in Kürze

Die politische Agenda von US-Präsident Donald Trump ist umstritten. Die erratische Zoll- und Handelspolitik strapaziert die Beziehungen zu langjährigen Handelspartnern und dürfte letztlich in Form einer erhöhten Inflation von den Amerikanerinnen und Amerikanern bezahlt werden und das Wirtschaftswachstum negativ beeinflussen. Gleichzeitig handeln die Börsen auf Rekordständen. Getrieben werden die Aktienmärkte derzeit vor allem durch den Boom um Künstliche Intelligenz. Allerdings hat das auch die Bewertungen der entsprechenden Unternehmen aufgebläht. Im Gegenzug ist der schwache Dollar zwar ein Zeichen für schwindendes Vertrauen, hat aber gleichzeitig das Potenzial, die US-Exportindustrie zu stützen. Auch die sinkenden Zinsen kommen der Wirtschaft zugute, indem sie die Finanzierungskosten reduzieren. Die US-Politik mag kontrovers sein, die Finanzmärkte scheinen sie derzeit ziemlich nüchtern zu beurteilen. Politische Börsen haben eben kurze Beine.

Man kann Donald Trump vieles vorhalten, Untätigkeit gehört nicht dazu. Vor rund einem Jahr, am 5. November 2024, wurde er zum 47. US-Präsidenten gewählt und hält die Welt seither in Atem. Aber was bedeutet das für die Wirtschaft und die Finanzmärkte? Dass Trump bemüht ist, seine Wahlversprechen einzuhalten, zeigt sich beim Thema Migration. Seine Regierung geht hart gegen illegale Einwanderer vor. Die abschreckende Wirkung belegen die rückläufigen Grenzübertritte. Damit nimmt mittelfristig aber auch die erwerbstätige Bevölkerung ab, was sich in reduzierten Wachstumsraten äussern könnte.

Dass Trump seine Macht nutzt und Kompromisse meidet, zeigt sich auch am aktuellen «Government Shutdown», der seit dem 1. Oktober in Kraft ist. Normalerweise kommt es dabei nicht zu Entlassungen und auch die volkswirtschaftlichen Auswirkungen waren bislang immer gering. Das könnte dieses Mal anders sein. Nachdem bereits zu Beginn seiner Amtszeit viele Beamte ihren Job verloren haben, gehört während des aktuellen Regierungsstillstandes ein Stellenabbau dazu.

Aus den Drohungen Ernst machte Trump auch bei seiner Zoll- und Handelspolitik. Die erratische Vorgehensweise hat die Welt

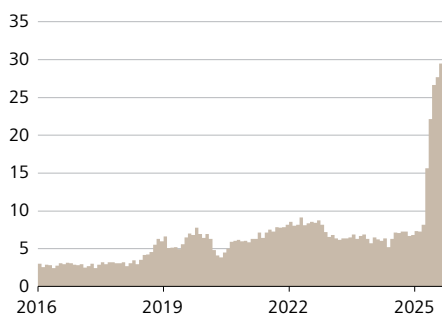
aufgerüttelt. Besonders betroffen ist unter anderem die Schweiz. Importe aus der Eidgenossenschaft werden mit einem Zollsatz von 39 % belegt. Einem der höchsten weltweit. Andere Länder kommen zwar etwas besser weg, das Vertrauen gegenüber den USA ist aber auf breiter Front angekratzt. Mit der Trump'schen Brille scheinen die Massnahmen auf den ersten Blick erfolgreich, denn immerhin sind die Zolleinnahmen rasant angestiegen **► Darstellung 1**. Hochgerechnet dürfte das Staatsdefizit von 1'800 Milliarden Dollar um 15 % bis 20 % reduziert werden.

Keine Freude dürften mittelfristig die US-Konsumenten haben, denn sie zahlen letztlich die Zeche über höhere Preise. Noch ist die Teuerung zwar nicht stark angestiegen. Das liegt aber vor allem daran, dass viele Importe vorgezogen wurden und somit auf den aktuell angebotenen Produkten noch keine Zölle erhoben wurden. Zudem werden die Einfuhrabgaben teils von den Unternehmen getragen. In diesem Fall werden die Aktionäre zur Kasse gebeten. Nichtsdestotrotz erachten Ökonomen die Gefahr einer zähen Teuerung als grösstes Risiko für die US-Konjunktur. Tatsächlich verharrte die Inflation in den vergangenen 12 Monaten hartnäckig über der Notenbank-Obergrenze von 2 % und steigt seit April wieder **► Darstellung 2**.

