

Februar 2025

Anlageguide



Deutschland in der Krise

Wann kommt die Wende?

Unsere Sicht auf die Märkte

In dieser Ausgabe zu lesen

3 Fokusthema

Deutschland in der Krise – wann kommt die Wende?

5 Unsere Einschätzungen

- Obligationen
- Aktien
- Alternative Anlagen
- Währungen

9 Unsere Prognosen

- Konjunktur
- Inflation
- Geldpolitik

Börsenstart geglückt: Die Aktienmärkte sind gut ins neue Jahr gestartet. Insbesondere Schweizer Aktien waren gefragt. Der Swiss Performance Index (SPI) konnte bereits über 8% an Wert zulegen. Auch die Rally beim Gold setzte sich zum Jahresauftakt fort: Das Edelmetall notierte im Januar rund 6% höher. Für Verunsicherung im Technologiesektor sorgte jedoch DeepSeek, ein neues chinesisches KI-Sprachmodell.

Trump wirbelt: Seit dem 20. Januar schwingt Donald Trump wieder das Zepter im Weissen Haus. In den ersten Tagen im Amt hat der neue Präsident bereits Dutzende von «Executive Orders» unterschrieben und macht bei der Umsetzung seiner Wahlversprechen Druck. Auch erste neue Zölle wurden angekündigt: Per Anfang Februar sollen Güter aus Kanada und Mexiko mit einem Importzoll von 25% belegt werden. Für Volatilität dürfte gesorgt sein.

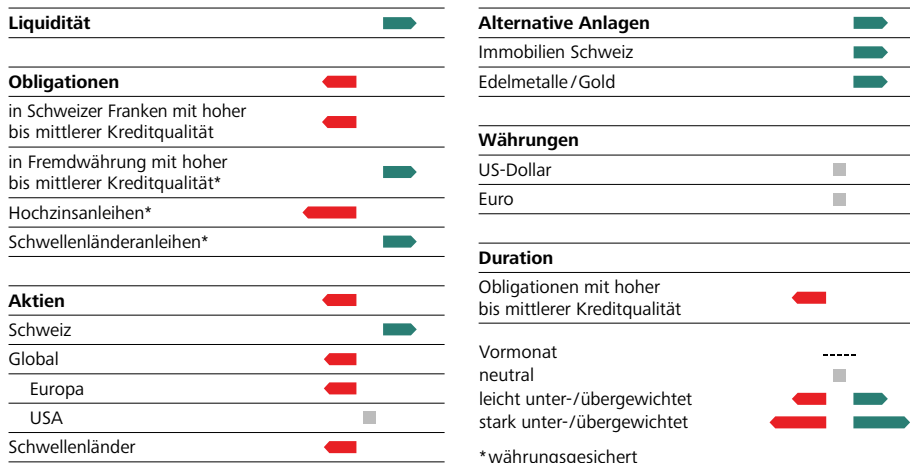
Wirtschaft ohne Schwung: Die im Januar veröffentlichten Einkaufsmanagerindizes (PMI) zeigen ein wenig dynamisches Bild. In den USA und in China sind die konjunkturellen Vorlaufindikatoren gegenüber

dem Vormonat leicht gesunken, während in der Eurozone eine minime Verbesserung zu verzeichnen war. Die Daten bestätigen unsere Prognose: Wir rechnen 2025 mit einem positiven Wachstum der Weltwirtschaft, das aber unter dem langfristigen Potenzial liegt.

Gewinnsaison läuft: Derzeit publizieren die Unternehmen ihre Jahresabschlüsse. Dabei blieben grössere Überraschungen bislang aus und die Zahlen liegen im Rahmen der Erwartungen. Im Hinblick auf die weiteren Aussichten bleiben viele Firmen vage – zu gross ist derzeit die Unsicherheit bezüglich dem weiteren Konjunkturverlauf und der (geo-)politischen Entwicklungen.

Anlagetaktik bestätigt: Wir bleiben anlagetaktisch leicht defensiv positioniert. Übergewichtet sind wir bei Gold, Schweizer Immobilienfonds sowie Schweizer Aktien. Letzteren geben wir gegenüber den zyklischeren Aktienmärkten aus den Schwellenländern und Europa den Vorzug. Europa leidet derzeit unter Deutschlands Konjunkturschwäche. Den Ursachen gehen wir im Fokustext dieser Ausgabe auf den Grund.

Unsere Positionierung



Deutschland in der Krise

Wann kommt die Wende?

