

Februar 2024

# Anlageguide



## Der Pharmasektor

Gesundheit fürs Portfolio

# Unsere Sicht auf die Märkte

**In dieser Ausgabe zu lesen**

- 3 Fokusthema**  
Der Pharmasektor – Gesundheit fürs Portfolio
- 5 Unsere Einschätzungen**
  - Obligationen
  - Aktien
  - Alternative Anlagen
  - Währungen
- 9 Unsere Prognosen**
  - Konjunktur
  - Inflation
  - Geldpolitik

**Positiver Jahresstart:** Nach einem holprigen Beginn konnten die Aktienmärkte im Verlauf des Januars weiter zulegen. Der Weltaktienindex MSCI World verzeichnete in Schweizer Franken gerechnet ein Plus von 3.7%. Getrieben werden die Aktienmärkte von der gestiegenen Wahrscheinlichkeit einer sanften wirtschaftlichen Landung sowie den Hoffnungen auf baldige und rasche Zinssenkungen durch die Notenbanken.

**Zwei Welten:** Die konjunkturelle Dynamik könnte unterschiedlicher kaum sein. Während die Wirtschaft in der Eurozone im vierten Quartal 2023 stagnierte und sich damit am Rande einer technischen Rezession befindet, wuchs jene in den USA um satte 3.3%. Letztere profitierte dabei vor allem von einem starken Lageraufbau.

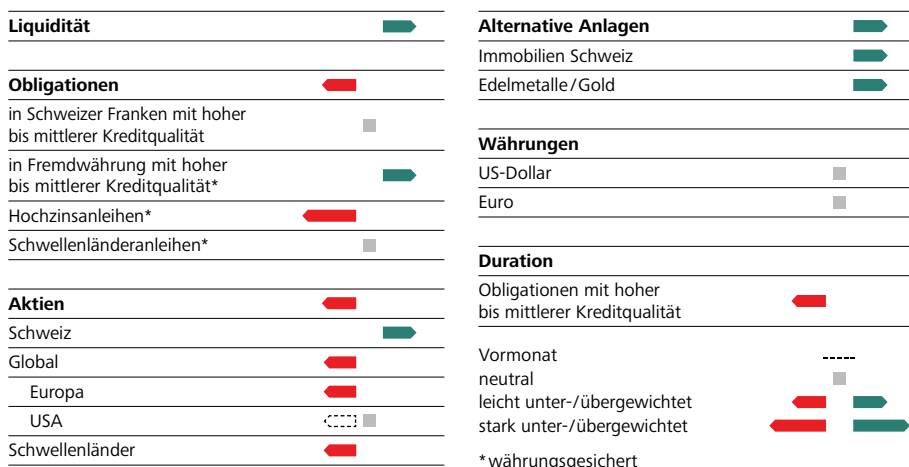
**Vorsichtige Notenbanken:** Die Inflationsraten bewegen sich zwar weiter nach unten, die Abwärtsdynamik hat aber zuletzt nachgelassen. Aufgrund der Vollbeschäftigung bleibt auch der Lohndruck hartnäckig. Die Notenbanken dürften zudem die Entwicklungen im Nahen Osten im Auge haben: Die Erdölpreise sind seit Jahresbeginn um über 5% gestiegen.

Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Notenbanken die Leitzinsen später und weniger stark senken werden als momentan von den Märkten vorweggenommen wird.

**Durchgezogene Jahresabschlüsse:** Die Gewinnsaison läuft auf Hochtouren. Das Bild sieht durchgezogen aus. Insbesondere bei zyklischen Werten zeigen sich deutliche konjunkturelle Bremsspuren. Sinkende Auftragseingänge signalisieren ein schwieriges 2024. Derweil halten sich Konsumwerte bislang relativ gut. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir insgesamt mit einem anhaltenden Margendruck und einem bescheidenen Gewinnwachstum.

**Erhöhung bei US-Aktien:** Aufgrund der besseren Konjunkturaussichten und des starken Momentums beim US-Aktienmarkt haben wir die entsprechende Quote neutralisiert. Insgesamt bleiben wir aber leicht defensiv positioniert. Potenzial sehen wir beim Schweizer Aktienmarkt. Ein besonderes Augenmerk gilt dabei dem Pharmasektor. Was für diesen spricht, können Sie im Fokustext dieser Ausgabe nachlesen.

## Unsere Positionierung



# Der Pharmasektor

## Gesundheit fürs Portfolio

### Das Wichtigste in Kürze

Der Pharmasektor besticht durch seine Innovationskraft und Konjunkturreisistenz. Zudem sprechen die demografischen Entwicklungen für eine anhaltend wachsende Nachfrage nach Medikamenten. Vor dem Hintergrund unseres eher vorsichtigen Konjunkturausblicks rechnen wir in diesem Jahr mit einer Überrendite des Gesundheitssektors. Wichtig ist dabei eine umsichtige Selektion bei den Einzeltiteln. Denn Pharmakonzerne kennen zwar keine Konjunkturzyklen, durchlaufen aber ihre eigenen Produktzyklen. Während sich Unternehmen, welche von grösseren Patentverfällen betroffen sind, oft unterdurchschnittlich entwickeln, gehören Firmen mit innovativen Neueinführungen zu den Börsengewinnern. Exemplarisch zeigt sich dies am Kursverlauf von Roche und Eli Lilly.