1 Trumps Zollpolitik trägt Früchte, ...

... doch jemand muss den Preis dafür bezahlen

Entwicklung der US-Zolleinnahmen, in Mrd. USD



Quellen: LSEG, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Während sich die meisten Länder dem Diktat der USA aus Eigeninteresse beugen, spitzte sich der Handelsstreit mit China zu. Nach dem Treffen von Donald Trump mit Chinas Staats- und Parteichef Xi Jinping scheint sich die Lage etwas zu entspannen. Während Donald Trump eine Senkung der Importzölle versprach, will China weiter seltene Erden exportieren und die derzeit sistierten Importe von US-Sojabohnen wieder aufnehmen. Die jüngsten Entwicklungen zeigten, dass China die Auseinandersetzung nicht scheut. Gleichzeitig wird klar, dass so ein Handelskrieg letztlich nur Verlierer hervorbringt.



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

Bereits am 6. November 2024, ein Tag nach den Wahlen, stand fest, dass Donald Trump erneut ins Weisse Haus einziehen wird. Und seit seinem Amtsantritt am 20. Januar 2025 bleibt kein Stein mehr auf dem anderen. Der Präsident hat bisher weit über 200 «Executive Orders» erlassen und seine «America First»-Politik kompromisslos durchgesetzt. Dabei werden die nationalen Interessen über alles gestellt. Die Welt spürt dies in erster Linie in Form einer aggressiven Zoll- und Handelspolitik. Insbesondere offene und auf freien Handel angewiesene Volkswirtschaften wie die Schweiz bekommen diesen Kurswechsel stark zu spüren. Ob sich die Abkehr vom Freihandel hingegen für die USA als Segen erweist, ist mehr als fraglich. Die Inflation dürfte in den kommenden Monaten weiter ansteigen und der Arbeitsmarkt zeigt bereits deutliche Abschwächungstendenzen. Die starke Abwertung des US-Dollars ist Spiegelbild eines Vertrauensverlustes in die Vereinigten Staaten. Klar ist, die Volatilität an den Finanzmärkten wird auch in den verbleibenden drei Jahren seiner Amtszeit erhöht bleiben.

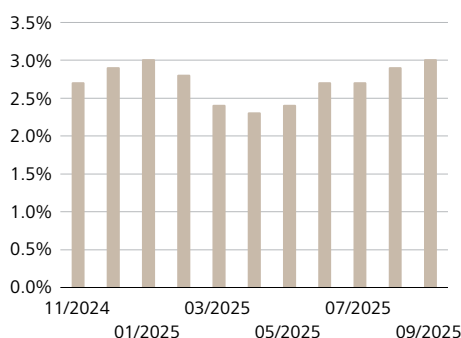


Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

2 Die hartnäckige US-Inflation ...

... steigt seit April wieder

Entwicklung der US-Teuerung gegenüber dem Vorjahresmonat



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Ein klares Zeichen dafür, dass das Vertrauen der Investoren in die USA angekratzt ist, sendet der Dollar. Er hat zum Schweizer Franken seit Trumps Wahl 7.4 % und seit dessen Amtsantritt im Januar etwa 12 % eingebüsst. Die Euphorie nach der Wahl war also nur von kurzer Dauer. Notenbanken und Investoren haben ihre Abhängigkeit von der US-Valuta reduziert. Dazu haben sie diese in den vergangenen Monaten verkauft und stattdessen unter anderem ihre Gold-, Euro- und Frankenpositionen aufgestockt. Entsprechend fallen die Kursbewegungen aus. Während Gold von einem Rekord zum nächsten klettert, ist der Greenback im Sinkflug.

Unbeeindruckt zeigt sich derweil der US-Aktienmarkt. Sämtliche amerikanischen Indizes notieren satt im Plus. Dass die Rendite in Franken von den Währungsverlusten egalisiert wird, sei der Vollständigkeit halber erwähnt. Getrieben wurden die Börsen einmal mehr vom Thema Künstliche Intelligenz. Diese wird von der Regierung Trump unter dem Projekt Stargate stark gefördert. Dieses umfasst Investitionen von 500 Milliarden US-Dollar. Es wurde

bereits im Januar bekannt gegeben und wird unter der Federführung der Technologiekonzerne OpenAI, Oracle und Softbank vorangetrieben. Dadurch sind allerdings die Bewertungen vor allem im Technologiesektor stark angestiegen und es scheint sich weniger die Frage zu stellen, ob die Blase platzt, sondern wann und wie stark die Korrektur ausfallen wird.

