

September 2026

Anlageguide



Zinsen

Die Taktgeber der Finanzmärkte

Unsere Sicht auf die Märkte



In dieser Ausgabe zu lesen

3 Fokusthema

Zinsen – Die Taktgeber der Finanzmärkte

5 Unsere Einschätzungen

- Obligationen
- Aktien
- Alternative Anlagen
- Währungen

9 Unsere Prognosen

- Konjunktur
- Inflation
- Geldpolitik

Anhaltender Inflationsdruck: Das geplante Friedensabkommen zwischen dem Iran und den USA ist gescheitert. In der Folge sind die Energiepreise wieder deutlich angestiegen. Wetterbedingt kommen weitere Inflationstreiber hinzu: Die tiefen Pegelstände des Rheins verteuern den Transport in Europa. Zudem ist aufgrund der Trockenheit mit Ernteaussfällen zu rechnen. Der Teuerungsdruck bleibt somit hoch.

Deutlicher Zinsanstieg: Die Kapitalmarktzinsen sind weiter angestiegen. Neben der hartnäckig hohen Teuerung wirken mit der weltweit ungebremst wachsenden Staatsverschuldung, der zunehmenden Aufrüstung sowie dem massiven Ausbau der KI-Infrastruktur auch strukturelle Faktoren zinstreibend. Diese Entwicklungen sind ebenfalls für die Notenbanken eine Herausforderung und sprechen für eine restriktivere Geldpolitik. Welche Auswirkungen die höheren Zinsen haben, beleuchten wir im Fokus-text dieser Ausgabe.

Resiliente Aktienmärkte: Die geopolitischen Unsicherheiten und die stark gestiegenen Zinsen sollten eigentlich zu höheren Risikoprämien an den Aktienmärkten führen. Aktuell ist jedoch das Gegenteil der Fall. Viele Aktienindizes notieren auf oder nahe ihren Allzeithochs. Getragen wird die positive Dynamik einerseits von sehr robusten Unternehmensgewinnen, andererseits von der Hoffnung der Marktteilnehmer auf deutliche Produktivitätsgewinne im Zusammenhang mit Künstlicher Intelligenz. Bislang sind diese jedoch erst in eng begrenztem Umfang sichtbar. Das Enttäuschungspotenzial hat entsprechend zugenommen.

Unveränderte Anlagetaktik: Die geopolitischen Unsicherheiten, die hartnäckige Inflation und die in der Folge gestiegenen Zinsen sowie saisonale Faktoren sprechen derzeit für eine leicht defensive Anlagetaktik. In diesem Umfeld bevorzugen wir qualitativ hochwertige und dividendenstarke Schweizer Aktien, Schweizer Immobilienfonds sowie Gold. Demgegenüber bleiben wir bei Hochzinsanleihen sowie den zyklischen Aktienmärkten Europas und der Schwellenländer untergewichtet.

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

Zinsen

Die Taktgeber der Finanzmärkte



Das Wichtigste in Kürze

Die Kapitalmarktzinsen sind seit Jahresbeginn weltweit deutlich gestiegen. Langlaufende Staatsanleihen rentieren vielerorts auf Mehrjahreshöchstständen. Die Gründe für diesen Zinsanstieg sind vielfältig. Die Zinswende in Japan führt zur Auflösung von Carry Trades. Zudem nimmt die globale Staatsverschuldung weiter zu, weshalb Anleger höhere Risikoprämien verlangen. Auch der massive Ausbau von Rechenzentren steigert den Kapitalbedarf. Die Emissionsflut neuer Unternehmensanleihen treibt die Renditen zusätzlich nach oben. Hinzu kommt ein anhaltender struktureller Inflationsdruck. Das höhere Zinsniveau wirkt sich auf sämtliche Anlageklassen aus. Es belastet die Bewertungen von Aktien und Immobilien und verschiebt die relativen Attraktivitäten zwischen den verschiedenen Anlageklassen.

Zinsen sind der Preis des Geldes und gleichzeitig ein Taktgeber für die Wirtschaft sowie die Finanzmärkte. Sie beeinflussen die Investitionstätigkeit von Unternehmen ebenso wie das Sparverhalten von Privatpersonen. Hohe Zinsen verteuern Kredite, dämpfen Investitionen und bremsen die Konjunktur aus. Tiefe oder gar negative Zinsen hingegen fördern die Kapitalaufnahme und erhöhen die Attraktivität von risikoreicheren Anlagen, da auf klassischen Sparguthaben kaum Erträge erzielt werden können. Damit prägen Zinsen die relative Attraktivität der Anlageklassen.