Es wird gehustet und geschnäuzt. Die Grippewelle macht die Runde. Verschnupft sind aber nicht nur die Menschen, sondern auch die Wirtschaft. Deutschland, unser wichtigster Handelspartner, befindet sich in einer Rezession, China kämpft mit einer Immobilienkrise und aufgrund der angespannten Situation im Roten Meer drohen erneute Lieferengpässe. Für Volatilität an den Märkten ist somit gesorgt. In diesem Umfeld suchen Anlegerinnen und Anleger nach Stabilität und Berechenbarkeit. Fündig werden sie unter anderem im Pharmasektor. Denn dieser besticht durch eine konstant wachsende Nachfrage sowie konjunkturreisistente Geschäftsmodelle. Während der Kauf eines neuen Autos oder des neuen iPhone je nach finanzieller Situation problemlos um ein oder zwei Jahre verschoben werden kann, besteht bei benötigten Medikamenten kaum Flexibilität. Wer unter chronischen Krankheiten leidet, kann die Behandlung nicht einfach unterbrechen – Rezession hin oder her. Auch steigende Medikamentenpreise müssen wohl oder übel «geschluckt» werden. Davon profitiert die Pharmaindustrie. Das zeigt sich exemplarisch in der Schweiz. Das jährliche nominale Wachstum der hiesigen Pharmabranche betrug in den vergangenen 20 Jahren durchschnittlich 5.9%. Im selben Zeitraum nahm die gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung gerade mal um 2.0% pro Jahr zu. Nicht nur das Wachstum, sondern auch die Produktivität der schweizerischen Pharmaindustrie ist ein-

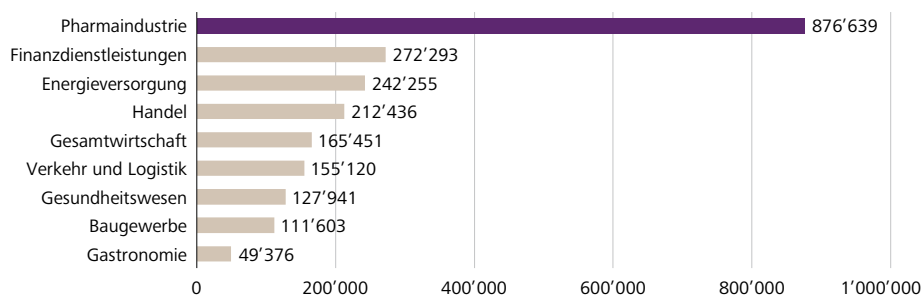
drücklich. Diese ist gemäss Bundesamt für Statistik (BFS) die höchste von allen Branchen. 2021 betrug die Wertschöpfung pro Vollzeitäquivalent, also der Ertrag pro Vollzeitmitarbeiter, sagenhafte 876'639 Schweizer Franken ► **Darstellung 1**. Gross ist auch der Anteil an den Exporten der Schweiz. Pharmazeutische Produkte machen rund 36% sämtlicher Wareneinfuhren aus. Im Jahr 2000 lag der Anteil noch bei 11%. Für die Schweizer Volkswirtschaft ist der Pharmasektor entsprechend ein Wachstumstreiber und gleichzeitig ein Stabilisator. Dies zeigt sich im aktuell schwierigen konjunkturellen Umfeld. Im laufenden Jahr gehen wir davon aus, dass die europäische Wirtschaft um 0.1% schrumpfen wird. Für die Schweiz prognostizieren wir derweil ein moderates Wachstum von 0.8%. Dem Gesundheitssektor sei Dank!

Pharmagesellschaften sind zwar konjunkturreisistent, durchlaufen aber ihre eigenen Zyklen. Diese werden von den Medikamentenentwicklungen, den Neueinführungen sowie den Patentverfällen beeinflusst. Das Management des eigenen Produktportfolios ist somit zentral für den Erfolg eines Unternehmens. Dabei operieren die Konzerne in einem unsicheren Umfeld. Zwar können die Pharmamanager darauf achten, dass die Forschungs- und Entwicklungspipeline stets gut gefüllt ist, eine Garantie für eine Zulassung durch die Arzneimittelbehörden gibt es aber nicht. In der Tat schaffen es von den Medika-

### 1 Die Pharmaindustrie...

...hat die höchste Wertschöpfung

Wertschöpfung pro Vollzeitäquivalent nach ausgewählten Branchen in der Schweiz im Jahr 2021