Eine besondere Rolle nimmt die US-Notenbank Fed ein. Sie steht für eine unabhängige Geldpolitik. Und eigentlich wird genau diese vom Chef, Jerome Powell, so auch verkörpert. Das Problem ist, dass der US-Präsident sich niedrigere Zinsen wünscht, um die Konjunktur anzukurbeln. Da dies im Gegensatz zur erhöhten Inflation steht, ist der Konflikt vorprogrammiert. Powell wurde von Trump mehrfach diskreditiert. Die Frage, was letztlich dazu geführt hat, dass die Fed im September ihren Fokus von der Inflationsbekämpfung auf die Stabilisierung des Arbeitsmarktes verlegt hat, bleibt ungewiss. Tatsache ist allerdings, dass die Zinsen sinken und so die Wirtschaft entlasten.

So kontrovers das Verhalten und die Regierungstätigkeiten von Donald Trump diskutiert werden können, so gering sind die Auswirkungen derzeit für Investoren und die Konjunktur. Letztlich zählt für Anleger, wie viel ein Unternehmen verdient, und nicht, ob der Präsident für den Friedensnobelpreis nominiert ist oder nicht. Oder anders ausgedrückt: Politische Börsen haben kurze Beine.

Obligationen

Die Zeichen des Obligationenmarktes sind klar: Wer auf Sicherheit setzt, kauft Schweizer Staatsanleihen. Anleger, die auf Kapitalgewinne aus sind, setzen auf US-Treasuries.



Schon gewusst?

Eine Panda-Anleihe ist eine Schuldverschreibung in Renminbi, die von einem ausländischen Unternehmen oder Staat ausgegeben wurde. Diese Obligationen werden hauptsächlich von chinesischen Investoren gekauft. Grund für die Emission ist z.B. die Finanzierung einer chinesischen Tochtergesellschaft oder schlicht der Zugang zu chinesischem Kapital und die Verringerung der Abhängigkeit von anderen Währungen. Der Name ist vom chinesischen Nationalsymbol, dem Panda, abgeleitet.

Schweizer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren werfen derzeit eine Rendite von 0.1% ab. Damit befinden sie sich auf einem mehrjährigen Tiefstand und scheinen für Investoren wenig interessant zu sein. Ein Blick zurück kann indes helfen, künftige Trends und attraktive Einstiegszeitpunkte abzuschätzen.

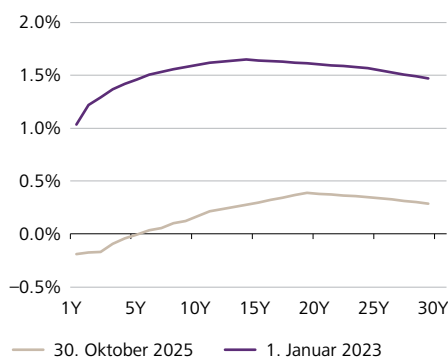
Schweizer Eidgenossen sind grundsätzlich für ihre im internationalen Vergleich niedrigen Zinsen bekannt. Dennoch liess sich mit hiesigen Staatspapieren in der jüngsten Vergangenheit Geld verdienen. So zum Beispiel seit Anfang 2023. Damals konnte man sich für eine 10-jährige Obligation eine Verfallsrendite von gut 1.5% sichern. Seither waren die Zinsen stark rückläufig

► **Darstellung 3**. Das bescherte den Investoren zusätzlich zur Rendite einen sattem Kapitalgewinn im höheren einstelligen Prozentbereich. Eine Fortsetzung dieses Trends ist bei Leitzinsen von 0% indes unwahrscheinlich und die Renditeaussichten sind unattraktiv.