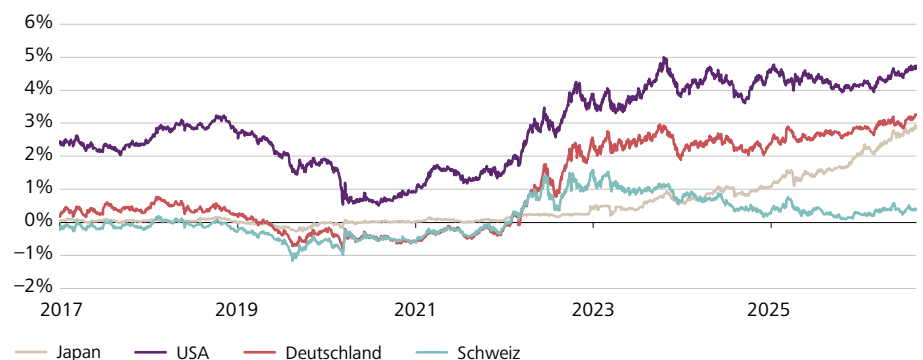
Die Leitzinsen werden direkt von den Notenbanken bestimmt. Im Zentrum steht dabei die Steuerung der Preisstabilität, die häufig mit einem Inflationsziel von 2 % verbunden wird. Steigt die Teuerung über diesen Zielwert, werden die Leitzinsen in der Regel erhöht; sinkt sie darunter, folgt häufig eine Lockerung der Geldpolitik. Einige Zentralbanken, allen voran die US-Notenbank Fed, verfolgen ein duales Mandat. Neben der Preisstabilität berücksichtigen sie bei ihren Zinsentscheiden auch die Entwicklung der Wirtschaft und des Arbeitsmarktes. Die Leitzinsen bilden zwar die Grundlage des allgemeinen Zinsniveaus, der Einfluss der Notenbanken auf die langfristigen Zinsen ist jedoch be-

grenzt. Diese werden wesentlich durch Angebot und Nachfrage am Obligationenmarkt sowie durch die Inflations- und Zinserwartungen der Marktteilnehmer bestimmt.

Seit Jahresbeginn sind die Kapitalmarktzinsen weltweit deutlich gestiegen. Langlaufende Staatsanleihen rentieren vielerorts auf Mehrjahreshöchstständen ► **Darstellung 1**. Gleichzeitig bleibt der strukturelle Druck auf die langfristigen Zinsen hoch. Aktuell sind es hauptsächlich vier Faktoren, welche die Renditen antreiben. Einer davon ist die geldpolitische Wende in Japan. Die japanische Notenbank (BoJ) hat ihre Leitzinsen im März 2024 aufgrund der deutlich gestiegenen Inflation erstmals seit Jahren wieder in den positiven Bereich angehoben. Seither wurden die Zinsen schrittweise auf 1 % erhöht. In der Folge sind die Renditen 10-jähriger japanischer Staatsanleihen auf knapp 3 % gestiegen und befinden sich damit auf dem höchsten Stand seit rund 30 Jahren. Die steigenden Zinsen im Land der aufgehenden Sonne wirken wie ein globaler Liquiditätsstaubsauger. Der Grund: Höhere Zinsen verteuern die Finanzierung in Yen und verringern die Attraktivität sogenannter Carry Trades, bei denen Anleger günstige Yen-Kredite aufnehmen, um

1 Die Zinsen befinden sich im Steigflug

Renditeentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen aus Japan, den USA, Deutschland und der Schweiz



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office



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

Die stark gestiegenen Zinsen lassen die Aktienmärkte bislang scheinbar kalt. Das dürfte sich ändern. Höhere Zinsen führen über steigende Diskontierungssätze zu tieferen Aktienbewertungen. Zudem gewinnen Obligationen wieder an Attraktivität. Dies gilt insbesondere für die USA. 10-jährige Staatsanleihen rentieren derzeit mit 4.7% und damit rund einen halben Prozentpunkt höher als zu Jahresbeginn. Die Gewinnrendite von US-Aktien, also das inverse Kurs-Gewinn-Verhältnis, liegt aktuell bei 4.6%. Die Aktienrisikoprämie ist damit negativ. Amerikanische Investoren werden also derzeit für das zusätzliche Risiko von Aktien nicht entschädigt. Anders präsentiert sich die Ausgangslage für Schweizer Anlegerinnen und Anleger. Da sich die hiesigen Zinsen dem internationalen Aufwärtstrend bislang weitgehend entziehen konnten, bleiben Franken-Anleihen aus Renditeperspektive wenig attraktiv.