Quellen: BFS, Raiffeisen Schweiz CIO Office

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

Aufgrund des vorsichtigen Konjunkturszenarios gehört der Pharmasektor zu unseren diesjährigen Favoriten. Und der Start ins neue Börsenjahr ist für viele Branchenvertreter geglückt. Der Pharmazulieferer Lonza führt das Tableau im Swiss Market Index (SMI) mit einem Plus von 20 % an. Die Novartis-Valoren stiegen bisher fast 6 % und auch die Performance des Generikaherstellers Sandoz (+7 %) lässt sich sehen. Neben den defensiven Eigenschaften sprechen ebenfalls die langfristigen strukturellen Trends für Pharmaaktien. Die demografischen Veränderungen führen zu einer Zunahme chronischer Krankheiten, was die Medikamentennachfrage ansteigen lässt. Anlegerinnen und Anleger tun also gut daran, den Sektor in ihren Portfolios prominent zu berücksichtigen.



**Matthias Geissbühler**  
CIO Raiffeisen Schweiz

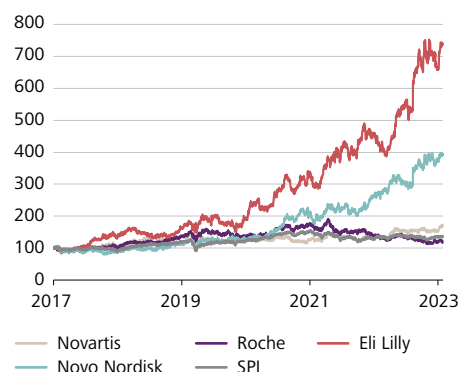
mentenkandidaten in der frühen klinischen Forschung (Phase 1) nur rund 10 % zur effektiven Markteinführung. Dass es zudem lange dauert, bis ein Medikament auf den Markt gebracht werden kann, birgt zusätzliche Risiken. Möglicherweise sind bis dann schon effektivere Konkurrenzprodukte auf dem Markt. Um einen konstanten Fluss von neuen Medikamenten sicherzustellen, investieren die Pharmakonzerne grosse Summen in Forschung und Entwicklung. Alternativ halten die Firmen laufend nach Übernahmekandidaten Ausschau. Beliebt ist der Kauf von kleineren Biotechfirmen.

Dass Patentverfälle grosse Auswirkungen auf den Geschäftsgang haben können, erlebt derzeit der Basler Pharmamulti Roche. 2009 hat dieser den US-Biotechnologiekonzern Genentech vollständig übernommen – ein absoluter Glücksgriff. Aus dieser Akquisition gingen die Blockbuster-Medikamente Rituxan, Herceptin und Avastin hervor. 2017 erzielten diese drei Onkologie-Produkte einen Umsatz von 19.5 Milliarden Franken, was über 47 % der gesamten Erlöse in der Pharmasperte ausmachte. Diese Phase bescherte Roche ein fulminantes Wachstum und rekordhohe Margen. Ab 2018 verloren die drei Medikamente aber rasch hintereinander ihren Patentschutz. Seither versucht Roche, diese Lücken zu füllen – mit bisher eher bescheidenem Erfolg. Entsprechend ist die Aktie vom Börsenliebling zum Ladenhüter geworden. Die Roche-Valoren konnten seit Ende 2017 nur knapp 3 % pro Jahr und damit deutlich weniger zulegen als der breite Schweizer Aktienmarkt, gemessen am Swiss Performance Index (SPI). Dieser verzeichnete immerhin ein annualisiertes Kursplus von 5.1%. 2024 dürfte der Konzern nun aber schrittweise auf den Wachstumspfad zurückkehren. Die negativen Basisefekte der Patentverfälle, aber auch jene der Sonderkonjunktur um die Corona-Pandemie, von welcher die Diagnostiksparte stark profitieren konnte, laufen in diesem

Jahr aus. Andere Pharmakonzerne entwickelten sich an der Börse deutlich besser. Die Aktien des Schweizer Branchennachbarn Novartis kletterten in der genannten Periode um über 9 % pro Jahr. Die Börsen-Highflyer im Sektor waren aber Novo Nordisk und Eli Lilly. Beide Unternehmen profitieren von einem enormen Wachstumsschub bei den neuen Medikamenten zur Gewichtsreduktion ► **Darstellung 2**. Diese Entwicklung verdeutlicht, wie wichtig Innovationen für den Unternehmenserfolg sind.