3 Trotz Tiefzinsumfeld...

... lässt sich mit Schweizer Eidgenossen Geld verdienen

Veränderung der CHF-Zinskurve gegenüber Anfang 2023



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

4 Die Hoffnung auf Zinssenkungen überwiegt

Noch fordern Anleger keine zusätzliche Risikoprämie

Renditeentwicklung 10-jähriger US-Staatsanleihen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Und doch gibt es Gründe, die für den Einsatz von Schweizer Staatsanleihen sprechen. So ist die Entwicklung hin zum gegenwärtig niedrigen Zinsniveau ein Zeichen dafür, dass die Inflationsgefahr hierzulande seit gut 2 Jahren gebannt ist. Gleichzeitig spiegeln die niedrigen Renditen den Preis der Sicherheit. Während etwa die Staatsverschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Europa und den USA munter steigt, ist die Quote in der Schweiz jüngst sogar zurückgekommen. Ein unbestrittenes Qualitätsmerkmal, das Investoren trotz Niedrigzinsen in die Eidgenossen lockt.

Aus Renditesicht könnten in den kommenden Monaten US-Staatsanleihen interessant werden. Dass die US-Notenbank Fed ihren Fokus von der Bekämpfung der Teuerung auf die Stützung des Arbeitsmarktes verschoben hat, dürfte nach der jüngsten Leitzinssenkung von 25 Basispunkten mittelfristig eine weitere Lockerung der Geldpolitik zur Folge haben. US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren nehmen das bereits vorweg

► **Darstellung 4**. Der schwache Dollar versalzt hiesigen Anlegern allerdings die Renditeträume. Und die Kosten für die Währungsabsicherung frisst den Grossteil der Renditedifferenz weg.

Aktien

Die Aktienmärkte haben seit Jahresbeginn im zweistelligen Prozentbereich zugelegt. Aufgrund der gestiegenen Bewertungen wird die Selektion wichtiger. Attraktiv ist der Pharmasektor.



Schon gewusst?

Verschreibungspflichtige Medikamente sind in den USA rund 2.5-mal teurer als im OECD-Durchschnitt. Für eine Monatsration der Abnehmspritze Ozempic müssen Amerikanerinnen und Amerikaner derzeit beispielsweise über 900 US-Dollar bezahlen. In Europa kostet das identische Medikament knapp 300 Euro. Für die Preisunterschiede gibt es verschiedene Gründe. So spielen Zwischenhändler (Pharmacy Benefit Manager) bei der Preisgestaltung eine zentrale Rolle und verteuern das System. Zudem ist die Pharmedienlobby in den USA sehr stark. Bestrebungen, die Medikamentenpreise zu senken, gibt es schon seit Jahrzehnten. Diese konnten aber bisher politisch nie durchgesetzt werden.

100 %-Pharmazölle! Diese wurden per Anfang Oktober für Importe von Medikamenten in die USA kurzzeitig in Aussicht gestellt, nur wenige Stunden nach deren Ankündigung aber bereits wieder fallengelassen. Der US-Präsident droht der Pharmaindustrie schon seit Längerem mit hohen Abgaben. Umgesetzt wurde bis dato aber nichts. Im Gegenteil: Von den auf Schweizer Exportgüter geltenden 39 %-Zöllen sind Arzneimittel bis heute ausgenommen. Und daran dürfte sich kurzfristig wohl auch nicht viel ändern. Trumps Ziel ist es nämlich, die Medikamentenpreise in den USA zu senken und mit Zöllen würde er genau das Gegenteil bewirken. Die Leidtragenden wären die Patientinnen und Patienten.

Die Zölle sind also vielmehr eine Drohkulisse, um die Pharmakonzerne zu Preiskonkzessionen und zusätzlichen Investitionen in den USA zu drängen. Und diesbezüglich kann Trump bereits erste Erfolge verbuchen. So haben unter anderen auch die Schweizer Pharmamultis Roche und Novartis Milliardeninvestitionen angekündigt. Bei Roche sollen bis 2030 50 Milliarden US-Dollar in den Aufbau von Produktionsanlagen und Forschungszentren investiert werden. Novartis budgetiert derweil einen Betrag von 23 Milliarden. Dabei ist anzumerken, dass diese Investitionen in ähnlichem Rahmen sowieso bereits geplant waren.