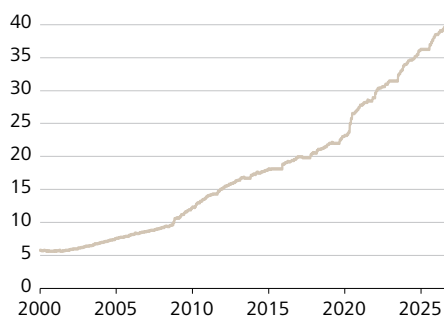
Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

in höher rentierende Anlagen einer anderen Währung zu investieren. Werden diese Positionen aufgelöst, fliesst Kapital zurück nach Japan, was weltweit zu höheren Renditen und restriktiveren Finanzierungsbedingungen führt.

Ein weiterer Treiber der steigenden Kapitalmarktzinsen ist die weltweit ungebremst wachsende Staatsverschuldung. Besonders ausgeprägt zeigt sich diese Entwicklung in den USA. Das Budgetdefizit dürfte sich dieses Jahr auf über 2 Billionen US-Dollar belaufen und wird grösstenteils durch die Emission neuer Staatsanleihen finanziert. Die gesamte US-Staatsverschuldung liegt inzwischen bei rund 40 Billionen US-Dollar und steigt weiter stark an ► **Darstellung 2**. Als Konsequenz auf das stetig wachsende Angebot an Staatsanleihen fordern Anleger – zu Recht – eine höhere Risikoprämie.

2 Der Schuldenberg wächst ungebremst

Entwicklung der US-Staatsschulden, in Billionen USD



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Zusätzlichen Druck auf die Kapitalmärkte erzeugt der Investitionsboom im Bereich Künstliche Intelligenz (KI). Der massive Ausbau von Rechenzentren und digitaler Infrastruktur führt zu einem enormen Finanzierungsbedarf. Die US-Hyperscaler

Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Oracle und der Halbleiterkonzern Nvidia haben allein in diesem Jahr bereits Anleihen im Wert von mehr als 225 Milliarden US-Dollar emittiert. Dieses stark steigende Angebot an Unternehmensanleihen konkurriert direkt mit Staatsanleihen um das verfügbare Kapital der Investoren und erhöht damit den Aufwärtsdruck auf die langfristigen Zinsen.

Hinzu kommt ein anhaltender struktureller Inflationsdruck. Die globale Aufrüstung, die Energiewende, der Aufbau von Rechenzentren sowie die zunehmende Deglobalisierung wirken preistreibend. Entsprechend bleibt der Spielraum der Notenbanken für deutliche Zinssenkungen begrenzt.

Die Ära des billigen Geldes gehört vorerst der Vergangenheit an. Steigende Staatsverschuldung, ein wachsender Kapitalbedarf, veränderte geopolitische Rahmenbedingungen und struktureller Inflationsdruck sprechen für ein dauerhaft höheres Zinsniveau. Die Auswirkungen werden in allen Anlageklassen spürbar sein: Einerseits belasten höhere Zinsen die Bewertungen von Aktien und Immobilien, andererseits gewinnen Obligationen als Anlagealternative wieder an Attraktivität. Dies gilt insbesondere für ausländische Investoren. Die Schweiz nimmt dabei eine Sonderrolle ein, da sie sich dem internationalen Zinssog bislang weitgehend entziehen konnte. Angesichts der engen Verflechtung der globalen Finanzmärkte sind jedoch auch hiesige Anlegerinnen und Anleger gut beraten, diese Entwicklungen im Blick zu behalten.

Obligationen

Hochzinsanleihen locken Investoren in der Regel mit hohen Renditen. Diese sind allerdings mit erhöhten Risiken verbunden. Zudem mahnen die historisch tiefen Risikoaufschläge zur Vorsicht.



Schon gewusst?

Der Wallstreet-Banker Michael Milken arbeitete zwischen 1969 und 1989 für die US-Investmentbank Drexel Harriman Ripley (später: Drexel Burnham Lambert) und gilt als «König der Junk Bonds». Seine Geschäfte beruhten auf der Beobachtung, dass die Ausfallquoten in diesem Anlagesegment deutlich kleiner waren, als bis zu jenem Zeitpunkt angenommen worden war. Diese Erkenntnis machte er anderen Investoren schmackhaft und schuf so den heutigen Markt für Hochzinsanleihen. Anfang der 1990er-Jahre wurde Michael Milken wegen Insiderhandels der Prozess gemacht. Fortan durfte der «Ramschanleihen-König» seinen Beruf nicht mehr ausüben. Am 18. Februar 2020 wurde er allerdings von Präsident Donald Trump begnadigt.

