

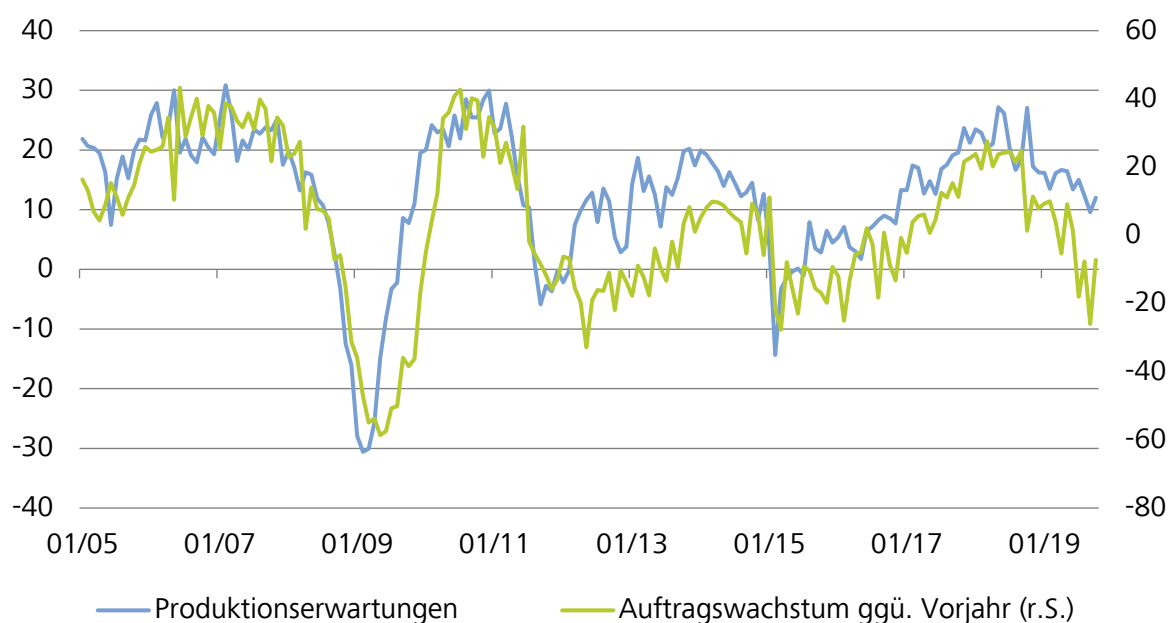
Grenzen der Geldpolitik

Die Handelsstreitigkeiten lasten unverändert auf dem Welthandel. Davon sind insbesondere auch die exportorientierten Länder in Europa betroffen. Die EZB hat deshalb ihre Zinsen im September nochmals gesenkt. Da sich jedoch zunehmend die Ansicht durchsetzt, dass damit das Ende der Fahnenstange ziemlich erreicht ist, hat sich der Druck auf den Franken und die SNB in Grenzen gehalten. Die SNB hat damit ohne Not die Zinsen nicht weiter herabgesetzt. Da das Tiefzinsumfeld aber wohl noch lange Zeit bestehen wird, hat die SNB die Negativzins-Freibeträge für die Banken erhöht, um einer breiten Weitergabe der Negativzinsen an die Bankkunden vorzubeugen.

Auf den folgenden Seiten finden sie kompakt mehr Details zu unserer Konjunktur- und Zinseinschätzung, inklusive einem Branchen-Fokus sowie die Raiffeisen-Prognosen.