Das Wichtigste in Kürze

Die deutsche Wirtschaft ist das zweite Jahr in Folge geschrumpft. Strukturelle und demografische Probleme, hohe Energiepreise sowie eine wenig wirtschaftsfreundliche Politik lassen keine rasche Trendwende erwarten. Daran dürften auch die Bundestagswahlen am 23. Februar 2025 wenig ändern. Deutschland ist von der Wachstumslokomotive zum Bremsklotz Europas geworden. Dies wirkt sich ebenfalls auf die Schweiz aus. Mit einem Anteil von 16 % an den Gesamtexporten ist Deutschland hinter den USA unser zweitwichtigster Handelspartner. Die Industrierezession hinterlässt auch an den Aktienmärkten ihre Spuren. Insbesondere zyklische Aktien aus den Bereichen Automobil, Chemie und Industrie tun sich derzeit an der Börse schwer.

Es ist paradox: Der deutsche Aktienindex DAX notiert auf einem Allzeithoch, während die Wirtschaft unseres nördlichen Nachbarn 2024 das zweite Jahr in Folge geschrumpft ist. Die Rezession scheint die Börse kalt zu lassen. Ein etwas detaillierter Blick auf die Kursentwicklung der einzelnen Aktien zeigt allerdings ein differenziertes Bild. Haupttreiber im DAX war der Technologiekonzern SAP, der im Sog der KI-Revolution im vergangenen Jahr 71.5 % zulegen konnte. Aufgrund seines hohen Indexgewichts von rund 15 % trug er allein über 10 Prozentpunkte zur Gesamtleistung bei. Oder anders ausgedrückt: Mehr als die Hälfte der letztjährigen Indexleistung von 18.9 % geht auf das Konto von SAP. Auch der Rüstungskonzern Rheinmetall (+116 %) und der Flugzeugturbinenhersteller MTU Aero Engines (+66 %) waren Börsen-Highflyer und indirekte Profiteure des Ukraine-Krieges sowie der infolgedessen massiv erhöhten Rüstungsausgaben. Diese Aktien waren von der Konjunkturschwäche nur am Rande betroffen.

Dass die schwache Wirtschaftslage in Deutschland aber nicht spurlos an den Unternehmen vorbeigeht, zeigt der Blick auf die mittelgrossen und kleinkapitalisierten Unternehmen. So liegen sowohl der MDAX (Mid Caps) als auch der SDAX (Small Caps) seit 2021 deutlich im Minus ▶ **Darstellung 1**. Die Industrierezession betrifft in erster Linie die zyklischen Unternehmen, die in diesen Aktiensegmenten überproportional stark vertreten sind. Auf die Grösse allein kommt es allerdings nicht an. So verzeichneten die Aktien sämtlicher deutscher Automobilkonzerne Wertebussen und auch die Chemieunternehmen Bayer und BASF mussten 2024 Federn lassen.

Die Gründe für die wirtschaftliche Krise in Deutschland sind vielfältig. Dazu gehört die Energiepolitik mit dem abrupten Atomausstieg. Unglücklich war, dass dieser fast zeitgleich mit dem Ausbruch des Ukraine-

1 Die kleinen und mittelgrossen Unternehmen ...

... leiden besonders unter der Konjunkturschwäche

Kursentwicklung des DAX (Large Caps), des MDAX (Mid Caps) und des SDAX (Small Caps), in Euro und indiziert



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Krieges zusammenfiel. Die erzwungene Substitution von russischem Erdöl und Erdgas liess die Energiepreise explodieren. Entsprechend liegen diese weit über jenen der USA oder anderer Industrienationen. So betrug 2024 der durchschnittliche Strompreis für private Haushalte in Deutschland 39.5 Eurocent pro Kilowattstunde (kWh). Im Vergleich dazu kostete Strom im EU-Durchschnitt etwa 28.9 Cent und in den USA gar nur rund 16 Eurocent pro kWh ▶ **Darstellung 2**. Als Konsequenz davon haben energieintensive Industrien (Stahl, Chemie, Automobil) mit hohen Produktionskosten zu kämpfen und entsprechend an Wettbewerbsfähigkeit eingebüsst.

Hinzu kommen strukturelle Probleme wie eine alternde Bevölkerung, Fachkräftemangel sowie eine zögerliche Digitalisierung, welche die Innovationsfähigkeit und Produktivität limitiert. Viele Unternehmen beklagen sich zudem über die laufend zunehmende Bürokratie und die «wirtschaftsfeindliche» Regulierung.

Auch die – vom Grundsatz her zwar sinnvolle – Schuldenbremse hindert Deutschland daran, der lahmen Wirtschaft fiskalpolitisch unter die Arme zu greifen.