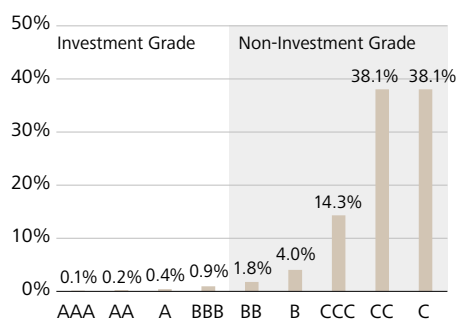
Trotz des jüngsten Zinsanstiegs werfen schweizerische Bundesobligationen je nach Laufzeit gerade mal eine Rendite zwischen -0.1% und 0.6% ab. Das macht sie – ebenso wie das Halten von Liquidität – aus Ertragsoptik für Anlegerinnen und Anleger wenig attraktiv. Unter Berücksichtigung der Inflation resultiert vielfach sogar ein Vermögensverlust. Entsprechend sind im Anleihesegment Alternativen gefragt.

Als eine solche rücken beispielsweise Hochzinsanleihen, also Schuldpapiere von bonitätsschwächeren Emittenten, in den Fokus der Investoren. Deren Verzinsung liegt aktuell bei rund 6% im Euroraum und etwas mehr als 7% im US-Markt. Die höheren Renditen gibt es allerdings nicht umsonst. Zwar ist der Markt für Hochzinsanleihen seit der Finanzkrise robuster geworden. Nichtsdestotrotz ist er im Vergleich zu Investment-Grade-Papieren (IG) nach wie vor mit höheren Risiken verbunden. Im langjährigen Durchschnitt entfiel laut der Ratingagentur S&P Global die Mehrheit der weltweiten Zahlungsausfälle auf Emittenten mit einem Non-IG-Rating ► **Darstellung 3**.

3 Im Non-Investment-Grade-Bereich ...

... bestehen erhöhte Ausfallrisiken

Weltweite 1-Jahres-Durchschnitts-Default-Raten je Ratingkategorie im Zeitraum 1973 bis 2025



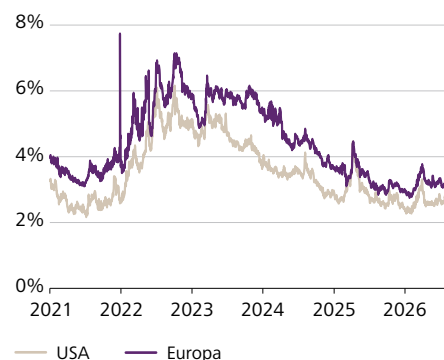
Quellen: S&P Global, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Darüber hinaus bewegen sich in Europa und den USA die Risikoprämien, sprich der Renditeaufschlag von Hochzinsanleihen gegenüber sicheren Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit, nahe ihrer mehrjährigen Tiefststände ► **Darstellung 4**. Mit anderen Worten: Wer in dieses Segment investiert, erhält für die zusätzlichen Risiken nur wenig Entschädigung. Das macht die Anlageklasse aus Bewertungssicht teuer.

4 Keine adäquate Entschädigung ...

... für die zusätzlichen Risiken

Entwicklung der Risikoaufschläge für Hochzinsanleihen in den USA und in Europa



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die tiefen Risikoprämien sind gleich doppelt problematisch. Denn eine nachlassende Konjunkturdynamik bedeutet zwar grundsätzlich für alle Unternehmen Gegenwind. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt jedoch, dass besonders jene Unternehmen betroffen sind, die bereits zuvor finanziell angeschlagen waren. Die anhaltenden geopolitischen Spannungen dürften deshalb über kurz oder lang zu einer Erhöhung der Risikoaufschläge führen. Wer in diesem Umfeld Hochzinsanleihen im Portfolio hält, muss mit entsprechenden Kursverlusten rechnen. Wir bleiben daher bei dieser Anlageklasse taktisch stark untergewichtet.

Aktien

Aktien bleiben der Renditetreiber im Portfolio. Während die Schwankungen und Bewertungen der US-Technologiewerte gestiegen sind, ist der Schweizer Markt relativ günstig.



Schon gewusst?

