

Dezember 2025

Anlageguide



Gespaltene Konsumwelt

Zwischen Kauflust und Sparzwang

Unsere Sicht auf die Märkte



In dieser Ausgabe zu lesen

3 Fokusthema

Gespaltene Konsumwelt – Zwischen Kauflust und Sparzwang

5 Unsere Einschätzungen

- Obligationen
- Aktien
- Alternative Anlagen
- Währungen

9 Unsere Prognosen

- Konjunktur
- Inflation
- Geldpolitik

«Zoll-Deal» mit den USA: Aufatmen in der Schweiz. Die seit Anfang August geltenden zusätzlichen US-Zölle von 39% auf Schweizer Waren sinken bald auf 15% und damit auf dasselbe Niveau wie für jene aus der Europäischen Union (EU). Noch müssen die Details der Vereinbarung ausgearbeitet werden und in der Schweiz ist ein Referendum wahrscheinlich. Trotzdem ist die Zoll-Reduktion für die Exportwirtschaft eine Erleichterung. Diese hat bereits mit der – insbesondere gegenüber dem US-Dollar – starken Aufwertung des Frankens zu kämpfen.

Volatiler November: Der letzte Herbstmonat des Jahres zeigte sich nicht nur wetterbedingt von seiner wechselhaften Seite. Insbesondere bei den Technologieaktien und zyklischen Werten kam es zu Gewinnmitnahmen. Robust entwickelte sich hingegen der Schweizer Aktienmarkt. Die defensiven Indexschwergewichte Roche, Nestlé und Novartis lagen im November in der Gunst der Anlegerinnen und Anleger und konnten teilweise stark zulegen.

Durchgezogene Konjunkturdaten: Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) für den November zeigen weiterhin ein gemischtes

Bild. Während die Industrie-PMI in Europa erneut einknickten und sich wieder im Kontraktionsbereich befinden, hält sich der Dienstleistungsbereich wacker. In Bezug auf die weitere Konjunkturentwicklung sehen wir weiterhin wenig Dynamik. Die globale Wirtschaft dürfte zwar auch 2026 wachsen, allerdings erneut unter Potenzial.

Jahresendrally? Trotz Zollchaos und geopolitischen Turbulenzen haben sich die Finanzmärkte seit Jahresbeginn sehr erfreulich entwickelt. Saisonal stehen mit dem Dezember und dem Januar die zwei historisch betrachtet besten Börsenmonate vor der Tür. Ob es noch zu einer Jahresendrally kommt, hängt unserer Meinung nach stark vom bevorstehenden Zinsentscheid der US-Notenbank am 10. Dezember ab. Wir rechnen entgegen den Markterwartungen mit einer Zinspause.

Konsum im Fokus: Mit dem heutigen Black Friday wird offiziell die Weihnachtseinkaufssaison lanciert. Wie es um den Konsum steht, beleuchten wir im Fokustext dieses Anlageguides.

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

Gespaltene Konsumwelt

Zwischen Kauflust und Sparzwang



Das Wichtigste in Kürze

Mit dem heutigen Black Friday startet die Schnäppchenjagd – und für die Detailhändler die umsatzstärkste Zeit des Jahres. Noch hält sich der Konsum wacker. Mehr und mehr öffnet sich aber eine Schere zwischen den Einkommensschichten. Diese K-förmige Entwicklung ist insbesondere in den USA augenfällig. Während die vermögenden Haushalte, begünstigt durch die starke Entwicklung an den Finanzmärkten, ihre Konsumausgaben erhöhen, ächzt der Mittelstand unter der hohen Inflation und muss den Gürtel zunehmend enger schnallen. Die US-Zollpolitik verschärft diese Situation. Wenig verwunderlich ist die Konsumentenstimmung auf ein Allzeittief gefallen. Da der Konsum rund 68 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) ausmacht, gehen wir für 2026 von einer Eintrübung der US-Konjunktur aus.