Chart des Monats: Kein Absturz der Schweizer Industrieproduktion

KOF-Umfrage, Salden

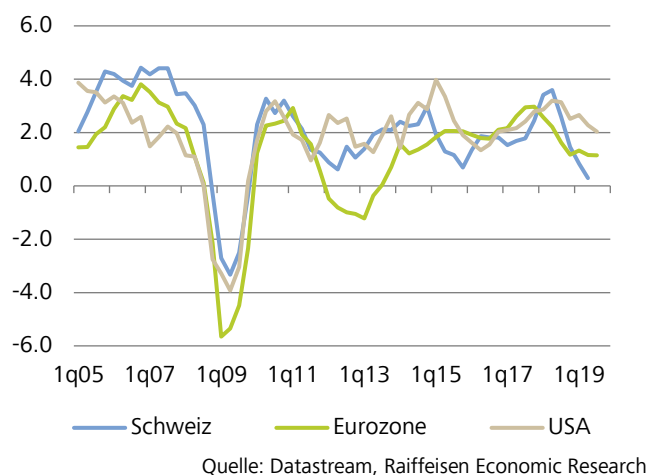


Quelle: KOF, Raiffeisen Economic Research

Die Auftragseingänge in der Schweizer Industrie sind im Zuge der globalen Konjunkturabschwächung teilweise eingebrochen, vor allem im konjunktursensitiven Maschinenbau. Verstärkt wird die Korrektur vom wiedererstarkten Franken. Dennoch fällt die Geschäftsbeurteilung der Unternehmen insgesamt gar nicht so schlecht aus. Nach der vorangegangenen Boom-Phase bleiben die Kapazitäten, ungeachtet des stark geschrumpften Auftragsvolumens, bislang gut ausgelastet. Gemäss den jüngsten Umfragen gehen die Unternehmen auch für die kommenden Monate von einer normalen Auslastung sowie einem leichten Anstieg der Produktion aus. Und trotz einer gewissen Zurückhaltung bei den Investitionen, ist in den meisten Branchen ein weiterer Beschäftigungsaufbau geplant. Eine Trendwende in der europäischen und Schweizer Industrie ist zwar noch nicht zu beobachten. Die Risiken bleiben nach unten gerichtet. Von einer Krise kann bislang aber nicht die Rede sein.

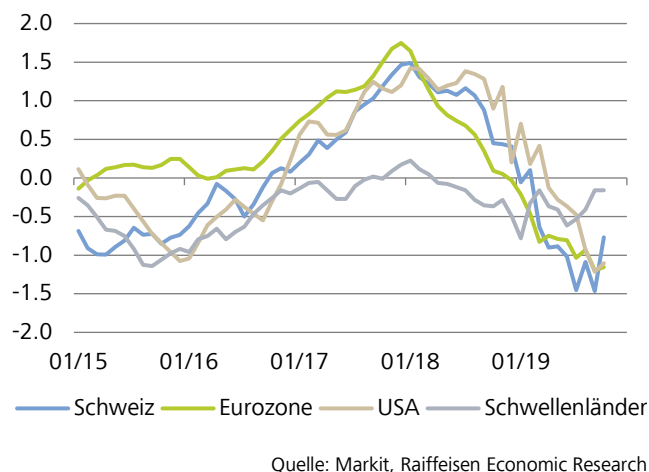
Konjunktur

BIP, real, in % ggü. Vorjahr

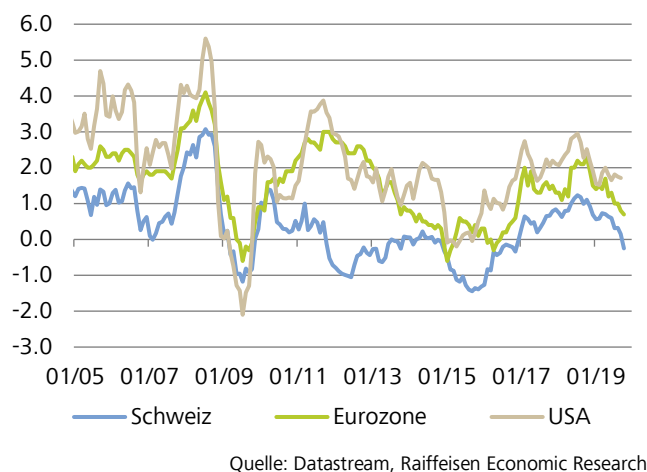


Einkaufsmanagerindizes (PMIs)

Standardisiert (langfristiger Durchschnitt = 0)



Konsumentenpreise, in % ggü. Vorjahr



Dauerbelastungsfaktor Handelskonflikt

Die globale Konjunktur befindet sich im Abwärtsmodus, belastet insbesondere von der US-Handelspolitik. Eine weitere Eskalation im Streit mit China konnte zwar zuletzt verhindert werden. Und die Aussichten auf ein Teil-Handelsabkommen sind gar nicht so schlecht. Der generelle Machtkampf zwischen den beiden Ländern dürfte allerdings weiterhin für Spannungen sorgen.