Bald ist es so weit: Die Aktien des Dermatologiekonzerns Galderma und des Generikaherstellers Sandoz werden in den Swiss Market Index aufgenommen. Platz machen müssen die Valoren des Telekommunikationskonzerns Swisscom und des Logistikers Kühne + Nagel. Seine defensiven Charakteristika wird der Schweizer Leitindex damit ausbauen. Für Investorinnen und Investoren bedeutet die Anpassung aber auch eine stärkere Gewichtung des Gesundheitssektors und damit eine Reduktion des Diversifikationseffekts. Angepasst wird der SMI am Freitag, 18. September, nach Börsenschluss. Die Änderungen sind somit ab Montag, 21. September, in Kraft.

Die Berichtssaison zum ersten Halbjahr ist vorüber, und sie ist grundsätzlich gut ausgefallen. Die meisten Börsenindizes notieren aktuell höher als Mitte Jahr. Der Schweizer Aktienmarkt kletterte im August einmal mehr auf einen Rekordstand. Auch in den USA ist die Stimmung gut. Zwei Drittel der Unternehmen haben anlässlich der Halbjahreszahlen beim Umsatz positiv überrascht, beim Gewinn taten dies fast 90 %. Dass die Luft dort aber etwas dünner werden könnte, zeigt sich an den Technologiewerten. Obwohl auch diese in der Summe deutlich bessere Ergebnisse rapportierten als erwartet, notiert etwa der Nasdaq 100 Index unter seinem Stand von Ende Juni, weil Investorinnen und Investoren mit Gewinnmitnahmen reagierten.

5 Optimistische Investoren

Die Schwankungen des Gesamtmarktes sind niedrig

Entwicklung des Volatilitätsindex VIX



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Auffallend ist auch die niedrige Volatilität an den Aktienmärkten. So notierte der VIX Index, der die Schwankungsbreite des S&P 500 misst, im August zeitweise auf dem niedrigsten Niveau seit Anfang Jahr ► **Darstellung 5**. Aber der Schein trügt, denn die Schwankungen im Halbleitersektor, der lange als Performancetreiber agierte, haben stark zugenommen. Wie stark, zeigt sich am Philadelphia Semiconductor

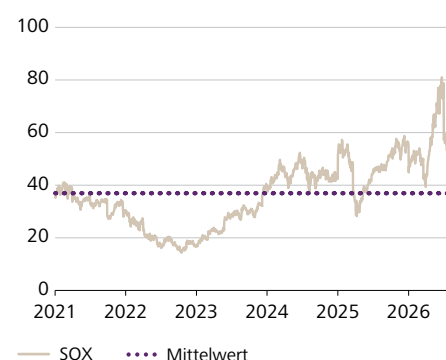
Index (SOX). Verbuchte dieses Barometer für die Halbleiterbranche 2025 drei Mal einen Tages-Kurssprung von mehr als 5 %, verteuerte es sich dieses Jahr bereits an 13 Handelstagen um mehr als 5 %. Die Taucher halten sich indes die Waage. Sowohl im vergangenen als auch im laufenden Jahr hat der Halbleiterindex an sieben Tagen einen Kursrutsch von mehr als 5 % verbucht.

Diese Schwankungen haben nichts mit dem Geschäftsverlauf zu tun, sondern liegen vielmehr an den hohen Erwartungen des Marktes, welche die Bewertungen hochgetrieben haben ► **Darstellung 6**. So handelt der Halbleiterindex aktuell mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 55, was deutlich über dem langfristigen Durchschnitt von 37, aber klar unter dem Juni-Höchst von 80 liegt. Zum Vergleich: Der Swiss Market Index (SMI) ist mit einem KGV von 20 bewertet.

6 Trotz Kurskorrekturen ...

... sind Halbleiteraktien teuer

Entwicklung des KGV des Philadelphia Semiconductor Index (SOX)



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

♟ Alternative Anlagen

Der Goldpreis hat sich von seinen diesjährigen Tiefständen erholt. Von neuen Rekorden ist das Edelmetall aber noch weit entfernt. Kupfer kostet aufgrund des KI-Booms so viel wie noch nie.



Was bedeutet eigentlich?