Pünktlich zum Black Friday erscheint die neueste Ausgabe des Anlageguides. Der für die Detailhändler umsatzstärkste Tag des Jahres wird so genannt, weil ab jetzt die jährliche Gewinnschwelle erreicht und schwarze Zahlen geschrieben werden – zumindest in der Theorie. Global betrachtet lag der Umsatz am letztjährigen Black Friday bei 74.4 Milliarden US-Dollar. In diesem Jahr wird mit Rekordumsätzen zwischen 80 bis 82 Milliarden gerechnet, was einem Zuwachs von knapp 9 % entsprechen würde. Doch sitzt der Geldbeutel wirklich noch bei allen so locker? Zwar erweist sich der Konsum auch in diesem Jahr bislang als Konjunkturstütze, doch das Konsumentenvertrauen ist zuletzt vielerorts abgesackt. Es zeigt sich zunehmend eine Zerteilung. Frappant ist diese Entwicklung in den USA: Während die reichsten 20 % der Bevölkerung vom starken Anstieg der Vermögenspreise profitieren und ihre Konsumausgaben erhöhen, leiden der Mittelstand und die ärmeren Bevölkerungsschichten unter der anhaltend hohen Teuerung. Allein in den vergangenen fünf Jahren betrug die kumulierte Inflation in den USA satte 26 %. Gleichzeitig muss aufgrund der weiterhin hohen Zinsen mehr für Kreditkartenschulden sowie Auto- und Ausbildungskredite bezahlt werden. Eine wachsende Anzahl Menschen schafft es nicht mehr, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Laut Cox Automotive wurden 2024 rund 1.7 Millionen Autos verpfändet, weil die Fahrzeughalter ihre Raten nicht mehr zahlen konnten. Und dass sich die Situation zuspitzt, zeigen auch die neuesten Daten der Bank of America: Derzeit leben rund 29 % aller Amerikanerinnen und Amerikaner von Gehalt zu Gehalt. Das heisst, am Ende des Monats bleibt nichts übrig. Kein Wunder ist die Konsumentenstimmung auf ein Rekordtief gefallen. Die wachsende Schere zwischen Reich und Arm wird als K-förmige Konjunkturentwicklung bezeichnet

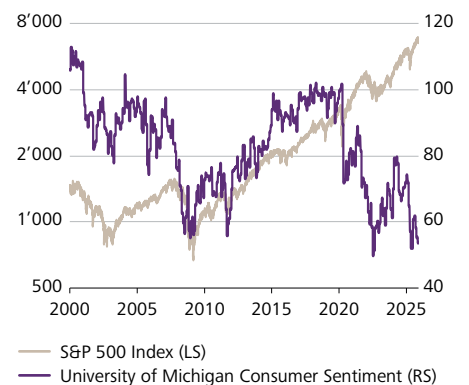
► Darstellung 1.

Die Luxusgüterindustrie ist von dieser Entwicklung weniger stark betroffen, da ihre Produkte – zumindest im Top-Segment –

1 Die Schere zwischen der Aktienmarktentwicklung ...

... und der Konsumentenstimmung geht auf

Entwicklung des S&P 500 Index (logarithmiert) und der Konsumentenstimmung (University of Michigan)



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

ohnehin nur von wenigen sehr vermögenden Personen gekauft werden. Und denen geht es dank Börsenboom und rekordhohen Immobilienpreisen so gut wie selten zuvor. Anders sieht es bei klassischen Konsumgütern aus. Unternehmen wie Nestlé, Unilever oder Procter & Gamble bekundeten in den vergangenen Jahren zunehmend Mühe, ein organisches Wachstum zu erzielen. Dies liegt daran, dass aufgrund der Teuerung viele Konsumentinnen und Konsumenten auf günstigere Eigenmarken der Detailhändler ausweichen. Gespart wird zunehmend auch bei Restaurantbesuchen. Das zeigt sich an der Kursentwicklung der börsenkotierten Restaurantketten, die dem Gesamtmarkt seit Sommer deutlich hinterherhinken

► Darstellung 2.

Die US-Handelspolitik wird die angespannte Situation noch weiter verschärfen, denn die Zölle verteuern zunehmend die Konsumentenpreise. So steigt die Inflation seit April wieder an und belief sich im September auf 3 %. Gleichzeitig hat sich der Arbeitsmarkt abgekühlt. Die Anzahl neu geschaffener Stellen ist seit Monaten rückläufig und die Arbeitslosigkeit ist nur wegen der rigorosen Migrationspolitik der US-Administration bisher nicht deutlicher gestiegen. Die wachsende Unzu-



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

Die meisten Schweizer Konsumwerte haben sich in diesem Jahr trotz Gegenwind sehr solide entwickelt. Die Aktien des Luxusgüterkonzerns Richemont sowie des Schokoladenproduzenten Lindt & Sprüngli konnten um je rund 20 % zulegen. Nach dem Managementwechsel und der Strategieschärfung ging es auch bei den Valoren des Nahrungsmittelmultis Nestlé um 10 % nach oben. Damit liegt die Nestlé-Aktie gleichauf mit dem Swiss Performance Index. Etwas mehr Mühe bekundeten Swatch Group (+3 %) und Emmi (–1 %). Diese Entwicklung zeigt deutlich, dass sich Premiummarken weiterhin gut verkaufen lassen, während Produkte aus dem tieferpreisigen Segment schwieriger abzusetzen sind. Ähnliches gilt für die Börse: Qualität setzt sich langfristig immer durch.