Entsprechend bleibt die Unsicherheit bei den Industrieunternehmen weltweit gross. Dies schlägt sich in verhaltenen Investitionen nieder. Davon sind speziell exportorientierte Länder wie Deutschland und die Schweiz betroffen, wo sich die Auftragslage im Verarbeitenden Gewerbe erheblich eingetrübt hat. Der starke Pharmasektor konnte die Schweizer Industrieproduktion bislang stabilisieren. Andere Sektoren können sich hingegen nicht von der schwächeren Nachfrage in den Nachbarländern abkoppeln. Das Schweizer BIP-Wachstum dürfte sich damit nach noch sehr dynamischen 2.8% im Vorjahr auf rund 1% in diesem Jahr abkühlen, und 2020 wieder leicht auf 1.3% erholen.

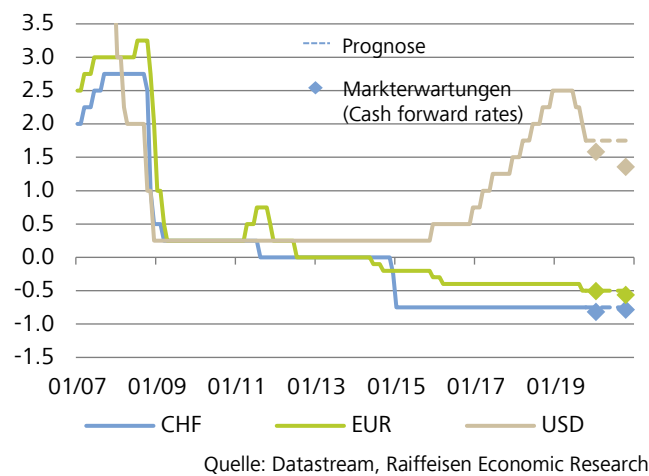
Die Unternehmensumfragen weisen zuletzt etwas weniger Pessimismus auf. Die Auftragsbeurteilung bleibt jedoch noch sehr schwach. Damit bleibt auch das Risiko eines Überschwappens der Exportschwäche auf den Arbeitsmarkt und den privaten Konsum bestehen. Bislang hält sich die Arbeitslosigkeit in der Schweiz sowie auch in der Eurozone und den USA allerdings noch widerstandsfähig auf teils rekordniedrigen Niveaus.

Schweizer Preise sinken wieder

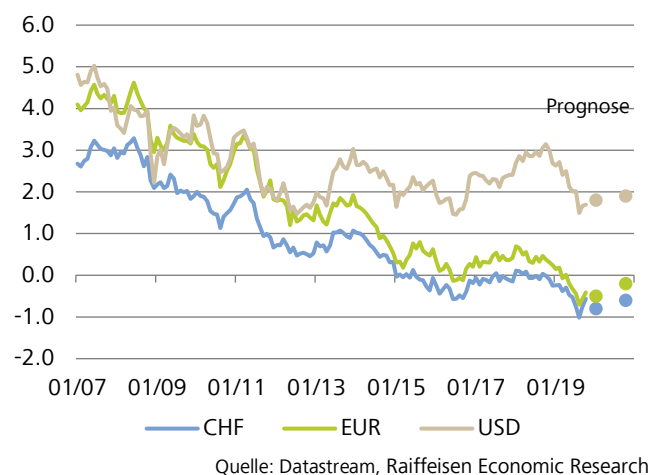
Im Zuge der globalen Konjunkturabkühlung schwächt sich auch der Preisdruck weltweit ab. Die Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen sind in den meisten Sektoren deutlich gesunken. In den USA hält sich der unterliegende Preistrend dabei recht stabil nahe der 2%-Marke. In der Eurozone verharrt die Inflation auf einem deutlich niedrigeren Niveau nahe 1%. Und in der Schweiz ist die Gesamtjahresrate im Oktober wieder unter Null gesunken. Aufgrund des wiedererstarteten Frankens wird die Preisentwicklung hier zusätzlich von stärker sinkenden Importpreisen gedämpft. Damit dürfte die Schweizer Inflationsrate 2020 nur noch leicht positiv ausfallen.