Dr. Copper

Dr. Copper ist in der Finanzbranche ein Spitzname für Kupfer. Weil es hauptsächlich in der industriellen Produktion verwendet wird, spricht eine hohe Nachfrage – und damit ein hoher Preis – für eine gesunde Weltwirtschaft. Der Kupferpreis fungiert somit als Hinweisgeber bezüglich der Befindlichkeit der Weltwirtschaft – so wie ein Arzt beim Menschen den Gesundheitszustand diagnostiziert. Kupfer gilt somit als einziger Rohstoff mit einem Dokortitel. Eine gewisse Vorsicht ist dennoch geboten, denn der Kupferpreis kann auch durch Spekulationen, Streiks und Lieferengpässe verzerrt sein. Als Zweitmeinung bezüglich der konjunkturellen Verfassung taugt er aber allemal.

Wie stark sich antizyklisches Investieren lohnt, zeigte sich im August am Goldpreis. Dieser löste sich von seinen Juli-Tiefständen um 4'000 US-Dollar pro Unze und kletterte auf über 4'600 Dollar ▶ **Darstellung 7**. Geholfen haben dabei die Zins- und die Inflationserwartungen. Aufgrund der jüngsten Teuerungsdaten und der schwächeren Detailhandelsumsätze ist die Wahrscheinlichkeit für steigende Leitzinsen in den USA gesunken. Das heisst, das Halten von Gold wird günstiger, was die Attraktivität des gelben Edelmetalls erhöht.

7 Gold erholt sich im August

Viele Faktoren sprechen für ein Übergewicht

Entwicklung des Goldpreises, in USD/Unze



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Auch die Eigenschaft als sicherer Hafen rückt aufgrund der geopolitisch anhaltenden Unsicherheiten sowie der zunehmend verfahrenen Situation im Nahen Osten wieder in den Fokus. Für eine konstant höhere Nachfrage sorgen die Käufe der Zentralbanken. Diese werden unabhängig vom aktuellen Preis getätigt, weil die Währungshüter die Strategie verfolgen, ihre Abhängigkeit vom US-Dollar zu reduzieren. Gleichzeitig wurde in den vergangenen Monaten bekannt, dass China die Kursschwäche explizit genutzt hat, um seine Goldreserven rascher aufzustocken.

Auch aus Portfoliosicht bleibt Gold interessant. Dank der niedrigen Korrelation mit anderen Vermögensklassen verbessert die Beimischung des Edelmetalls das Risiko-Rendite-Profil eines Portfolios. Aus diesen Gründen halten wir an unserem Übergewicht fest.

Gefragt war jüngst auch Kupfer. Der Preis kletterte auf ein Rekordhoch ▶ **Darstellung 8**. Das hat mehrere Gründe. Das rot-braune Metall ist ein generell wichtiges Industriemetall, spielt bei der Energiewende eine bedeutende Rolle und gilt als zentraler Bestandteil beim Bau von Rechenzentren. Die Verwendung reicht dabei von der Einspeisung der Energie über die Stromverteilung, die Kühlung der Infrastruktur bis zur Verkabelung der einzelnen Server. Aber auch auf den Halbleiterchips selbst wird viel Kupfer verbaut. In einem KI-Rechenzentrum eines Hyperscalers sollen bis zu 50'000 Tonnen Kupfer verbaut werden. Damit kommt zur bestehenden Nachfrage eine zusätzliche Komponente dazu. **Dr. Copper** dürfte also teuer bleiben.

8 Der Kupferpreis klettert auf ein Rekordhoch

KI ist ein zusätzlicher Nachfragetreiber

Entwicklung des Kupferpreises, in USD/Tonne



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Währungen

Trotz des unsicheren Marktumfeldes neigt der Schweizer Franken dieses Jahr zur Schwäche. Hauptgrund dafür sind die Inflationsentwicklung und der damit verbundene Zinsnachteil gegenüber dem Ausland.



Schon gewusst?

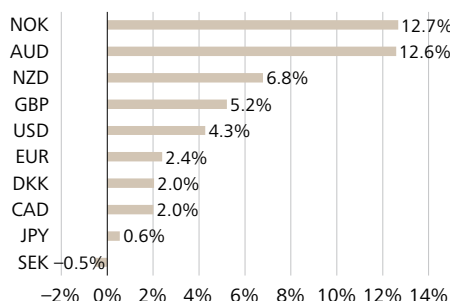
In puncto Stabilität, Inflationsresistenz und Krisenfestigkeit kann kaum eine Währung dem Schweizer Franken das Wasser reichen. Zieht man allerdings den nominellen Wechselkurs als Beurteilungskriterium heran, so erntet der kuwaitische Dinar (KWD) die Lorbeeren als stärkste Währung der Welt. Das am Persischen Golf gelegene Emirat bezieht über 80 % seiner Einnahmen aus der Erdölindustrie, was zu hohen Devisenüberschüssen führt. Zugleich bewegt sich die Inflation im Vergleich zu zahlreichen westlichen Ländern auf sehr tiefem Niveau. Zur Stärke der 1960 eingeführten Landeswährung trägt darüber hinaus der Umstand bei, dass die Zentralbank den Wechselkurs über einen gewichteten Währungskorb steuert. Das federt spekulative Schwankungen ab und hält den Wert des Dinars gegenüber Leitwährungen wie dem US-Dollar hoch.