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

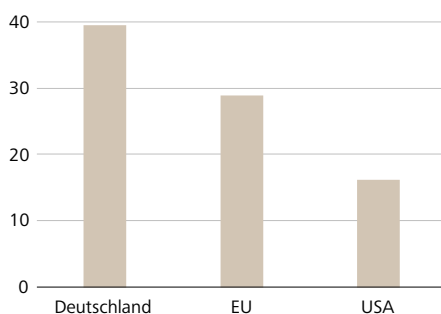
Die Börse ist nur bedingt ein Abbild der Realwirtschaft. Dies zeigt sich derzeit eindrücklich in Deutschland. Während die Wirtschaft in einer Rezession steckt, notiert der DAX auf einem Allzeithoch. Getrieben wird der Aktienmarkt derzeit nur von einer Handvoll Titel, wie beispielsweise dem Indexschwergewicht SAP oder dem Rüstungskonzern Rheinmetall. Die Marktbreite ist entsprechend eng, weshalb sich der DAX auf dünnem Eis bewegt. Damit die Börsen weiteren Schwung erhalten, braucht es eine Erholung im Industriesektor. Eine solche zeichnet sich derzeit noch nicht ab. Im aktuellen Umfeld favorisieren wir daher Aktien von qualitativ hochstehenden, wenig konjunktursensitiven und dividendenstarken Unternehmen. Solche sind insbesondere im Schweizer Aktienmarkt stark vertreten. Aus diesem Grund sind wir anlagetaktisch beim Heimmarkt Übergewichtet.



Matthias Geissbühler
CIO Raiffeisen Schweiz

2 Die hohen Energie- und Strompreise sind eine Belastung für die deutsche Industrie

Durchschnittliche Strompreise im Jahr 2024 in Deutschland, der EU und den USA, in Eurocent pro kWh



Quellen: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten könnten zusätzliche staatliche Investitionen beispielsweise in die marode Infrastruktur einen positiven Wachstumseffekt auslösen. Die seit 2011 verbindliche und im Grundgesetz verankerte Regelung limitiert die zusätzliche Neuverschuldung allerdings auf maximal 0.35 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Entsprechend sind der Regierung die Hände gebunden. Dabei ist es primär die Fiskalpolitik, die derzeit die frappanten regionalen Wachstumsunterschiede erklärt. Das starke Wachstum der USA ist zu einem wesentlichen Teil auf staatliche Investitionen und den Staatskonsum zurückzuführen. Dies lässt sich am enorm hohen Budgetdefizit in den USA von über 6 % des BIP ablesen.

Die Frage ist, wie Deutschland aus dieser Misere wieder herauskommt. Hoffnungen liegen derzeit auf den Bundestagswahlen vom 23. Februar 2025. Allerdings werden diese wohl keine politische Trendwende bringen. Gemäss aktuellen Meinungs-

fragen läuft es derzeit auf eine Koalition aus CDU, SPD und den Grünen hinaus. In dieser Konstellation wird man sich kaum auf eine wirtschaftsfreundliche Agenda à la «Make Germany Great Again» einigen können und dringend benötigte Struktur-reformen sowie ein Bürokratieabbau dürften weiterhin auf die lange Bank geschoben werden. Zu erwarten ist allerdings, dass die neue Regierung versuchen wird, die Schuldenbremse aufzuweichen. Dies könnte zumindest kurzfristig einen moderaten fiskalpolitischen Stimulus mit sich bringen.

Unterstützung dürfte im laufenden Jahr von der Europäischen Zentralbank (EZB) kommen. Wir rechnen mit deutlichen Zinssenkungen in der Grössenordnung von insgesamt noch 125 Basispunkten. Eine lockerere Geldpolitik führt zu sinkenden Finanzierungskosten und dürfte der Industrie und dem Bausektor auf die Sprünge helfen. Auch für die Schweiz wäre eine Erholung der deutschen Wirtschaft sehr förderlich. Denn nach den USA ist unser nördlicher Nachbar der zweitwichtigste Handelspartner. Rund 16 % der Exporte gehen nach Deutschland und bei vielen Schweizer KMU ist der Anteil noch wesentlich höher.

Derzeit fehlen klare Anzeichen für eine wirtschaftliche Erholung in Deutschland und Europa. Zwar hat das Sprichwort «Wenn die Nacht am dunkelsten ist, ist die Dämmerung am nächsten» viel Wahres. Auf dem Prinzip Hoffnung lässt sich aber keine Anlagepolitik machen. Bis die konjunkturellen Vorlaufindikatoren nachhaltig nach oben drehen, bleiben wir deshalb bei zyklischen Aktien zurückhaltend.

Obligationen

Schweizer Staatsanleihen stehen für Sicherheit, US-Treasuries versprechen eine höhere Rendite. Dies bedeutet aber auch, dass die Schuldzinsen der USA in den kommenden Jahren steigen werden.

Was bedeutet eigentlich?