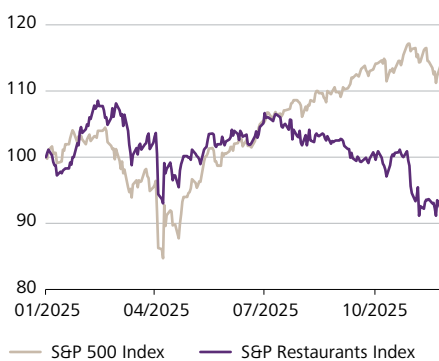


Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

2 Auch beim Restaurantbesuch...

... wird zunehmend gespart

Kursentwicklung des S&P 500 Index und des S&P Restaurant Index, indexiert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

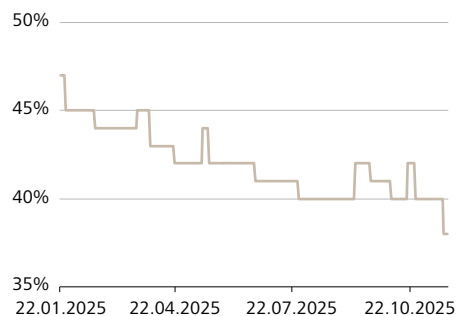
friedenheit der Bevölkerung ist mittlerweile auch in den Zustimmungswerten für Donald Trump abzulesen. Im November zeigten sich nur noch 38 % mit der Arbeit des Präsidenten zufrieden ► **Darstellung 3**. Diese Entwicklung könnte im Hinblick auf die Midterm-Wahlen in einem Jahr zu einem Mehrheitsverlust der Republikaner im Repräsentantenhaus führen. Vor diesem Hintergrund ist auch die jüngste Kehrtwende von Donald Trump zu sehen. Per sofort werden die «reziproken» Zölle auf Nahrungsmittel wie Kaffee, Kakao, Bananen, Tee, Gewürze und Rindfleisch gestrichen. Gleichzeitig verspricht der Präsident, einen Teil der Zolleinnahmen an die Bevölkerung auszus zahlen. Die Rede ist von einem Scheck in der Höhe von 2'000 US-Dollar. Ob das reicht, um die Konsumentenstimmung nachhaltig zu verbessern, bleibt abzuwarten.

Wie sich der Konsum weiterentwickelt, ist von zentraler Bedeutung für die Wirtschaft. In den entwickelten Volkswirtschaften macht er zwischen 50 % und 70 % der gesamten Wirtschaftsleistung aus. Noch hält sich der Konsum insgesamt wacker. Ob er allerdings auch 2026 ein Wachstumstreiber bleibt, hängt massgeblich von der weiteren Entwicklung an den Finanzmärkten ab. Eine grössere Korrektur würde die Konsumstimmung auch bei den reichen Schichten dämpfen. Vorerst steht aber die «Black Week» und das anschliessende Weihnachtsgeschäft im Fokus. Und es ist davon auszugehen, dass die diesjährige Schnäppchenjagd einen weiteren Rekord erreichen wird.

3 Die Zustimmungsr ate für Trump fällt, ...

... die Unzufriedenheit steigt

Entwicklung der Zustimmungsr ate für US-Präsident Donald Trump



Quellen: Reuters, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Obligationen

Auf der Suche nach Rendite sind die Risikoprämien dahingeschmolzen. Das äussert sich für Investoren in attraktiven Kapitalgewinnen. Wie rasch sich das ändern kann, zeigt Oracle.



Was bedeutet eigentlich?

Credit Default Swap

Mit einem Credit Default Swap (CDS) kann sich ein Anleger gegen den Zahlungsausfall eines Schuldners absichern. Wie bei einer Versicherung bezahlt der Käufer eine Prämie. Diese ist abhängig vom Nominalwert des Kredits oder der Obligation. Der Verkäufer verpflichtet sich dagegen, bei einem Zahlungsausfall einzuspringen und die vereinbarte Ausgleichszahlung zu übernehmen. Da CDS einzeln an der Börse gehandelt werden, können sie neben Absicherungszwecken auch zur Spekulation eingesetzt werden.