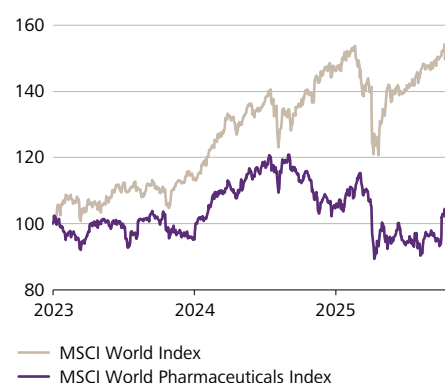
Auch in Bezug auf Preiskonkzessionen kommt Bewegung ins Geschehen. So hat der US-Konzern Pfizer Anfang Oktober ein Abkommen mit der US-Regierung abgeschlossen, das punktuelle Preisnachlässe vorsieht. Im Gegenzug erhält Pfizer Zollfreiheit für 3 Jahre. Konkret werden die Preise für Medikamente, welche im Rahmen des Gesundheitsprogramms Medicaid abgegeben werden, reduziert. Zudem werden gewisse Medikamente mit Preisabschlägen direkt über die neue Plattform TrumpRx.gov an Patienten verkauft. Dabei wird der teure Zwischenhandel ausgeschaltet. Insgesamt

sind die Auswirkungen für Pfizer überschaubar, denn Medicaid macht nur knapp 10 % der US-Verkäufe aus. Entsprechend hat die Aktie von Pfizer nach der Ankündigung einen Kurssprung vollzogen. Andere Pharmaunternehmen dürften in Bälde ähnliche Abkommen abschliessen.

Derweil werden Pharmaaktien an der Börse mit einem deutlichen Abschlag gehandelt. Novartis und Roche handeln derzeit zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14. Im Vergleich dazu liegt die entsprechende Kennzahl beim Swiss Performance Index (SPI) bei 19. Dieser Bewertungsabschlag scheint angesichts der hohen Gewinnmargen und der strukturellen Wachstumsaussichten aufgrund der demografischen Entwicklungen kaum gerechtfertigt. Hinzu kommen attraktive Dividendenrenditen von über 3.5 %.

5 Nach der deutlichen Unterperformance ... hat der Pharmasektor Aufholpotenzial

Kursentwicklung des MSCI World Index und MSCI World Pharmaceuticals Index, in CHF und indiziert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Entsprechend gehen wir davon aus, dass der Pharmasektor nach der deutlichen Unterperformance in den vergangenen drei Jahren beachtliches Aufholpotenzial hat ► **Darstellung 5**. Dies spricht perspektivisch – aufgrund der hohen Gewichtung des Sektors – für den Schweizer Aktienmarkt.

Alternative Anlagen

Alle Welt redet von der diesjährigen Goldrally. Bei genauerem Hinsehen zeigt sich allerdings, dass andere Edelmetalle wie Platin oder Silber gar noch stärker an Wert zugelegt haben.



Schon gewusst?

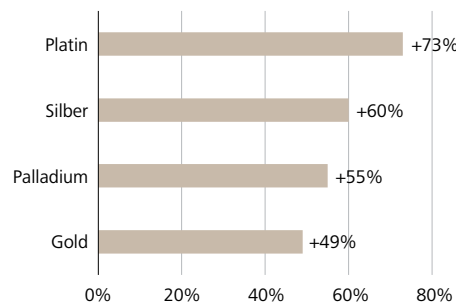
Palladium gilt verglichen mit Gold als relativ junges und seltenes Edelmetall. Anno 1803 entdeckte der Engländer William Hyde Wollaston das weiss glänzende Element und benannte es getreu der damaligen Tradition nach einem Himmelsgestirn, nämlich dem kurz zuvor erschienenen Asteroiden Pallas. Aus chemischer Sicht gehört Palladium zur Familie der Platinmetalle. Unter diesen besitzt es den niedrigsten Schmelzpunkt und ist zugleich sehr reaktionsfreudig, weswegen es ein guter Katalysator für chemische Reaktionen ist. Heutzutage wird Palladium hauptsächlich in der Automobilindustrie eingesetzt. Darüber hinaus findet es Anwendung in der Elektronik, der Zahnmedizin und der Schmuckproduktion. Die wichtigsten Palladium-Vorkommen befinden sich in Russland, Südafrika und Kanada.

Nach einem weiteren Kurssprung zum Monatsbeginn, hat der Goldpreis in der zweiten Oktoberhälfte eine kleine Verschnaufpause eingelegt. Im Zuge dessen verzeichnete das gelbe Edelmetall mit -5.3% den grössten Tagesverlust seit fünf Jahren. Trotz dieser längst überfälligen Kurskorrektur ist es aber immer noch fast 50% teurer als zu Jahresbeginn. Gold ist allerdings nicht das einzige Edelmetall, das sich im laufenden Jahr deutlich verteuert hat. Innerhalb der Anlageklasse zählt es neben Palladium gar zu den schwächeren Vertretern. So sind die Notierungen für Platin und Silber um 73% respektive 60% gestiegen ► **Darstellung 6**.