Fälligkeitsstruktur

Die Fälligkeitsstruktur gibt an, wann ein Kreditnehmer mit einem auslaufenden Kredit konfrontiert ist und sich um dessen Refinanzierung kümmern muss. Dabei sind verschiedene Aspekte zu berücksichtigen. In einem normalen Zinsumfeld ist es günstiger, sich kurzfristig zu verschulden, da längere Kredite teurer sind. Diese bieten allerdings eine längerfristige Planbarkeit. Grundsätzlich empfiehlt sich eine Staffelung aus kurz, mittel und länger laufenden Obligationen. Je nach Marktumfeld ergeben sich allerdings auch Opportunitäten. So haben viele Unternehmen und Hypothekenschuldner das Niedrigzinsumfeld bis 2022 genutzt, um sich günstig zu refinanzieren. Falls sie dabei auf eine Staffelung verzichtet haben, sind sie am Laufzeitende mit einem erhöhten Refinanzierungsrisiko konfrontiert.

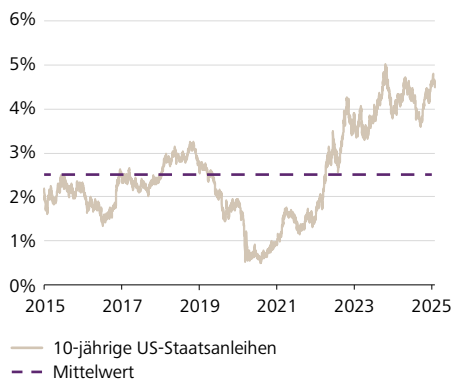
Lohnt es sich auf dem aktuellen Zinsniveau noch, in Obligationen zu investieren? Die Gretchenfrage geht seit längerem unter Anlegern um. Die Antwort lautet: Es kommt darauf an. Aus Schweizer Sicht scheinen die Zinsen wenig interessant. Wer sein Geld für zehn Jahre in heimische Staatsanleihen investiert, erhält dafür pro Jahr gerade mal 0.4 %. Nach Abzug der Inflation bleibt ein realer Kaufkraftverlust. Gleichzeitig spiegeln die aktuellen Renditen hierzulande den Preis der Sicherheit. Politisch, wirtschaftlich und währungsseitig untermauert die Schweiz in der aktuellen Marktphase ihren Status als sicherer Hafen für Anleger.

Anders präsentiert sich die Lage in den USA. Dort befindet sich die Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen mit 4.6 % deutlich über dem Schnitt der vergangenen 10 Jahre von 2.5 % **► Darstellung 3**. Für Anleger bedeutet dies, dass sie sich eine im historischen Vergleich erhöhte Rendite sichern können. Daran dürfte sich so schnell auch nichts ändern, denn die Wahrscheinlichkeit sinkender Zinsen hat in den vergangenen Monaten abgenommen. Weil

3 Erhöhtes Zinsniveau

Die Renditen liegen deutlich über dem langfristigen Durchschnitt

Entwicklung der Zinsen von 10-jährigen US-Staatsanleihen und ihr Mittelwert



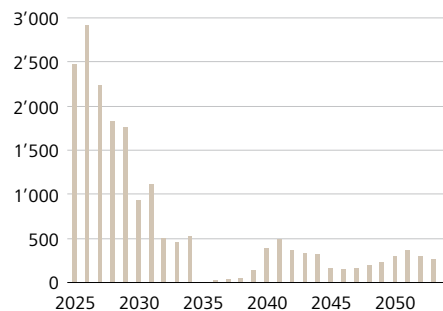
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

die Wirtschaft floriert und die Teuerungsobergrenze von 2 % nach dem jüngsten Inflationsanstieg von 2.7 % auf 2.9 % derzeit ausser Griffweite scheint, wird die US-Notenbank Fed mit weiteren Zinssenkungen zögern.

4 US-Refinanzierungskosten steigen, ...

... weil ein grosser Teil der Staatsanleihen erneuert werden muss

Fälligkeiten von US-Staatsanleihen, in Milliarden USD



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die Kehrseite dieser Situation zeigt sich in der Finanzierung. Diese bleibt verhältnismässig teuer, was private Haushalte, Unternehmen und auch der Staat zu spüren bekommen. Die **Fälligkeitsstruktur** von US-Staatsanleihen zeigt denn auch das Problem der neuen Regierung. In den kommenden drei Jahren werden rund 40 % aller ausstehenden Schulden fällig und müssen erneuert werden **► Darstellung 4**. Weil der durchschnittliche Zinssatz der ausstehenden US-Staatsanleihen mit 3.2 % klar unterhalb der gesamten aktuellen Zinskurve liegt, werden die Finanzierungskosten ansteigen.

Hinzu kommt eine weiter wachsende Verschuldung, aufgrund derer die von Investoren geforderte Risikoprämie ebenfalls zunehmen dürfte. Entspannung ist derzeit nicht in Sicht, weshalb aus Anlegersicht keine Eile besteht, sich die hohen US-Renditen zu sichern.

Aktien

Die Gewinnsaison läuft auf Hochtouren. Bislang fallen die Jahresabschlüsse im Rahmen der Erwartungen aus. Die Gewinnschätzungen für 2025 sind derweil ambitioniert.

Was bedeutet eigentlich?