Zinsen

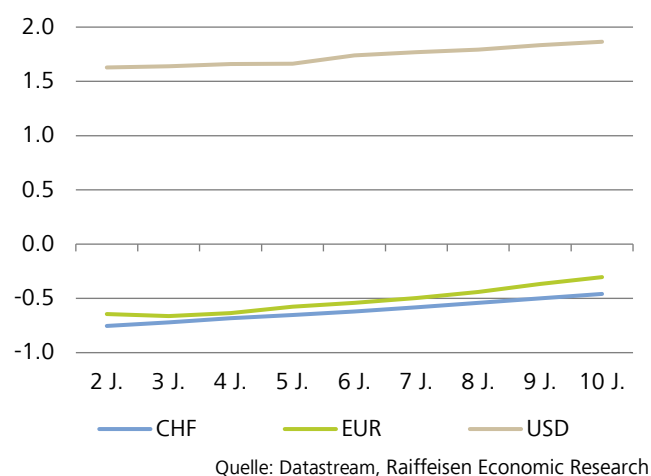
Leitzinsen, in %



10-Jahres-Staatsanleihen, in %



Zinskurve (Stand: 07.11.19)



Grenzen der EZB-Geldpolitik

Die Europäische Zentralbank hat im September nochmals ein umfangreiches Massnahmenpaket beschlossen, inklusive Zinssenkung auf -0.5% und neuer Anleihekäufe. Und wegen der weiterhin vorhandenen konjunkturellen Abwärtsrisiken ist sie bereit, bei Bedarf die Geldpolitik weiter zu lockern.

Der EZB-Rat ist jedoch zunehmend gespalten über den Nutzen der zusätzlichen Lockerung. Man sorgt sich immer mehr um die negativen Nebenwirkungen der Negativzinsen. Entsprechend scheinen die Grenzen der EZB-Zinspolitik (immer mehr) erreicht. Deswegen fordert die Notenbank von der Fiskalpolitik eine aktivere Rolle.

SNB senkt Zinsen ohne Not nicht weiter

Die Einschätzung, dass bei den EZB-Negativzinsen das Ende der Fahnenstange so ziemlich erreicht ist, dürfte zuletzt geholfen haben, den Druck auf den Schweizer Franken und die SNB zu verringern. Die SNB konnte nach der EZB-Zinssenkung auf Deviseninterventionen verzichten, und hat ohne Not ihren Leitzins nicht weiter gesenkt, sondern bei -0.75% belassen.

Ein erneuter Aufwertungsschub auf den Franken in den kommenden Monaten ist sicherlich nicht auszuschliessen. Entsprechend kann auch eine SNB-Zinssenkung zu einem späteren Zeitpunkt nicht ausgeschlossen werden. Unserer Ansicht nach dürfte dies jedoch weiter die Ultima Ratio der Nationalbank bleiben.

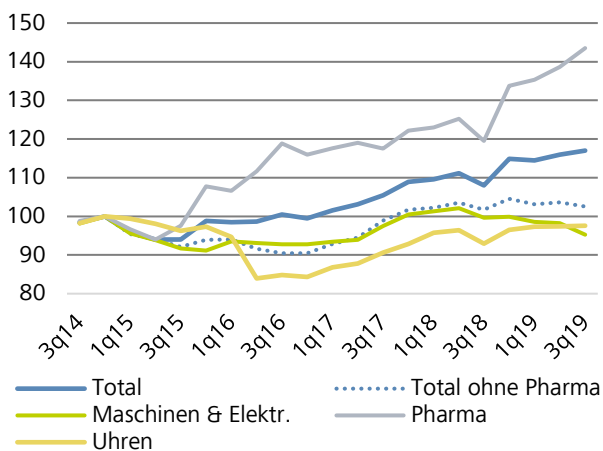
Mit der Aussicht auf noch lange Zeit tiefe Notenbankzinsen dürfte es damit auch bei den Langfristzinsen erst einmal nicht viel Bewegung geben, weder nach oben noch nach unten.