Es ist ein Qualitätsmerkmal: das Investment-Grade-Rating. Viele professionelle Investoren sind aufgrund ihres Anlagereglements an diesen anlagewürdigen Rating-Bereich gebunden, weshalb die dazugehörigen Wertpapiere stark nachgefragt werden, was ihre Rendite drückt. Obwohl die Spanne der Investment-Grade-Ratings von AAA bis BBB- reicht, kann das zur Folge haben, dass die eingegangenen Risiken nicht entsprechend entlohnt werden.

Das zeigt auch die Entwicklung der Risikoprämie zwischen Obligationen mit BBB-Rating und jenen, die mit AAA eingestuft werden. Seit Ende 2022 ist sie von 1.5 % auf aktuell 0.6 % zurückgekommen

► **Darstellung 4**. Während die Risikoprämie Anlegerinnen und Anlegern in dieser Zeit eine attraktive Rendite in Form von Kapitalgewinnen bescherte, befindet sie sich mittlerweile am unteren Rand der langfristigen Entwicklung. Das bedeutet, dass Investoren für die Risiken, die sie mit einem solchen Investment eingehen, nicht mehr adäquat entschädigt werden.

4 Die schwindende Risikoprämie verschärft den Anlagenotstand

Entwicklung der Risikoprämie AAA-BBB innerhalb des Swiss Bond Index (SBI)



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Derzeit stehen gar Befürchtungen im Raum, dass Schuldner, deren Bonität sich am unteren Ende des Investment-Grade-

5 Skeptische Investoren wollen entschädigt werden

Entwicklung einer Ausfallrisikoversicherung (CDS) für Oracle-Anleihen, in Basispunkten



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Bereichs befindet, aufgrund der konjunkturellen Verlangsamung und der ins Stocken geratenen Lockerung der Zinspolitik in Bedrängnis kommen könnten. Ein Verlust des Investment-Grade-Ratings hätte einen Verkaufsschub der Obligationen zur Folge. Anlegerinnen und Anleger wären mit einem deutlichen Kursverlust konfrontiert und die betroffenen Unternehmen mit höheren Finanzierungskosten.

Ein Beispiel für die Verunsicherung der Investoren ist Oracle. Die Kosten eines **Credit Default Swaps**, um sich während fünf Jahren gegen einen Zahlungsausfall des Softwarekonzerns abzusichern, haben sich seit Ende September beinahe verdreifacht ► **Darstellung 5**. Begonnen hat der Anstieg mit der Bekanntgabe, dass Oracle innerhalb eines Konsortiums den US-Ableger von TikTok übernimmt und dazu eine Anleihe emittierte.

Aber das war erst der Anfang. Kredite in Milliardenhöhe, um Rechenzentren für Künstliche Intelligenz aufzubauen, haben Investoren verunsichert. Diese werden sich an deren Finanzierung beteiligen, wollen für das zusätzliche Risiko aber entschädigt werden. Die Kreditaufschläge dürften also weiter steigen.

Aktien

Die Investoren hinterfragen das Wachstumspotenzial im Bereich Künstliche Intelligenz. Im Zuge dessen keimen Zweifel an den hohen Bewertungen im Technologiesektor auf.



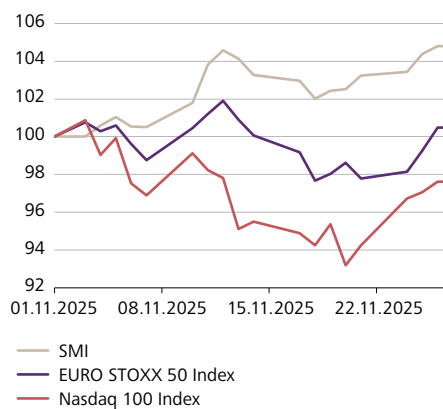
Schon gewusst?

Anders als im gleichnamigen Science-Fiction-Film aus den frühen 1990er-Jahren geht es beim Stargate-Projekt nicht um interplanetarisches Reisen mittels Wurmloch-Technologie. Ziel dieser von US-Präsident Donald Trump Anfang 2025 lancierten Initiative ist es, den Bau neuer Rechenzentren für KI in den USA voranzutreiben und so den technologischen Vorsprung gegenüber anderen Ländern wie China beizubehalten. Dafür will der Softwareriesen Oracle gemeinsam mit dem ChatGPT-Entwickler OpenAI und dem Technologiekonzern SoftBank bis zum Jahr 2029 mindestens 500 Milliarden US-Dollar investieren.