Gewinnschätzungen

Mit der Berichtssaison der Unternehmen bricht die Stunde der Analysten an. Sie schauen dabei nicht nur auf die Finanzkennzahlen zum abgelaufenen Quartal oder Jahr. Vielfach ist ihnen der Ausblick der Unternehmen auf das künftige Geschäft wichtiger. Schliesslich wird an der Börse nicht die Vergangenheit, sondern die Zukunft gehandelt. Basierend auf diesen Informationen passen die Analysten ihre Gewinnschätzungen für die kommende Periode an. Dabei werden die einzelnen Aspekte von den verschiedenen Analysten unterschiedlich gewichtet. Entsprechend können die Schätzungen weit auseinandergehen. Daher bieten viele Nachrichtenagenturen Konsenswerte für Einzeltitel wie auch Indizes an.

Die Aktienmärkte sind schwungvoll ins neue Jahr gestartet. Der Technologiesektor wurde allerdings von einem neuen chinesischen Anbieter Künstlicher Intelligenz durchgeschüttelt. Der amerikanische S&P 500 Index und der EURO STOXX 50 Index verbuchten im Januar ein Plus von 3 % respektive 7 %. Noch stärker schnitt der Swiss Performance Index (SPI) ab, der sich um über 8 % verteuerte und ein neues Rekordhoch erreichte. Damit setzt sich die gute Stimmung des Vorjahres an den Börsen fort.

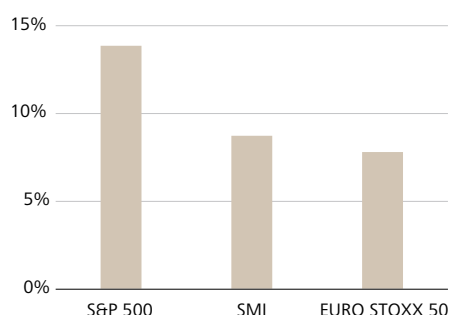
Diese spiegelt sich in den Geschäftszahlen der US-Grossbanken wider. Die hohe Kundenaktivität liess deren Gewinne sprudeln. Zusätzlichen Rückenwind erhielten sie 2024 von der Zinswende der Notenbank Fed sowie der robusten Konjunktur in Übersee, welche das Geschäft mit Übernahmen und Fusionen ankurbelten.

Auch die Basiskonsumgüter-Hersteller lieferten bislang solide bis gute Ergebnisse ab. Dabei nutzten einige von ihnen ihre Marktposition, um höhere Preise durchzusetzen. Ein gemischtes Bild ergibt sich im Luxusgütersektor. Dieser profitiert grundsätzlich von einer kaufkräftigen Kundschaft, deren Konsum weniger konjunktursensitiv ist. Allerdings hängt viel vom jeweiligen Produktportfolio ab.

Vielen Industriebetrieben jedoch beschert die schwächelnde Weltwirtschaft Gegenwind, was sich in den Umsätzen niederschlägt. Die exportorientierten Unternehmen hierzulande leiden zudem unter der Frankenstärke. Nichtsdestotrotz fiel ein Teil der Abschlüsse bis dato besser aus als von den Analysten erwartet. Zudem zeichnet sich bei einigen Firmen eine Stabilisierung hinsichtlich der Auftragseingänge ab.

5 Optimistische Gewinnschätzungen mahnen zur Vorsicht

Konsensgewinnschätzungen für 2025 für die USA (S&P 500), die Schweiz (SMI) und Europa (EURO STOXX 50)



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die konjunkturellen Aussichten für 2025 bleiben derweil trüb: Sowohl in Europa als auch in den USA dürfte die Wirtschaft unter Potenzial wachsen. Zudem werden wegen der hartnäckigen Inflation die Zinsen in Übersee wohl noch längere Zeit hoch bleiben, was für einen weiterhin starken Dollar spricht. Vor diesem Hintergrund dürfte es vielen Unternehmen schwerfallen, ihre Gewinnmargen nochmals kräftig auszuweiten. Entsprechend sind die **Gewinnschätzungen** der Analysten für das laufende Jahr, insbesondere für die USA, sehr ambitioniert ► **Darstellung 5**. Das birgt Enttäuschungs- und somit Korrekturpotenzial. Die Volatilität an den Börsen dürfte wieder anziehen. Das im Blick habend, bleiben wir bei Aktien leicht defensiv positioniert. Innerhalb der Anlageklasse präferieren wir den Schweizer Markt. Für diesen sprechen neben seiner attraktiven Bewertung die hohe Profitabilität der heimischen Unternehmen und die durchschnittlich über 3 % liegenden Dividendenrenditen.

♟️ Alternative Anlagen

Die jüngsten US-Sanktionen gegen Russland sowie die Förderpolitik der OPEC haben den Ölpreis befeuert. Um diesen zu senken, will Donald Trump die amerikanischen Fördermengen ausweiten.