Stark, stärker, Schweizer Franken. So heisst es normalerweise an den Devisenmärkten. Aktuell trifft dieser Leitspruch allerdings nicht zu. Und das, obwohl die lange Liste geopolitischer Risiken (Nahost-Konflikt, US-Zollpolitik, Ukraine-Krieg) die Nachfrage nach der helvetischen Währung als sicherer Kapitalhafen eigentlich ankurbeln sollte. Das Gegenteil ist der Fall: Seit Jahresanfang haben, abgesehen von der schwedischen Krone, sämtliche G10-Währungen gegenüber dem Franken an Wert zugelegt ► **Darstellung 9**.

9 Der Schweizer Franken ...

... schwächtelt im laufenden Jahr auf breiter Front

Entwicklung der G10-Währungen zum CHF seit Jahresbeginn



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Grund für dieses ungewohnte Bild ist die geringe Risikoaversion vieler Anlegerinnen und Anleger. So bewegen sich die Börsen trotz der seit Frühjahr anhaltenden Spannungen in der Golfregion auf oder nahe Rekordständen. Entsprechend wenig gefragt sind die «safe haven»-Eigenschaften des Frankens. Zugleich betont die Schweizerische Nationalbank (SNB) gebetsmühlenartig ihre Bereitschaft, mittels Devisenmarktinterventionen einer allfälligen Aufwertung der Heimwährung konsequent entgegenzutreten.

Zusätzlichen Gegenwind beschert dem Schweizer Franken das Zinsgefälle gegenüber dem Ausland. So bewegt sich die Inflation hierzulande trotz der kriegsbedingt höheren Energiepreise auf sehr tiefem Niveau. Die SNB verortet gar Deflationsrisiken, weswegen sie an ihrer Nullzinspolitik festhält. In vielen anderen Ländern dagegen liegen die Teuerungsraten über den Zielwerten der Notenbanken. Entsprechend steht für diese, anders als noch zu Jahresanfang, eine Senkung ihrer Leitzinsen nicht mehr zur Debatte. Mit Blick auf die Europäische Zentralbank (EZB) und die US-Notenbank Fed gehen die Marktteilnehmer sogar davon aus, dass sie ihre Zinsen auf absehbare Zeit nochmals anheben werden.

Nichtsdestotrotz gilt der Schweizer Franken aufgrund seiner strukturellen Attraktivität nach wie vor als eine der, wenn nicht die härteste Währung der Welt. Das unterstreicht etwa die langfristige Entwicklung zum Euro. Dieser markierte im August mit 94 Rappen zwar den höchsten Stand seit knapp einem Jahr, bewegt sich aber dessen ungeachtet satte 40 % unter seinem Wert zu Beginn des Jahrtausends ► **Darstellung 10**.

10 Währungsprimus

Der Schweizer Franken ist und bleibt das Mass aller Dinge

Wechselkursentwicklung EUR/CHF

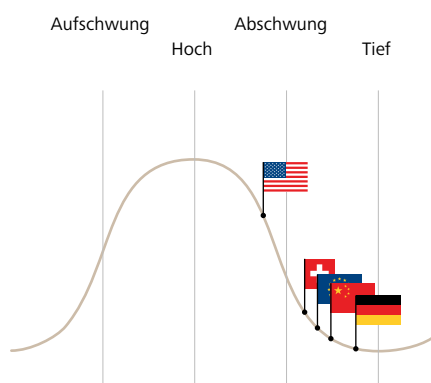


Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Ein Blick nach vorne

Eine Lösung des Nahost-Konfliktes ist nicht in Sicht. Trotz der nach wie vor erhöhten Energiepreise hält sich der Schaden für die Weltwirtschaft bisher in Grenzen.