**2 Medikamenten-Innovationen...**  
...zahlen sich an der Börse aus

Kursentwicklung von Novartis, Roche, Eli Lilly, Novo Nordisk und des SPI, indiziert und in CHF



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Die generellen Aussichten für die Pharmaindustrie bleiben positiv. Ein wichtiger Treiber ist die Demografie. In den kommenden drei Jahrzehnten wird sich gemäss Schätzungen die Anzahl der Menschen, welche 65 oder älter sind, verdoppeln und im Jahr 2050 bei weltweit über 1.5 Milliarden liegen. Infolgedessen nimmt die Zahl der chronischen Erkrankungen und damit auch der Bedarf an Medikamenten zu. Von dieser Entwicklung werden die Pharmaaktien profitieren, weshalb wir diese im Anlageportfolio prominent berücksichtigen.

# Obligationen

**Die Unsicherheiten hinsichtlich der Entwicklung der Zinsen und der Konjunktur sorgen für hohe Volatilität an den Anleihemärkten. Wer davon profitieren möchte, sollte sein Portfolio aktiv verwalten.**

## Was bedeutet eigentlich?

### MOVE Index

Der MOVE Index (Merrill Lynch Option Volatility Estimate) wurde Ende der 1980er entwickelt. Er berechnet sich aus den impliziten Volatilitäten von 1-monatigen Optionen auf US-Staatsanleihen mit 2-, 5-, 10- sowie 30-jähriger Laufzeit. Je höher der Indexwert, desto grösser ist das Ausmass der erwarteten Bewegungen bei den Kapitalmarktrenditen. Der MOVE Index gilt daher weitläufig als Angstbarometer für den Anleihemarkt. Sein Allzeithoch von 264 Punkten erreichte er im Jahr 2008 während der globalen Finanzkrise. Der 20-jährige Durchschnitt liegt bei 89 Punkten.

Mit der Hoffnung der Anleger auf baldige Leitzinssenkungen haben Ende letzten Jahres auch die Anleihemärkte eine Erholungsbewegung durchgemacht. Entsprechend sind die Renditen spürbar zurückgegangen. So warfen beispielsweise 10-jährige Schweizer Staatsanleihen im Dezember zeitweise gerade mal noch 0.58 % ab – so wenig wie zuletzt im Herbst 2022. Mit dem neuen Jahr hat sich unter den Börsianern allerdings Ernüchterung breitgemacht. Angesichts der hartnäckigen Inflation werden die Notenbanken die Zinswende wohl erst im Sommer einläuten. Die Unsicherheiten hinsichtlich der weiteren konjunkturellen Entwicklung halten somit an. Infolgedessen ist die Rendite für 10-jährige Eidgenossen im Januar zeitweise wieder bis auf knapp 0.90 % geklettert. Ein ähnliches Bild ergibt sich für vergleichbare Obligationen aus der Eurozone und den USA.

Die hohe Volatilität bei den Kapitalmarkrenditen beschränkt sich indes nicht auf

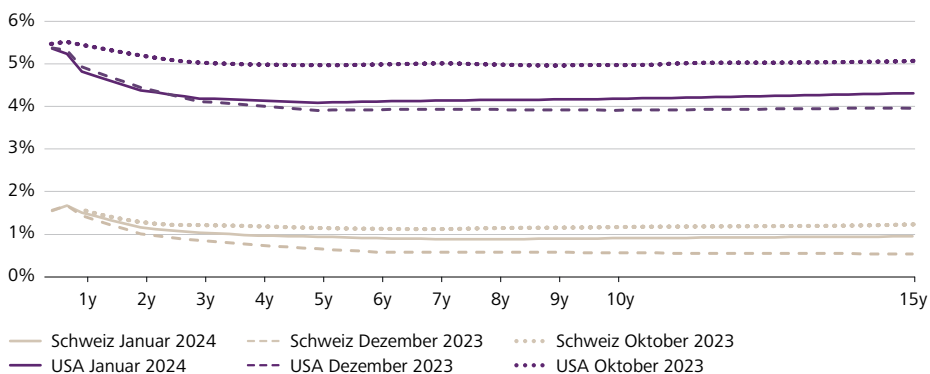
einzelne Laufzeiten, sondern betrifft die gesamte Zinskurve ► **Darstellung 3**. Entsprechend notiert der **MOVE Index** im Gegensatz zu seinem Aktien-Pendant, dem VIX Index, bereits seit geraumer Zeit klar über dem langjährigen Schnitt.

Aufgrund der restriktiveren Geldpolitik und den damit einhergehenden konjunkturellen Risiken gehen wir davon aus, dass die Schwankungen auf der Zinsseite noch einige Monate anhalten werden. Ein statisches Investment in den verschiedenen Marktsegmenten und Bereichen der Zinskurve reicht somit nicht aus, um stetige Renditen bei überschaubarem Risiko zu erzielen. Wir raten Anlegerinnen und Anlegern daher zu einer aktiven Bewirtschaftung ihres Anleiheportfolios. Innerhalb der Anlageklasse präferieren wir momentan Obligationen von Emittenten mit hoher oder mittlerer Schuldnerqualität sowie einer eher kurzen Duration. Ein weiterer Zinsanstieg könnte hier kurzfristig attraktive Kaufopportunitäten eröffnen.