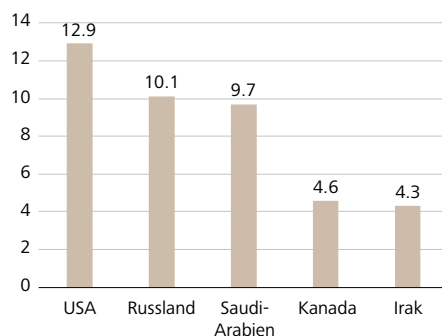
Schon gewusst?

Hartnäckigkeit zahlt sich aus. Das beweist die Geschichte der ersten Ölquelle in den USA. Auf der Suche nach einem neuen Geschäftsfeld schickte eine Gruppe von Investoren in den 1850er-Jahren den ehemaligen Eisenbahner und Tüftler Edwin L. Drake an den Oil Creek im Bundesstaat Pennsylvania. In der Nähe des verschlafenen Dörfchens Titusville begann dieser mit Hilfe einer Dampfmaschine einen Schlagbohrer in den Erdboden zu treiben. Seine Anstrengungen blieben über Monate hinweg ohne nennenswerten Erfolg. Zuletzt drohte ihm gar das Geld auszugehen. Am 27. August 1859 stiess er schliesslich in einer Tiefe von 20 Metern auf eine Felsspalte, aus der Rohöl aufstieg. Es war die Geburtsstunde des Ölräusches in Übersee. Noch heute erinnert auf dem Gelände des Friedhofs Woodlawn Cemetery in Titusville eine Gedenkstätte an die Verdienste Drakes.

Eines kann man Donald Trump nicht vorwerfen: mangelnden Arbeitseifer. Neben dutzenden Dekreten rief der neue US-Präsident noch am Tag seiner Amtseinführung den nationalen Energienotstand aus. Damit schiebt er den Ausbau erneuerbarer Energien zugunsten von fossilen Brennstoffen auf das Abstellgleis. Mit knapp 13 Millionen Barrel pro Tag waren die USA im Jahr 2023 der weltweit grösste Erdölproduzent ▶ **Darstellung 6**. Trump will nun unter anderem mittels beschleunigter Genehmigungsverfahren beim Bau von Pipelines die täglichen Fördermengen um weitere drei Millionen Fässer steigern und so den Marktpreis mindestens halbieren.

6 Die USA sind bereits heute der grösste Erdölproduzent der Welt

Fördermengen der 5 grössten Erdölproduzenten im Jahr 2023, in Millionen Fässer pro Tag



Quellen: EIA, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Dieser lag im Januar für ein Fass der Nordseemarke Brent zeitweise bei fast 83 US-Dollar – so hoch wie letztmals im Sommer 2024 ▶ **Darstellung 7**. Hauptpreistreiber waren die neuen Sanktionen der USA gegen russische Energieproduzenten, welche die Ängste der Marktteilnehmer hinsichtlich eines Versorgungsengpasses schürten. Zudem hat das Ölkartell OPEC seine geplante Produktionsanhebung überraschend um einen weiteren Monat aufgeschoben.

Dennoch sind die Aussichten für einen sinkenden Ölpreis intakt. Zum einen nehmen mit der aktuellen OPEC-Politik die freien Förderkapazitäten und in der Folge der Budgetdruck in vielen Mitgliedsstaaten zu. Dadurch steigt das Risiko, dass die Förderlimite nicht von allen eingehalten werden. Zum anderen ist wegen der trüben Konjunktur auf absehbare Zeit kein signifikanter Nachfrageschub zu erwarten.

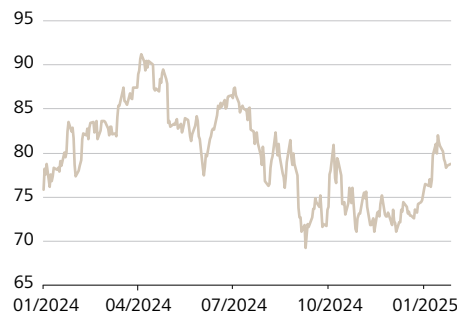
Dem steht gegenüber, dass Donald Trump unlängst eine Verschärfung der Sanktionen gegen Russland nicht ausgeschlossen hat, um Putin an den Verhandlungstisch zu zwingen. Härtere Sanktionen drohen auch dem Iran, was wohl wie in seiner ersten Amtszeit zu einem Rückgang der Ölproduktion des Landes führen würde. Darüber hinaus wäre es für die US-Produzenten bereits beim aktuellen Preisniveau unrentabel, die Fördermengen nochmals kräftig auszuweiten.

Unter dem Strich gehen wir davon aus, dass der Preis für ein Fass Rohöl (Brent) mittelfristig weiterhin um die Marke von 80 US-Dollar schwanken wird.