Viele Anlegerinnen und Anleger dürften sich ungläubig die Augen gerieben haben, als bekannt wurde, dass Warren Buffetts Investmentgesellschaft, Berkshire Hathaway, bei der Google-Mutter Alphabet eingestiegen ist. Denn der US-Starinvestor machte bislang keinen Hehl daraus, dass er dem Technologiesektor kritisch gegenübersteht. Entsprechend wurde dieser Schritt am Markt als Signal für das Vertrauen institutioneller Investoren in die Branche kommentiert.

6 Die Bewertungssorgen der Anleger belasten die US-Technologiewerte

Kursentwicklung des SMI, des EURO STOXX 50 und des Nasdaq 100 Index, indiziert und in CHF



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Dessen ungeachtet beginnt der Nimbus eines ewigen Booms im Bereich Künstliche Intelligenz (KI) zu bröckeln. So hat der US-Chiphersteller Nvidia mit seinen Drittquartalszahlen die Analystenerwartungen zwar übertroffen. Dennoch setzte im November eine Sektorrotation in Richtung defensiver Werte ein. Der Nasdaq 100 Index stand zeitweise unter deutlichem Abgabedruck, während der Schweizer Aktienmarkt höher tendierte ► **Darstellung 6**.

Grund ist zum einen der Trend in Bezug auf zirkuläre Geschäfte, bei denen die beteiligten Firmen gegenseitig hohe Summen ineinander investieren. Die fließenden

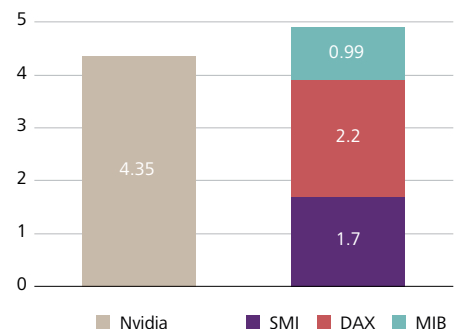
Gelder erzeugen ein Trugbild von Wachstum. Alarmierend wirken zum anderen die historisch beispiellosen Infrastrukturinvestitionen. So plant der Facebook-Konzern Meta über die nächsten drei Jahre 600 Milliarden US-Dollar in den Bau von Rechenzentren zu stecken. Wie rasch sich diese Investitionen in ein profitables Geschäft ummünzen lassen, ist derzeit unklar. Zudem ist der Infrastrukturausbau begrenzt. Spätestens wenn Überkapazitäten sichtbar werden, dürften die Investitionen abflauen.

Vor diesem Hintergrund keimen unter den Anlegern Zweifel an den hohen Bewertungen vieler Technologiewerte auf. Der Chipgigant Nvidia allein ist gemessen an der Marktkapitalisierung fast so gross wie alle im schweizerischen SMI, deutschen DAX und italienischen MIB enthaltenen Unternehmen zusammengenommen

► Darstellung 7.

7 Nvidia hat (fast) dieselbe Marktkapitalisierung wie der SMI, DAX und MIB zusammen

Marktkapitalisierungen von Nvidia sowie des SMI, DAX und MIB zusammen, in Bio. USD



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Wir rechnen an den Aktienmärkten weiterhin mit einer erhöhten Volatilität. Dem steht die zum Jahresende historisch gesehen günstige Saisonalität gegenüber. Unter dem Strich bleiben wir anlagetaktilisch bei Aktien leicht untergewichtet.

♟ Alternative Anlagen

Von seinen Verfechtern wird der Bitcoin oftmals als digitales Gold betitelt. Seine hohe Volatilität zeigt allerdings, dass die Kryptowährung vor allem eines ist: ein Hort der Spekulationen.



Was bedeutet eigentlich?

PHLX Semiconductor Sector Index

Der PHLX Semiconductor Sector Index (SOX) ist ein 1993 von der Philadelphia Stock Exchange (gehört zur heutigen Nasdaq) eingeführter Aktienindex. Er umfasst die 30 gemessen an ihrer Marktkapitalisierung grössten in den USA gehandelten Unternehmen aus dem Halbleitersektor. Für eine Aufnahme in den SOX sind zahlreiche Kriterien zu erfüllen. So müssen die Wertpapiere etwa eine Marktkapitalisierung von mindestens 100 Millionen US-Dollar aufweisen. Zudem bestehen Mindestanforderungen hinsichtlich der Liquidität. Aktuell sind im Index unter anderem die Chipgiganten AMD, Nvidia und Intel vertreten.