### 3 Grosse Schwankungen...

...über sämtliche Laufzeiten

Zinskurven in der Schweiz und den USA, im Oktober 2023, im Dezember 2023 und im Januar 2024



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# Aktien

**Die Aktienmärkte zeigten sich im Januar von ihrer freundlichen Seite. Die Unternehmensabschlüsse fallen zwar unterschiedlich aus, trotzen aber der sich abkühlenden Konjunktur.**

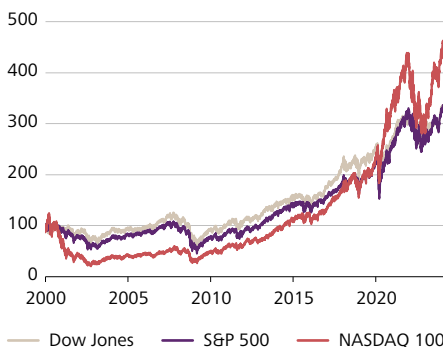
## Schon gewusst?

Anfang 2000, nahe dem Höchststand der Technologieblase, war Microsoft mit einer Marktkapitalisierung von 600 Milliarden US-Dollar das wertvollste Unternehmen der Welt. Intel belegte mit 280 Milliarden Rang sechs. Microsoft ist aktuell 3'000 Milliarden US-Dollar wert und hat damit seine Spitzenposition bis heute gehalten. Bemerkenswert ist, dass das Unternehmen, was die Marktkapitalisierung betrifft, während der gesamten Periode unter den Top 10 rangierte und so massgeblich zur starken Entwicklung der US-Börse beigetragen hat. Anders ist das bei Intel. Der Chiphersteller ist heute noch 197 Milliarden wert, ein Fünftel des Softwaregiganten. Vor allem der Rückstand bei spezifischen, im Bereich Künstlicher Intelligenz genutzter Chips macht dem Unternehmen zu schaffen.

«Wie der Januar, so das ganze Jahr», heisst es unter Anlegern. Damit sind die Aussichten für Aktien gut. Im Januar hat sich die Jahresend rally 2023 fortgesetzt. Nach einem holprigen Start und einer anfänglichen Sektor-Rotation in defensive Bereiche wie Pharma oder Nahrungsmittel sind die Börsenindizes in den USA im ersten Monat des neuen Jahres auf Rekordstände geklettert ► **Darstellung 4**.

### 4 US-Aktienmärkte handeln auf Rekordständen... ...und trotzen der schwächeren Konjunktur

Entwicklung des Dow Jones Industrial Index, des S&P 500 und des NASDAQ 100, indiziert und in USD



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Massgeblich dazu beigetragen hat einmal mehr der Technologiesektor, der ein erfolgreiches Comeback feierte. Das Thema Künstliche Intelligenz (KI) ist wieder bzw. immer noch in aller Munde. Spitzenreiter ist der Halbleiterhersteller Nvidia, dessen Aktien allein im laufenden Jahr 24% zugelegt haben. Seit Anfang 2023 hat sich der Preis der Valoren vervierfacht ► **Darstellung 5**. Zur optimistischen Stimmung beigetragen haben auch die guten Wirtschaftsdaten. Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession nimmt in den USA weiter ab. Wir haben unsere Wachstumsaussichten in diesem Zusammenhang ebenfalls

erhöht. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, stocken wir zudem die US-Aktienquote von untergewichten auf neutral hoch. Ein Impuls könnte auch von der bislang fehlenden Marktbreite der Börsenhause kommen. Wenn sich die Konjunktur besser als erwartet entwickelt, dürfte sich das auf den Grossteil der kotierten Unternehmen positiv auswirken.

Die laufende Berichtssaison fällt zwar gemischt, unter dem Strich aber besser als erwartet aus. Gelitten haben Schweizer Exportfirmen, die unter dem starken Franken ächzen. Ebenfalls einen schweren Stand haben Unternehmen, die mit dem europäischen Bausektor verhandelt sind. Sie spüren die Zurückhaltung der Kunden.

Unterschiedliche Signale kommen derweil aus dem Technologiesektor. Während der Schweizer Hersteller von Computerzubehör, Logitech, und der US-Halbleiterkonzern Intel den Markt enttäuschten, überzeugte das IT-Unternehmen IBM oder der deutsche Softwarekonzern SAP. Beide profitieren vom KI-Boom, mit dem momentan alles steht und fällt.