7 Nicht nach Trumps Geschmack

Der Ölpreis notiert auf einem 6-Monats-Hoch

Entwicklung des Rohölpreises (Brent), in USD pro Fass



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Währungen

Steigende Zinsen werten eine Währung in der Regel auf. Der japanische Yen hat jüngst nicht auf die Leitzinserhöhung der BoJ reagiert. Das erschwert die Bekämpfung der Inflation.



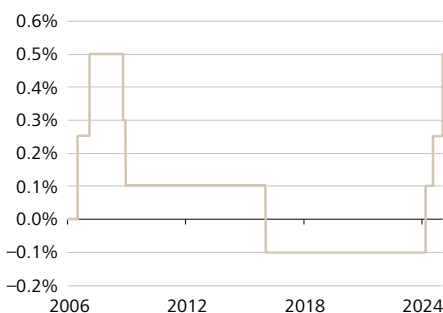
Schon gewusst?

Der japanische Yen wird im internationalen Zahlungsverkehr mit JPY abgekürzt. Das Symbol ähnelt einem Y und zwei waagrechten Strichen: ¥. Yen selbst bedeutet auf Japanisch so viel wie «rund» oder «Kreis», womit der Name eine Anlehnung an die Münzform ist. Die korrekte japanische Aussprache lautet «en». Die Vormachtstellung der englischen Sprache führte dazu, dass phonetisch praktisch weltweit vom Yen gesprochen wird.

Die Schweiz und Japan haben währungs- politisch wohl nur eine Gemeinsamkeit: Der von den Notenbanken festgelegte Leitzins liegt in beiden Ländern aktuell bei 0.5 %. Die Bank of Japan (BoJ) hat ihren Referenzsatz im Januar um 25 Basispunkte auf dieses Niveau angehoben. Es ist der höchste Wert seit der globalen Finanzkrise 2008 ► **Darstellung 8**. Mit der Zinserhöhung reagiert die Notenbank auf die anhaltende wirtschaftliche Erholung und die zunehmende Inflation im Land. Die Teuerung war zuletzt auf 3.6 % geklettert. Real, also um die Inflation bereinigt, sind japanische Sparer mit einem deutlichen Kaufkraftverlust konfrontiert.

8 Auf dem höchsten Stand seit der Finanzkrise Die Bank of Japan kämpft gegen die Inflation

Entwicklung der japanischen Leitzinsen



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Mit ihrer Geldpolitik hinkt Japan der Welt allerdings hinterher, denn die meisten Notenbanken befinden sich bereits wieder im Zinssenkungsmodus. So hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins im vergangenen Jahr in vier Schritten auf 0.5 % gesenkt. Bis Ende 2025 erwarten wir einen Satz von 0 %.

Normalerweise neigen Währungen in einem Umfeld steigender Zinsen zur Stärke. Nicht so der Yen, dieser hat auf den

Zinssentscheid kaum reagiert. Das stellt die Währungshüter vor eine besondere Herausforderung, denn aufgrund der Währungsschwäche wird Inflation importiert. Daran scheint sich vorerst nichts zu ändern. Das ist ein zentraler Unterschied zur hiesigen Valuta. Der starke Franken verhindert gerade, dass die Teuerung übermässig, z.B. aufgrund ausländischer Einfuhren, ansteigt. Im Umkehrschluss profitiert die japanische Exportindustrie von einer schwachen Währung, während für ihre Schweizer Pendanten die Frankenstärke seit jeher ein Fitness-Programm darstellt und sie ihre Wettbewerbsfähigkeit immer wieder unter Beweis stellen müssen.

9 Der Yen bleibt schwach trotz Leitzinserhöhungen

Wechselkursentwicklung JPY/CHF (mit 100 multipliziert)



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

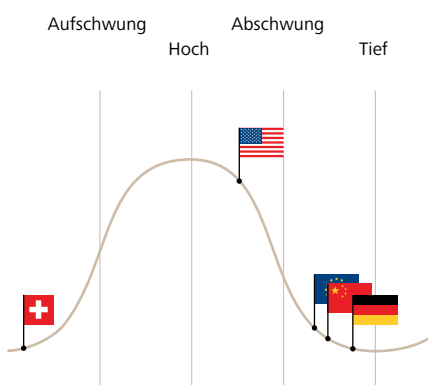
Für Investoren befindet sich der Franken jedoch in einer positiven Bewegung, während der Yen in einer Abwärtsspirale steckt. Seit Anfang 2000 hat die japanische Währung gegen den Franken gut 60 Prozent an Wert eingebüsst

► **Darstellung 9**.

Ein Blick nach vorne

Die SNB und die EZB werden die Leitzinsen im Jahresverlauf weiter senken, um die Wirtschaft anzukurbeln. In den USA ist der Handlungsspielraum für eine geldpolitische Lockerung limitiert.