Fed senkt Zinsen sicherheitshalber

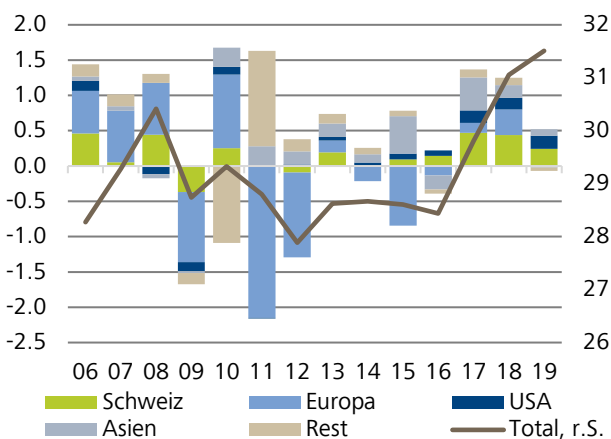
Die amerikanische Notenbank hat währenddessen ihre Geldpolitik ebenfalls gelockert. Im entspannten Inflationsumfeld räumt sie der Aufrechterhaltung des Aufschwungs Priorität ein. Sie hat die Zinsen mittlerweile zur Feinjustierung dreimal gesenkt. Darüber hinaus planen die Notenbanker aufgrund der grundsätzlich anhaltend robusten US-Konjunktur derzeit jedoch keinen ausgedehnten Zinssenkungszyklus.

Schweizer Branchen

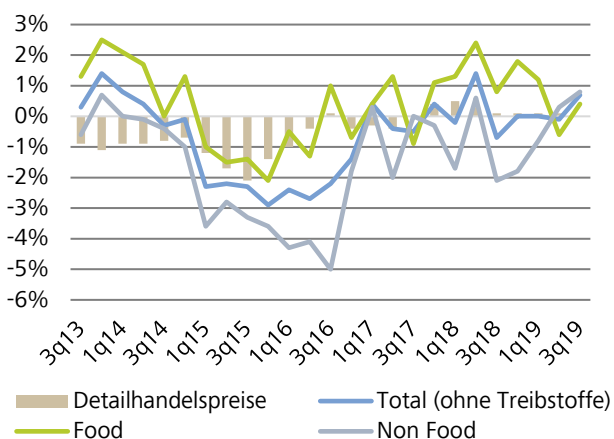
Exporte nach Branchen, Q4 2014 = 100



Logiernächte (kumuliert Jan-Sep) ggü. Vorjahr sowie Total, in Mio.



Umsätze und Preise im Detailhandel, Wachstum ggü. Vorjahr in %



Grosse Unterschiede zwischen Exportbranchen

Die Schweizer Warenexporte haben im Q3 trotz des sich abkühlenden Welthandels um über 8% gegenüber Vorjahr zugelegt. Das grosse Plus ist aber einmal mehr auf die stark wachsenden Pharmaexporte zurückzuführen. Die Auslandsnachfrage nach Pharmaprodukten nimmt aufgrund des demografischen Wandels unentwegt zu. Gleichzeitig ist der starke Franken aufgrund der geringen Preissensitivität der Medikamentennachfrage keine grosse Belastung. In den meisten anderen Branchen sind die Exporte hingegen rückläufig. Insbesondere der konjunktursensitive Maschinenbau spürt seit einiger Zeit harten Gegenwind. Eine der wenigen positiven Ausnahmen sind die Uhrenexporte. Diese haben zuletzt um 5% (ggü. Vorjahr) zugelegt, liegen damit wie die Maschinenexporte aber weiter unter dem Niveau von 2014.

Kein Wachstum mehr bei Gästen aus Europa

Der Konjunkturabschwung in Europa sowie der starke Franken hinterlassen auch im Tourismussektor Spuren. Die Rückkehr der europäischen Gäste hat sich 2019 nicht fortgesetzt. Von Januar bis September resultierte gegenüber der gleichen Vorjahresperiode ein leichtes Minus. Weniger Touristen kamen auch aus dem Nahen und Mittleren Osten. Nichtsdestotrotz wird der letztjährige Rekord bei den Logiernächten 2019 wohl übertroffen, da die Anzahl der inländischen Gäste und der Touristen aus den USA und Asien weiter wächst.