### 5 Das Thema Künstliche Intelligenz treibt Nvidia-Aktien in die Höhe

Die Enttäuschungsgefahr steigt

Aktienkurs-Entwicklung von Nvidia, in USD



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# ♟️ Alternative Anlagen

**Die Konjunkturflaute drückt die industrielle Nachfrage nach Rohstoffen. Beim Rohöl kompensieren die Huthi-Angriffe im Roten Meer sowie die Förderpolitik der OPEC den daraus resultierenden Preiseffekt.**

## ♟️ Schon gewusst?

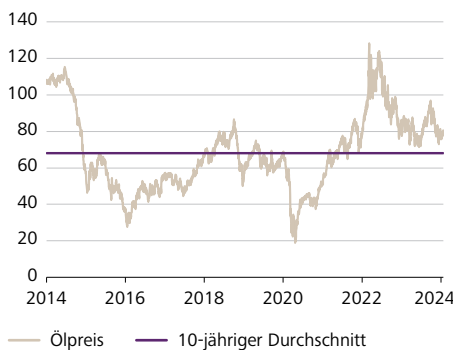
Der Suezkanal wurde vor etwas mehr als 150 Jahren eröffnet. Die Idee von einer künstlichen schiffbaren Verbindung zwischen Mittelmeer und Rotem Meer reicht allerdings zurück bis ins alte Ägypten. Bereits 1400 v. Chr. begann Pharao Ramses II. mit dem Bau eines Kanals. Massgeblich vorangetrieben wurden die Arbeiten unter dessen späterem Nachfolger Necho II. Der Durchstich erfolgte im Jahr 490 v. Chr. Der sogenannte Necho-Kanal hatte jedoch einen anderen Verlauf als der heutige Suezkanal: von der antiken Stadt Bubastis im Nildelta in östlicher Richtung zum Timsahsee und von dort nach Süden ins Rote Meer. Nach mehreren Versandungen und Wiederinstandsetzungen verfiel die Verbindung schliesslich im 8. Jahrhundert n. Chr. völlig.

Der Seeweg durch den Suezkanal und das Rote Meer ist eine der wichtigsten Handelsrouten der Welt. Über 10 % der Öltransporte werden über sie abgewickelt. Wegen der Angriffe der Huthi-Rebellen nehmen derzeit aber viele Reeder den längeren Weg über die Südspitze Afrikas. Das kostet ein Vielfaches an Sprit, benötigt mehr Zeit und verteuert damit die Transportkosten. Aufgrund der Unsicherheiten steigt auch der Rohölpreis. Dieser liegt aktuell trotz Konjunkturflaute mit knapp 82 US-Dollar pro Barrel klar über dem langjährigen Durchschnitt und hat in diesem Jahr bereits fast 6 % zugelegt

► **Darstellung 6.**

### 6 Der Ölpreis... ...liegt über dem langjährigen Mittel

Entwicklung des Ölpreises (Brent), in USD pro Barrel



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Der Preis für das schwarze Gold wird allerdings nicht nur von den gestiegenen Transportrisiken im Roten Meer hoch gehalten. Ein weiterer Grund ist die Förderpolitik der Organisation der erdölexportierenden Länder (OPEC). Für ihre Mitglieder sind die Gewinne aus dem Handel mit dem Rohöl enorm wichtig – in Saudi-Arabien machen sie beispielsweise fast 90 % der Staatseinnahmen aus. Das Kartell begegnet der konjunkturbedingt sinkenden Nachfrage daher mit einer Drosselung

ihres Angebots. Die tägliche Fördermenge beträgt momentan rund 28 Millionen Barrel – im Herbst 2022 waren es noch 30 Millionen Barrel. Unserer Meinung nach dürfte die OPEC vorerst an ihrer restriktiveren Förderpolitik festhalten. Entsprechend rechnen wir in den kommenden Monaten mit einer volatilen Seitwärtsbewegung des Ölpreises.

Ein leicht anderes Bild ergibt sich bei den übrigen Rohstoffen, insbesondere den Industriemetallen. Im Gegensatz zum Rohöl kann hier die Angebotsseite nur sehr langsam auf die im Zuge der schwächelnden Weltwirtschaft sinkende Nachfrage reagieren. Deshalb gingen in der Vergangenheit solche Phasen mit tieferen Preisen einher

► **Darstellung 7.** Mittel- und längerfristig betrachtet wird unserer Meinung nach aber die Energiewende zu einer strukturell steigenden Rohstoffnachfrage führen. Davon dürften mitunter Kupfer, Silber, Platin, aber auch Lithium, Kobalt sowie Seltene Erden profitieren.

### 7 Schwache Konjunkturphasen... ...gehen tendenziell mit tieferen Rohstoffpreisen einher

Entwicklung des Bloomberg Industrial Metals Index, in USD



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

# Währungen

Ob eine Währung stark oder schwach ist, hängt auch davon ab, ob sie die Kaufkraft erhalten kann. Beim Zusammenspiel von Zinsen und Inflation überzeugt der Franken, während der Yen enttäuscht.