Konjunktur



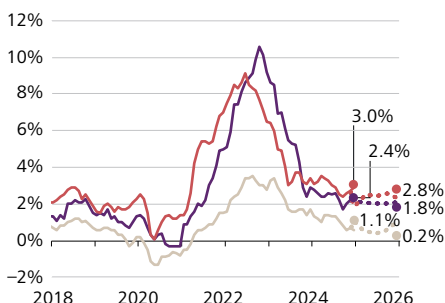
- Die schwächelnde Auslandsnachfrage sowie der starke Franken belasten die **Schweizer** Exportwirtschaft. Zugleich hält sich die Binnenkonjunktur dank der tiefen Inflation und des robusten Arbeitsmarktes stabil. Für 2025 gehen wir davon aus, dass die hiesige Wirtschaft um 1.3 % wachsen wird.
- Die Industrie in der **Eurozone** kommt nicht auf Touren. Verschärfend wirkt zudem, dass sich mit der Amtsübernahme Donald Trumps in den USA das Exportumfeld für die Euroländer weiter eintrübt. Für zusätzlichen Gegenwind sorgen die politischen Krisen in Deutschland und Frankreich. Entsprechend rechnen wir dieses Jahr mit einer Expansion des Bruttoinlandsproduktes (BIP) von lediglich 0.7 %.
- Die **US-Wirtschaft** ist zuletzt moderat gewachsen. Insbesondere der Arbeitsmarkt zeigt sich weiterhin von seiner starken Seite. So ist die Arbeitslosenquote im Dezember überraschend von 4.2 % auf 4.1 % gesunken. Infolge der wohl noch länger hoch bleibenden Leitzinsen dürfte die Konjunktur gegenüber dem Vorjahr allerdings etwas an Schwung einbüßen. Unsere Wachstumsprognose für 2025 liegt bei 2.2 %.

Inflation

In der Eurozone und den USA ...

... erweist sich die Inflation weiterhin als zäh

Inflation und Prognosen



- Schweiz
- Eurozone
- USA
- Konsensprognose
- Prognose Raiffeisen Schweiz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

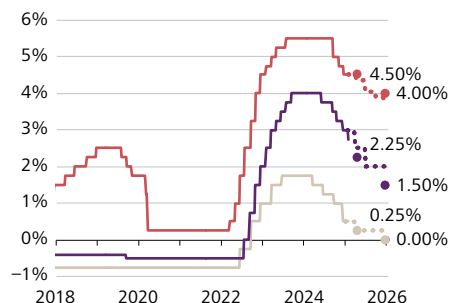
- Die Produzenten- und Importpreise in der **Schweiz** haben sich im Dezember abermals verbilligt (-0.9 %). Entsprechend nahm auch auf der Verbraucherseite der Inflationsdruck weiter ab: Die Rate sank von 0.7 % auf 0.6 %. Für 2025 prognostizieren wir eine Jahresteuierung von 0.2 %.
- Die Preisdynamik in der **Eurozone** hat sich Ende 2024 erneut verstärkt. Haupttreiber war das überdurchschnittlich starke Lohnwachstum im Dienstleistungssektor. Wir gehen allerdings davon aus, dass sich dieses 2025 normalisieren und die Inflation entsprechend unter die 2 %-Marke der EZB sinken wird.
- Die Konsumentenpreise in den **USA** haben sich im Dezember gegenüber dem Vorjahr um 2.9 % verteuert, nach 2.7 % im Vormonat. Aufgrund der inflationär wirkenden Politik von Präsident Donald Trump wird der Desinflationsspfad weiterhin holprig verlaufen.

Geldpolitik

Ein schmaler Grat für die Notenbanken

Die Inflation in Europa und den USA ist nicht im Zielbereich

Leitzinsen und Prognosen



- Schweiz
- Eurozone*
- USA
- Konsensprognose
- Prognose Raiffeisen Schweiz

*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** wird unserer Meinung nach die Leitzinsen 2025 bis auf 0 % senken. Damit will sie der schwächelnden Wirtschaft unter die Arme greifen, den Franken schwächen und möglichen deflationären Tendenzen entgegenwirken.
- Trotz der zuletzt wieder höheren Inflation hat die **Europäische Zentralbank (EZB)** ihre Leitzinsen im Januar um einen Viertelprozentpunkt reduziert. Die weitere geldpolitische Strategie wird stark datenabhängig sein. Wir prognostizieren für das laufende Jahr noch Zinssenkungen im Umfang von 125 Basispunkten.
- Die **US-Notenbank Fed** hat an ihrer ersten geldpolitischen Sitzung im neuen Jahr eine Zinspause eingeläutet. Angesichts der anhaltend hohen Inflation bleibt der Zinssenkungsspielraum für die Währungshüter in den nächsten Monaten limitiert.

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 Hohegger, CFA
Anlagestrategie
jeffrey.hohegger@raiffeisen.ch

Jeffrey Hohegger 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 Performancedaten 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.