Ein Bitcoin kostete Mitte November zeitweise gerade mal 80'553 US-Dollar ► **Darstellung 8**. Damit notierte die umsatzstärkste Kryptowährung der Welt gut ein Drittel unter ihrem Allzeithoch vom 6. Oktober und zugleich unter dem Niveau von Anfang Jahr. Neben Gewinnmitnahmen durch private Investoren belasteten zuletzt massive institutionelle Mittelabflüsse den Kurs. Auslöser waren die geopolitischen und konjunkturellen Unsicherheiten sowie die aufkeimenden Zweifel der Marktteilnehmer an einer Leitzins-senkung durch die US-Notenbank Fed im Dezember. Darüber hinaus ist die Euphorie über die kryptofreundliche Haltung der Trump-Administration verfliegen.

8 Höhenflug, dann Talfahrt

Kursentwicklung des Bitcoin, in USD



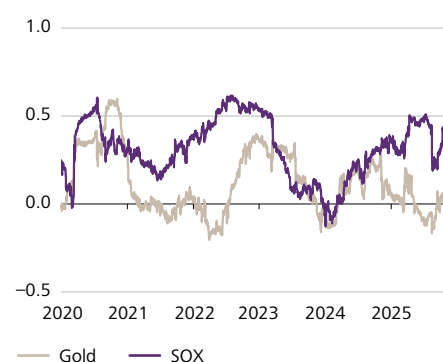
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die diesjährige Achterbahnfahrt des Bitcoin zeigt einmal mehr, dass dieser nicht – wie von seinen Anhängern oftmals proklamiert – ein Hort der Sicherheit ist, sondern das Gegenteil: ein Hort der Spekulationen. Das unterstreicht die rollierende 90-Tage-Korrelation zu Gold ► **Darstellung 9**. So teilen die Kryptowährung und das gelbe Edelmetall zwar die Eigenschaft der Knappheit, doch hinsichtlich ihrer Kursentwicklungen besteht kein klarer Zusammenhang.

9 Der Bitcoin ähnelt ...

... in seiner Kursentwicklung einem Technologiewert

Rollierende 90-Tage-Korrelationen zwischen dem Bitcoin und Gold sowie zwischen dem Bitcoin und dem SOX



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die vor allem im laufenden Jahr deutlich positive Korrelation zum **PHLX Semiconductor Sector Index (SOX)** zeigt dagegen, dass sich der Bitcoin ähnlich wie ein Technologiewert verhält. Das heisst: In Bullenmärkten geht es für den Kryptoprimum tendenziell steil nach oben, während er in Krisenzeiten spürbar Federn lässt.

Der Bitcoin erzeugt somit in einem Anlageportfolio keinen nennenswerten Diversifikationseffekt. Entsprechend ist dessen Adelung als digitales Gold aus unserer Sicht zum heutigen Zeitpunkt nicht gerechtfertigt. Wir setzen in unseren Vermögensverwaltungsmandaten zur Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles weiterhin auf physisches Gold. Bei diesem sind wir aufgrund der geopolitischen und konjunkturellen Unsicherheiten bereits seit längerem taktisch übergewichtet. Diese Positionierung hat sich auszubezahlt: Gold hat in diesem Jahr über 50 % an Wert zugelegt.

Währungen

Der Euro neigt gegenüber vielen Währungen zur Stärke. Den Rang als sicherer Hafen läuft ihm aber einmal mehr der Schweizer Franken ab. Gefragt ist auch die schwedische Krone.



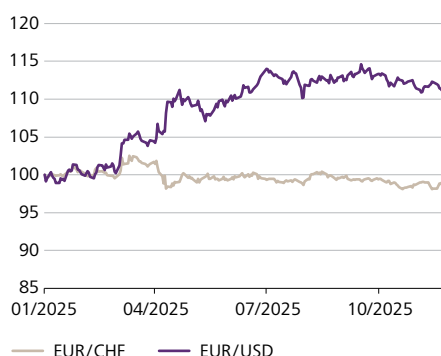
Schon gewusst?