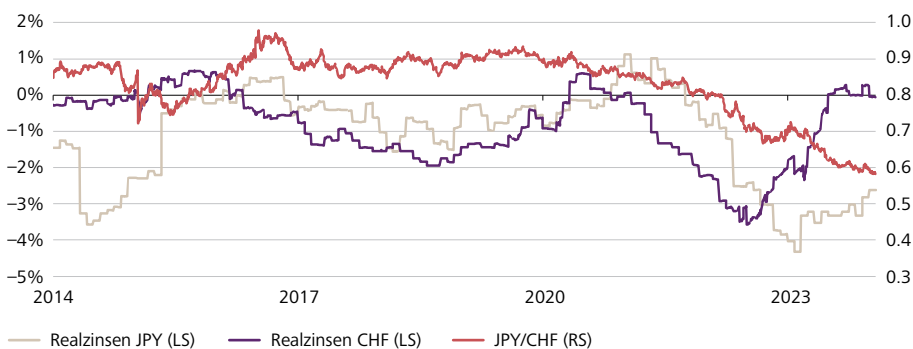
## Schon gewusst?

Ein japanischer Yen hat derzeit einen Wert von 0.6 Rappen. Dennoch kennt die Währung noch weitere Granularität. So wird 1 Yen in 100 Sen und 1 Sen in 1000 Rin unterteilt. Diese dienen aber nur noch rechnerischen Zwecken, denn aufgrund ihres geringen Wertes wurden Münzen dieser Untereinheiten bereits 1954 aus dem Umlauf genommen. Damit ist eine japanische 1 Yen-Münze derzeit die kleinste Stückelung. Sie ist vollständig aus Aluminium und rund 1 Gramm schwer. Zudem soll sie auf dem Wasser schwimmen können.

## 8 Niedrige Realzinsen...

...schwächen den Yen

Entwicklung kurzfristiger Realzinsen in JPY und CHF sowie Wechselkurs JPY/CHF (mit 100 multipliziert)



Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Der Zins ist der Preis des Geldes. Um aber einen korrekten Wert dafür zu erhalten, ist der Nominalzins um die Inflation zu bereinigen. Nur mit dem so ermittelten Realzins lässt sich die Kaufkraft bzw. deren Veränderung berechnen. Bei dieser Betrachtung schwingt die Schweiz trotz ihres Rufes als Niedrigzinsinsel oben aus. Grund ist die tiefe Inflation. Der Franken behält also seine Kaufkraft – und darauf kommt es an.

Welchen Effekt negative Realzinsen auf eine Währung haben können, zeigt sich an der Entwicklung des japanischen Yen verglichen mit dem Schweizer Franken. Von 2017 bis Mitte 2020 bewegten sich die Realzinsen in beiden Währungen auf einem ähnlichen Niveau. Auch der Wechselkurs der japanischen gegenüber der Schweizer Valuta tendierte in dieser Zeit seitwärts. Seit die Bank of Japan (BoJ) trotz aufkeimender Inflation an ihrer lockeren Geldpolitik festhält, die Schweizerische Nationalbank (SNB) aber die Zinsen anhob, öffnet sich eine Schere. Während sich die heimischen Realzinsen aus dem negativen Territorium befreiten, verharrten die japa-

nischen im Bereich des Kaufkraftverlustes. In der Folge verlor der Yen gegenüber dem Franken an Wert ► **Darstellung 8**. Solange sich an der Geldpolitik der BoJ nichts ändert, ist keine Erstarkung der japanischen Währung zu erwarten.

Diese Entwicklung ist umso erstaunlicher, als dass es sich beim Yen grundsätzlich auch um einen sicheren Hafen handelt. Dieser Status muss aber stets verteidigt werden. Daran rüttelt die BoJ gerade ordentlich. Investoren wägen letztlich immer Alternativen gegeneinander ab – und diese sprechen klar gegen den Yen.

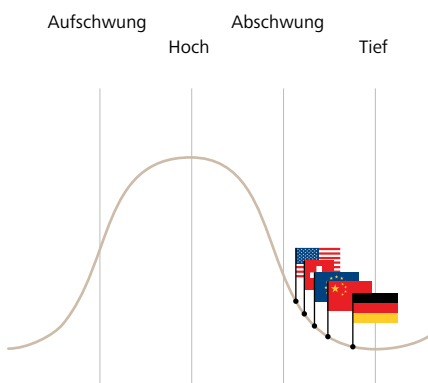
Die lockere Geldpolitik hat aber auch positive Seiten: Sie stützt die Exportindustrie, die in Japan eine zentrale Rolle spielt. Mit dieser Politik will die BoJ ihre langjährige Phase niedriger Inflation und Deflation beenden, um die Nachfrage anzukurbeln. Dazu benötigt sie weitere Daten, die eine längerfristige Teuerung um 2 % stützen. Erst dann werden Leitzinserhöhungen in Betracht gezogen – mit äusserster Vorsicht.