6 Edelmetalle ...

... stehen bei den Anlegern hoch im Kurs

Preisentwicklung der Edelmetalle seit Anfang Jahr, in USD



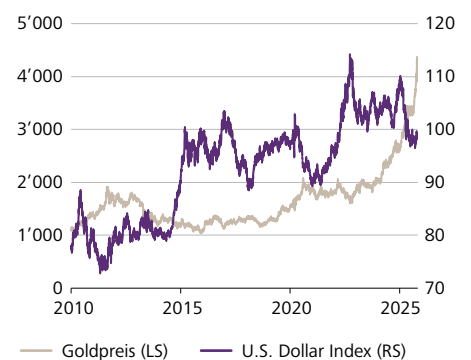
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Auslöser für die breitangelegte Rally ist zum einen das unsichere Marktumfeld. Angesichts dessen sind viele Investoren auf der Suche nach sicheren Kapitalhäfen und greifen entsprechend bei harten Anlageklassen wie den Edelmetallen zu. Mit Blick auf das Gold wird die Nachfrage durch die Notenbanken, allen voran jenen aus den Schwellenländern, zusätzlich erhöht. Diese wollen damit ihre Abhängigkeit vom US-Dollar reduzieren.

7 Negative Korrelation

Gold profitiert von einem schwachen Dollar

Entwicklung des Goldpreises (in USD/Unze) und des U.S. Dollar Indexes



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Zum anderen werden die Edelmetallnotierungen durch die US-Politik befeuert. Seit Beginn seiner zweiten Amtszeit übt Präsident Trump massiven Druck auf die Notenbank Fed aus, um ein möglichst tiefes Zinsniveau zu etablieren und so den Schuldendienst des Landes zu reduzieren. Dass dadurch die Inflation weiter befeuert würde, scheint man in Kauf zu nehmen. Das macht den Dollar aus Anlegersicht unattraktiv. Ein schwacher Greenback ist indes in der Regel positiv für Edelmetalle, da diese in der US-Valuta gehandelt werden. Wenn der Dollar also an Wert verliert, werden Edelmetalle für Käufer in anderen Währungen billiger, was die Nachfrage steigert und den Preis nach oben treibt ► **Darstellung 7**.

Wir gehen davon aus, dass sich an dieser Gemengelage mittelfristig wenig ändern wird. Die Nachfrage nach den Edelmetallen dürfte hoch bleiben. Wir halten daher Gold als Portfoliobeimischung weiterhin für interessant. Um einen Teil der aufgelaufenen Gewinne zu realisieren, haben wir allerdings zuletzt unser taktisches Übergewicht von 8% auf 7% reduziert.

Währungen

Der US-Dollar neigt unter Trump auf breiter Front zur Schwäche. Das spielt dem Präsidenten in die Karten. Eine nachhaltige Entwertung des Greenback birgt allerdings auch Gefahren.



Was bedeutet eigentlich?

Leitwährung

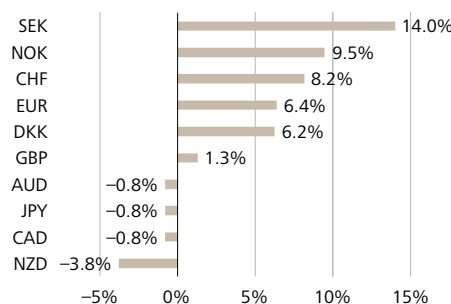
Eine Leit- oder Ankerwährung ist dadurch charakterisiert, dass sie international in einem grossen Umfang als Zahlungs- und Reservemittel sowie als Anlagewährung verwendet wird. Darüber hinaus muss sie uneingeschränkt in andere Währungen umtauschbar und in ausreichendem Mass verfügbar sein, um die globale Liquiditätsnachfrage befriedigen zu können. Dabei spielt das Vertrauen der Finanzmärkte in die Währung eine zentrale Rolle. Dieses muss sich das Leitwährungsland quasi «verdienen», indem es mittels einer nachhaltig auf Preisstabilität ausgerichteten Geld- und Fiskalpolitik eine innere Wertstabilität sicherstellt. Bekannte Beispiele aus der Geschichte für Leitwährungen sind der chinesische Liang, der römische Denarius oder der niederländische Gulden. Diese zeigen, dass der Status einer Leitwährung nicht in Stein gemeisselt ist.