Konjunktur

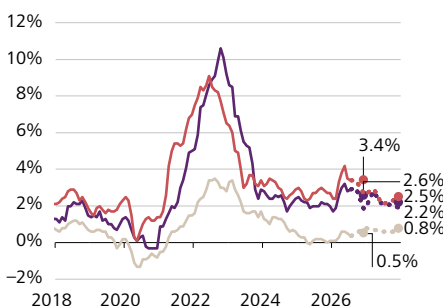


- Die schwächelnde Auslandsnachfrage bremst die **Schweizer** Exportindustrie. Zudem bewegt sich die Konsumentenstimmung, trotz der jüngsten Erholungstendenzen, nach wie vor klar im negativen Bereich. Dank der geringen Energieintensität der hiesigen Wirtschaft entwickelt sich diese trotzdem robust. Wir erwarten für das laufende Jahr eine Expansion des Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 0.8 %.
- Die Wirtschaft in der **Eurozone** hat im zweiten Quartal eine gewisse Resilienz gegenüber den Folgen des Iran-Krieges bewiesen und ist um 0.4 % gewachsen. Je länger die Energiepreise jedoch erhöht bleiben, desto stärker werden sie den Konjunkturverlauf beeinträchtigen. Entsprechend gehen wir für dieses Jahr von einem unterdurchschnittlichen Wachstum von 0.6 % aus.
- Der Arbeitsmarkt in den **USA** hat sich abgekühlt. Zugleich legen die Verbraucher wegen der zähen Inflation eine gewisse Zurückhaltung an den Tag. Positiv wirken sich auf die US-Konjunktur dagegen die immensen Investitionen in Rechenzentren und KI-Infrastruktur aus. Für 2026 prognostizieren wir ein BIP-Wachstum von 2.1 %.

Inflation

Grosse Unterschiede...
... bei der Inflation

Inflation und Prognosen



— Schweiz — Eurozone — USA
 Konsensprognose
 • Prognose Raiffeisen Schweiz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

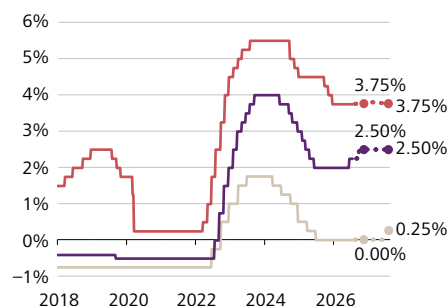
- Die Teuerung in der **Schweiz** ist im Juli von 0.5 % auf 0.4 % zurückgegangen. Grund dafür waren die rückläufigen Energiepreise. Für das Gesamtjahr gehen wir von einer Teuerungsrate von 0.5 % aus.
- Im **Euroraum** haben sich die Konsumentenpreise im vergangenen Monat um 2.9 % verteuert. Preistreibend hat sich unter anderem das Auslaufen des Tankrabatts in Deutschland ausgewirkt. Wir rechnen mit keinem baldigen Ende der Nahostkrise und prognostizieren deshalb für 2026 eine Inflationsrate von 2.6 %.
- Die kriegsbedingt höheren Ölpreise haben zuletzt in den **USA** nicht mehr so stark inflationär gewirkt. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Prognose für die Jahresteuierung auf 3.4 % zurückgenommen.

Geldpolitik

Kommendes Jahr dürfte die SNB...

... erstmals seit 2023 die Zinsen wieder anheben

Leitzinsen und Prognosen



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

*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die sich robust entwickelnde Konjunktur dürfte die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** nächstes Jahr dazu veranlassen, ihre expansive Geldpolitik etwas zurückzufahren. Wir prognostizieren auf 12-Monats-Sicht eine Zinserhöhung um 0.25 %.
- Mit der neuerlichen Eskalation im Nahen Osten steigt der Druck auf die **Europäische Zentralbank (EZB)**, die über dem 2 %-Ziel liegende Inflation einzudämmen. Wir rechnen im September mit einer Zinserhöhung im Umfang von 25 Basispunkten.
- Vor dem Hintergrund der neuerlichen Ölpreisanstiege herrscht innerhalb der **US-Notenbank Fed** zunehmend Uneinigkeit über den weiteren geldpolitischen Kurs. Angesichts der abflauenden Konjunkturdynamik und der bevorstehenden Midterm-Wahlen dürfte sie ihren Leitzins aber in diesem Jahr unverändert lassen.

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, St. Gallen, bei den Raiffeisenbanken (nachfolgend gemeinsam bezeichnet als «Raiffeisen») 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 unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten und Inhalte zu gewährleisten. Sie übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument veröffentlichten Informationen und haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung und Verwendung dieses Dokumentes oder dessen Inhalt verursacht werden. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen sind diejenigen von Raiffeisen zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Raiffeisen 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 weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt und/oder weitergegeben werden.