Die 1'000-Franken-Note ist aktuell die weltweit wertvollste Banknote im Umlauf. Sie wiegt 1.14 Gramm. Eine Million Franken haben damit gerade einmal ein Gewicht von 1.14 Kilogramm. Auch die Abmessungen sind überschaubar: Das Geldbündel ist nur unwesentlich grösser als ein 1-Liter-Tetrapack Milch. Es ist damit eine äusserst effiziente Möglichkeit, Geld aufzubewahren. Dazu wird die Note wohl auch eingesetzt, denn knapp die Hälfte des Werts der sich im Umlauf befindenden Franken-Noten entfallen auf den Tausender. Gold ist vom Volumen her und als Inflationsschutz zwar noch effizienter, aber um ein Vielfaches schwerer und als Zahlungsmittel ungeeignet.

Die aktuelle Entwicklung des Euro zeigt, wie stark Währungen gegeneinander abgewogen werden. Während die Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar dieser Tage um den höchsten Stand seit vier Jahren handelt, ist sie verglichen mit dem Schweizer Franken zwischenzeitlich auf ein Mehrjahrestief gefallen ► **Darstellung 10**. Konkret notierte der Euro nur am 15. Januar 2015 noch tiefer. Damals hatte die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Euro-Mindestkurs aufgegeben.

10 Der Euro gewinnt gegenüber dem Dollar ... und verliert im Vergleich zum Franken

Wechselkursentwicklung EUR/CHF und EUR/USD, indiziert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

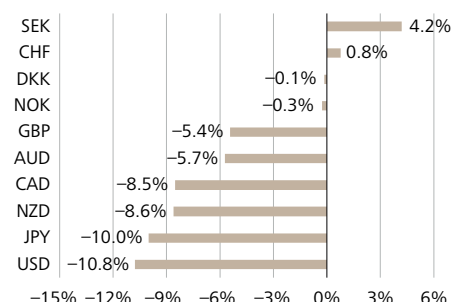
Beide Kursveränderungen haben eine Sche-re geöffnet und zeigen, dass der Zins nur einer von mehreren Faktoren ist, die den Wert einer Währung bestimmen. Ginge es nämlich ausschliesslich danach, müsste der Franken gegenüber dem Euro und dem US-Dollar schwächeln, denn die Zinsen hierzulande sind deutlich tiefer. Die geringe Verschuldung der Eidgenossenschaft, die niedrige Inflationsrate und die politische Stabilität sind aber gewichtige Faktoren, die im derzeitigen Umfeld für die hiesige Valuta sprechen.

Derweil ist ein Ende der Frankenstärke nicht in Sicht. Die Einigung im Handelsstreit mit den USA entlastet die heimische Konjunktur. Nachdem diese aufgrund der hohen Zölle im dritten Quartal um ein halbes Prozent geschrumpft ist, bedeutet die Senkung des Zollsatzes für Schweizer Exporte auf 15 %, dass der Nachteil gegenüber der EU wegfällt. Dadurch dürfte sich die Nachfrage nach Schweizer Produkten erholen, was auch positiv auf den Franken wirkt.

Dass der Schweizer Franken eine besondere Stellung genießt, zeigt der Blick auf die anderen G10-Währungen. Neben dem Franken hat nur die schwedische Krone gegenüber dem Euro zugelegt ► **Darstellung 11**. Diese profitierte dabei mitunter von den weltweit angestiegenen Rüstungsausgaben, denn Schweden ist ein wichtiger Waffenproduzent und gilt als eine der führenden Nationen in der Rüstungsindustrie.

11 Nur die schwedische Krone und der Franken ... übertrumpfen den Euro

Wechselkursentwicklung der G10-Währungen gegenüber dem EUR seit Anfang Jahr



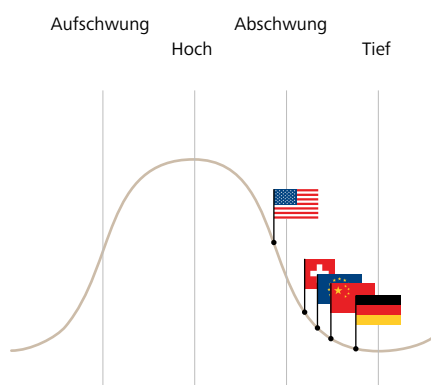
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die Hoffnung der Investoren in Bezug auf den Euro ist, dass das deutsche Fiskalpaket dem stotternden Konjunkturmotor der Eurozone neuen Schwung verleiht.

Ein Blick nach vorne

Die Aussichten für die heimische Wirtschaft bleiben bescheiden, obwohl die Schweiz mit den USA eine Einigung erzielt hat. Die SNB sieht sich derweil mit einem starken Franken konfrontiert.