Der US-Dollar bewegt sich seit längerem unter der Marke von 0.80 Franken. Im Zuge dessen ist vielfach die Rede von einer ausserordentlichen Stärke des Frankens. Bei genauerem Hinschauen lässt jedoch nicht die helvetische Währung ihre Muskeln spielen, sondern vielmehr handelt es sich um eine breitangelegte Schwäche des Greenback. So haben seit der erneuten Wahl Donald Trumps ins Weisse Haus die meisten G10-Währungen gegenüber der US-Valuta spürbar aufgewertet

► **Darstellung 8.**

8 Die meisten G10-Währungen haben sich seit der Trump-Wahl zum Greenback verteuert

Wechselkursentwicklung der G10-Währungen gegenüber dem USD seit dem 5. November 2024



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

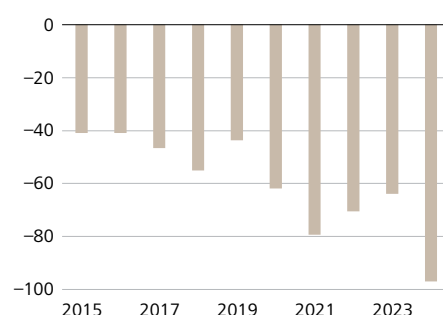
Grund dafür ist die Handelspolitik des Präsidenten, die an den Finanzmärkten für Verunsicherung sorgt. Aber auch dessen unentwegte Forderungen, die US-Notenbank Fed solle ihre Leitzinsen drastisch senken, schaden dem Dollar. Ihr übriges tut die immer höhere Staatsverschuldung, die durch das im Sommer verabschiedete Haushaltsgesetz («One Big Beautiful Bill») nochmals beschleunigt wird.

Der Administration Trump kommt die Wechselkursentwicklung indes gelegen, zählt die Schwächung des Dollars doch zu ihren

9 Das US-Handelsdefizit ...

... nimmt seit Jahren zu

Handelsbilanzsaldo der USA, jeweils per Ende Jahr und in Mrd. USD



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

politischen Zielen. So hat Stephen Miran, seines Zeichens führender Wirtschaftsberater und seit Kurzem auch Vorstandsmitglied der Fed, in einem Strategiepapier festgehalten, dass der Greenback wegen der hohen Nachfrage durch seinen Status als **Leitwährung** deutlich überbewertet und damit Ursache für die Deindustrialisierung in den USA sei. Darüber hinaus sieht die Regierung in einer günstigeren Landeswährung die Möglichkeit, das chronische Handelsbilanzdefizit zu senken

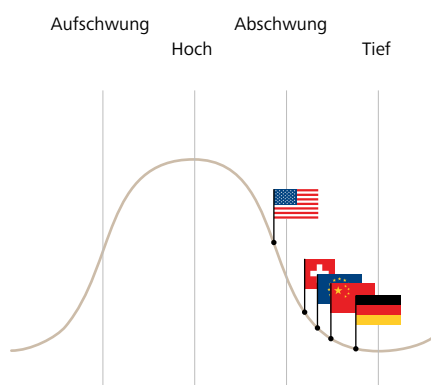
► **Darstellung 9.**

Ob ein schwächerer Dollar das Allerheilmittel für die Probleme der USA ist, ist allerdings fraglich. Denn die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes hängt nicht nur von Wechselkursen, sondern auch von Produktionskosten, Produktivität sowie Qualität ab. Zudem riskiert Trump mit der Entwertung des Greenback eine strukturell höhere Inflation und steigende Arbeitslosigkeit. Und letztlich wäre es für die USA mittelfristig wohl auch schwieriger, an den internationalen Kapitalmärkten Geld aufzunehmen, wodurch ihr schuldenfinanzierter Staatshaushalt ins Wanken geraten könnte.

Ein Blick nach vorne

Die negativen Effekte der US-Handelszölle schlagen beiderseits des Atlantiks verzögert auf die Konjunktur durch. EZB und Fed befinden sich derweil kurz vor dem Ende ihres Zinssenkungszyklus.