# Ein Blick nach vorne

**Die restriktive Geldpolitik wird die Konjunkturdynamik 2024 weiter dämpfen. Zugleich ist der Kampf gegen die Inflation noch nicht gewonnen. Erste Zinssenkungen sind daher erst im Sommer zu erwarten.**

## Konjunktur



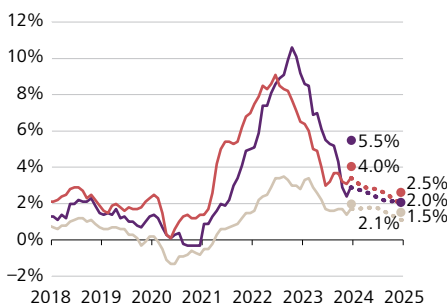
- Die **Schweizer** Industrie leidet unter der mauen Weltkonjunktur. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) hat sich zuletzt zwar etwas erholt, bleibt aber unter der Expansionsmarke von 50 Punkten. Als robust erweist sich dagegen weiterhin der Dienstleistungssektor. Für 2024 erwarten wir ein Wachstum des Bruttoinlandsproduktes (BIP) von 0.8%.
- Mit dem Wegfall der Corona-Sonderkonjunktur verzeichnen viele Industriebetriebe einen Auftragseinbruch. Im Zuge dessen ist Deutschland, die grösste Volkswirtschaft der **Eurozone**, im vergangenen Jahr in eine Rezession gerutscht. 2024 dürfte diese dann den gesamten Währungsraum erfassen. Wir gehen von einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um 0.1% aus.
- Der Konsum und der Arbeitsmarkt sind weiterhin wichtige Stützen der Wirtschaft in den **USA**. Auch im Schlussquartal 2023 ist die grösste Volkswirtschaft der Welt solid gewachsen. Unserer Meinung nach dürften sich aber die Bremspuren der höheren Zinsen im laufenden Jahr mehren. Wir haben unsere Prognose für das BIP-Wachstum auf 1.2% leicht angehoben.

## Inflation

### Das 2%-Zielband der Notenbanken...

...ist langsam in Sicht

Inflation und Prognosen



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

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

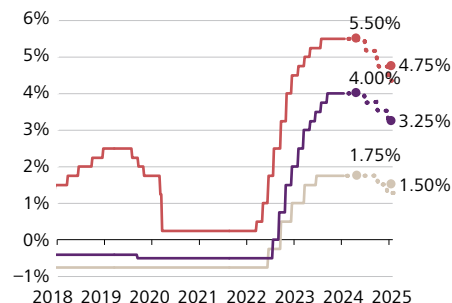
- Die Teuerung in der **Schweiz** hat sich zuletzt als stabil präsentiert. Aufgrund steigender Strompreise sowie höherer Mieten rechnen wir für die kommenden Monate allerdings mit einem Wiederaufflackern der Inflation.
- Der Preisauftrieb in der **Eurozone** hat sich, insbesondere wegen der steigenden Lohnstückkosten, zum Jahresende hin leicht beschleunigt (+2.9%). Unserer Ansicht nach dürfte es sich dabei aber nur um einen temporären Inflationsschub handeln.
- In den **USA** ist die Inflationsrate im Dezember überraschend deutlich von 3.1% auf 3.4% geklettert. Die Kernrate war indes leicht rückläufig. Damit zeigt sich einmal mehr, dass der Kampf gegen die Teuerung trotz abwärts gerichtetem Grundtrend kein Sprint, sondern ein Marathon ist.

## Geldpolitik

### Vorsichtige Währungshüter

Vor dem Sommer dürfte es keine Zinssenkungen geben

Leitzinsen und Prognosen



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

\*Einlagenzinssatz

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office

- Die Frankenstärke spielt der **Schweizerischen Nationalbank (SNB)** bei der Inflationsbekämpfung in die Hände. Angesichts der robusten Wirtschaft besteht für sie kein unmittelbarer Handlungsbedarf. Unsere Prognosen sehen eine erste Zinssenkung für den Herbst 2024 vor.
- Die **Europäische Zentralbank (EZB)** hat an ihrer Januar-Sitzung die Leitzinsen unverändert gelassen. Die Währungshüter wollen die im Frühling anstehenden Daten aus den Tarifabschlüssen der Länder abwarten. Von diesen erwarten sie sich Hinweise auf die Inflationseentwicklung. Der Zinssenkungszyklus der EZB dürfte somit frühestens im Juni beginnen.
- Auch die **US-Notenbank Fed** hat ihre Zinspause verlängert. Sie will ein Wiederaufflackern der Inflation vermeiden und wird wohl bis zum Sommer am aktuellen Zinsniveau festhalten.

### Unsere Autoren



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

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



**Jeffrey Hohegger, CFA**  
Anlagestrategie  
[jeffrey.hohegger@raiffeisen.ch](mailto: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](mailto:tobias.knoblich@raiffeisen.ch)

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

### Herausgeber

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

### Beratung

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