Konjunktur



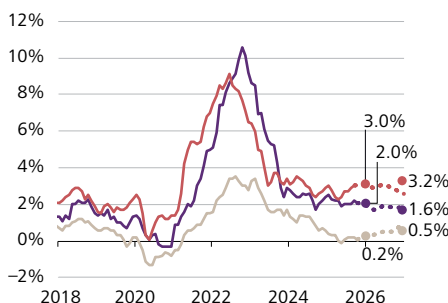
- Die **Schweizer** Regierung hat eine Senkung der US-Zölle von 39 % auf 15 % erwirkt. Für die Unternehmen, die stark in die USA exportieren, ist das eine Entlastung. Allerdings bleiben die Zölle viel höher als vor Trumps Amtsantritt. Gegenwind beschert der Exportindustrie zudem die Frankenstärke sowie die schwächelnde Nachfrage aus China. Vor diesem Hintergrund gehen wir für 2025 unverändert von einem Wirtschaftswachstum von 1.2 % aus.
- Infolge der anhaltenden Schwäche von Deutschland und Frankreich ist der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die **europäische** Industrie im November auf 49.7 Punkte gefallen. Damit notiert dieser wieder im Kontraktionsbereich. Wir rechnen für das Gesamtjahr mit einer Expansion des Bruttoinlandsproduktes (BIP) von 1.3 %.
- Die Konsumentenstimmung in den **USA** ist auf ein Allzeittief gefallen. Das Umfrageergebnis dürfte aber wegen des Government Shutdown etwas verzerrt sein. Ein Wachstumstreiber sind derzeit die hohen Investitionen in Rechenzentren. Wir halten für 2025 an unserer Wachstumsprognose für das BIP von 1.8 % fest.

Inflation

In der Schweiz ...

... herrscht Preisstabilität

Inflation und Prognosen



— Schweiz — Eurozone — USA
 Konsensprognose
 • Prognose Raiffeisen Schweiz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

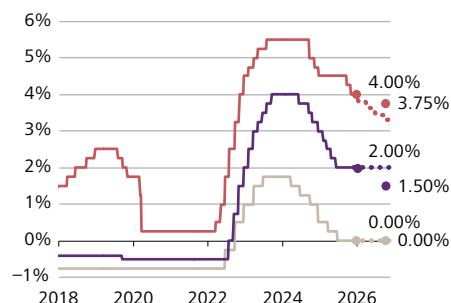
- Die Jahresteuern in der **Schweiz** ist im Oktober von 0.2 % auf 0.1 % gesunken. Hauptgrund ist der starke Franken, der Einfuhren aus dem Ausland verbilligt und dadurch die importierte Inflation dämpft. Da er weiterhin zur Stärke neigen dürfte, rechnen wir vorerst nicht mit einer signifikant höheren Inflation.
- Waren und Dienstleistungen verteuerten sich in der **Eurozone** im Oktober um durchschnittlich 2.1 % im Vergleich zum Vorjahr. Vor diesem Hintergrund rechnen wir für das Gesamtjahr unverändert mit einer Inflationsrate von 2.0 %.
- Infolge des Shutdowns liegen für die **USA** keine neuen offiziellen Preisdaten vor. Wir gehen jedoch davon aus, dass der mit den Handelszöllen verbundene Inflationsdruck anhält, und belassen unsere Jahresprognose bei 3.0 %.

Geldpolitik

In den USA und Europa ...

... steht das Ende des Zinssenkungszyklus bevor

Leitzinsen und Prognosen



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

*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** ist der Ansicht, dass es keine noch expansivere Geldpolitik braucht, um die Wirtschaft anzukurbeln. Der anhaltende Aufwertungsdruck des Franken, insbesondere gegenüber dem Dollar und dem Euro, macht unserer Meinung nach allerdings Devisenmarktinterventionen wahrscheinlich.
- Angesichts des geringen Preisauftriebs im Währungsraum dürfte sich der aktuelle Zinssenkungszyklus der **Europäischen Zentralbank (EZB)** dem Ende zuneigen. Auf Jahressicht rechnen wir noch mit zwei Leitzinsreduktionen von je 25 Basispunkten.
- Angesichts der nach wie vor bestehenden Inflationsrisiken dürfte die **US-Notenbank Fed** mit Blick auf geldpolitische Lockerungen Vorsicht walten lassen. Auf 12-Monats-Sicht prognostizieren wir einen um 25 Basispunkte tieferen Leitzins.

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.