Konjunktur

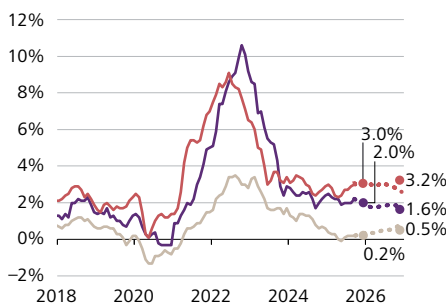


- Die **Schweizer** Regierung hat im Zollstreit mit den USA bislang keine Einigung erzielen können. Somit unterliegen die Exporte nach Übersee weiterhin einem Abgabesatz von 39 %. Allerdings kommen die damit verbundenen konjunkturellen Bremseffekte zögerlicher zum Tragen als erwartet. Aufgrund dessen haben wir unsere Wachstumsprognose für 2025 leicht nach oben auf 1.2 % angepasst.
- Das Zugpferd der **europäischen** Konjunktur, Deutschland, lahmt trotz der von der Regierung Merz geplanten fiskalpolitischen Impulse. Zugleich halten sich andere Volkswirtschaften, etwa jene Spaniens, erstaunlich gut. Aufgrund dessen und gewisser Vorzieheffekte gehen wir für das laufende Jahr neu von einem leicht höheren Wirtschaftswachstum im Euroraum aus (+1.3 %).
- Der **US-Arbeitsmarkt** kühlt sich ab. Zugleich erweist sich der Konsum trotz der Handelszölle als nach wie vor stark. Vor diesem Hintergrund erwarten wir für die Wirtschaft in Übersee im dritten Quartal ein robustes Wachstum und haben daher unsere Prognose für das Gesamtjahr auf 1.8 % angehoben.

Inflation

US-Inflation entfernt sich ...
... von Fed-Zielwert

Inflation und Prognosen



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

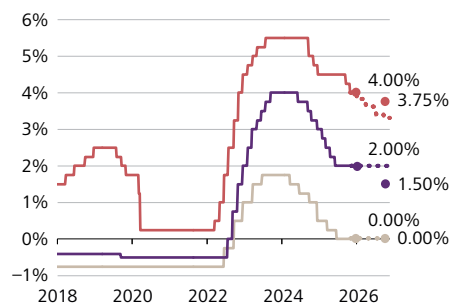
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die Teuerung in der **Schweiz** bewegt sich auf sehr tiefem Niveau (September: +0.2 %). Hauptgrund ist der starke Franken, der die Preise für importierte Waren und Dienstleistungen drückt. Angesichts des unsicheren Marktumfeldes dürfte dieser gefragt bleiben und somit die Inflation weiterhin dämpfen.
- Im **Euroraum** ist die Teuerung im September von 2.0 % auf 2.2 % gestiegen. Damit liegt sie erstmals seit drei Monaten wieder über dem Zielwert der EZB. Eine nachhaltige Trendumkehr an der Preisfront sehen wir jedoch nicht und halten daher an unserer Jahresprognose von 2.0 % fest.
- In den **USA** haben sich die Konsumentenpreise im September um 3.0 % verteuert (August: +2.9 %). Die Kernrate (ohne Energie und Nahrung) sank überraschend von 3.1 % auf 3.0 %. Die inflationäre Wirkung der Handelszölle bleibt damit bisher überschaubar. Grund sind Vorzieheffekte.

Geldpolitik

In der Schweiz sind ...
... keine Negativzinsen in Sicht

Leitzinsen und Prognosen



— Schweiz — Eurozone* — USA
... Konsensprognose
● Prognose Raiffeisen Schweiz

*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die Inflation in der Schweiz ist unter Kontrolle und der Arbeitsmarkt zeigt sich robust. Für die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** besteht damit unserer Meinung nach kein Grund, den Leitzins in den negativen Bereich zu senken. Die Frankenstärke macht indes Devisenmarktinterventionen wahrscheinlich.
- Die **Europäische Zentralbank (EZB)** hat im Oktober die Leitzinsen erwartungsgemäss unverändert gelassen. Angesichts der schwächelnden Konjunktur im Währungsraum rechnen wir auf 12-Monats-Sicht mit noch maximal zwei Zinsreduktionen von je 25 Basispunkten.
- Im Fokus der **US-Notenbank Fed** steht momentan die Stützung des Arbeitsmarktes. Entsprechend hat sie ihren Leitzins im Oktober um 0.25 % gesenkt. Angesichts der Inflationsgefahren haben die Währungshüter damit aber ihren Spielraum für geldpolitische Lockerungen weitgehend ausgereizt.

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.