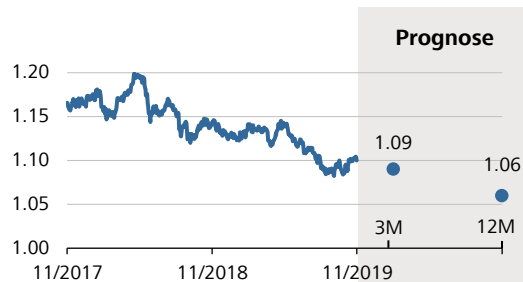
Detailhandel mit leichtem Plus

Im Gegensatz zur Industrie werden im Tourismussektor und auch in anderen Dienstleistungsbranchen weiterhin neue Stellen geschaffen. Insgesamt ist die Arbeitsmarktlage deshalb weiter robust. Davon profitiert der Privatkonsum, der zusätzlich noch durch das Bevölkerungswachstum und die niedrige Teuerung gestützt wird. Im Detailhandel, der etwa ein Viertel des Privatkonsums ausmacht, haben die nominalen Umsätze zuletzt um knapp 1% gegenüber Vorjahr zugelegt. Zuvor stagnierten sie einige Quartale lang. Auch im ansonsten stark unter Druck stehenden Non Food Bereich legten die Umsätze im Q3 zu. Nichtsdestotrotz bleibt die Lage im vom harten Strukturwandel geprägten Detailhandel weiter angespannt. Der Verdrängungskampf und der Preisdruck halten an.

Währungen

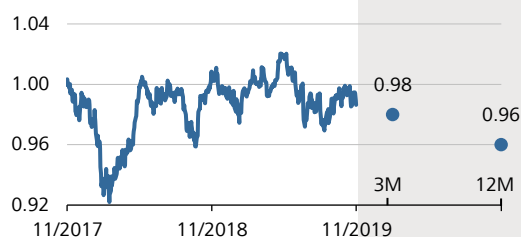
EUR/CHF

Der EUR/CHF-Kurs hat sich zuletzt um die Marke von 1.10 CHF eingependelt. Nachdem die Risiken und Nebenwirkungen der ultralockeren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) immer intensiver diskutiert werden und sich deren geldpolitische Optionen stetig verringern, hat der Aufwärtsdruck auf den Franken fürs Erste deutlich nachgelassen. Für die Schweizerische Nationalbank ist dies eine vergleichsweise komfortable Situation, denn sie muss ihren Devisenberg nicht weiter aufblähen. Ohne klare Konjunkturwende in der Eurozone werden die Bäume für den Euro aber nicht in den Himmel wachsen. Der Franken dürfte im nächsten Jahr relativ stark bleiben.



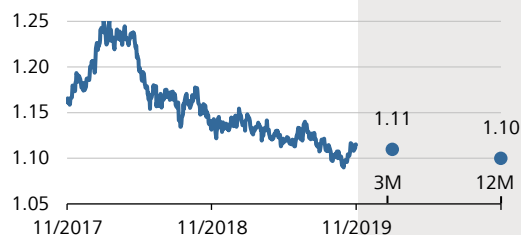
USD/CHF

Auch gegenüber dem US-Dollar hat sich der Franken seit August etwas abgeschwächt. Die Parität dürfte bis auf weiteres aber eine nicht nachhaltig überwindbare Knacknuss bleiben. Aufgrund der erneuten Lockerungsrunde der Fed hat der Greenback an Zinsattraktivität verloren. Mit dem dritten Zinsschritt in Folge Ende Oktober dürfte die Feinjustierung der US-Geldpolitik nun aber abgeschlossen sein. Entsprechend gibt es zumindest aus Zinssicht auch keinen grösseren Abwärtsdruck. Unsere Prognose sieht in den nächsten 12 Monaten daher eine relativ enge Bandbreite beim USD/CHF-Kurs vor. Für Volatilität könnte aber ein Amtsenthebungsverfahren gegen Trump sorgen.



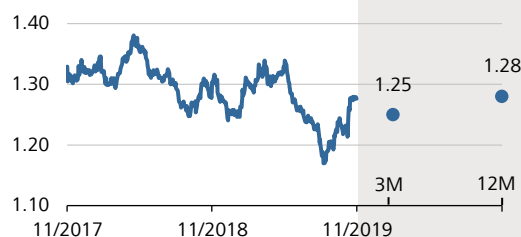
EUR/USD

Der EUR/USD-Kurs hat Anfang Oktober nochmals ein neues Jahrestief markiert. Seitdem konnte er aber um knapp 3% zulegen. Damit setzt sich das Muster dieses Jahres mit marginalen neuen Tiefs und anschliessenden Erholungsbewegungen fort. Dies reflektiert die Grenzen der europäischen Geldpolitik und die gleichzeitige Kehrtwende der US-Notenbank. Auch die Fundamentaldaten für den Euro hellen sich weiter auf: Die Überschüsse in Leistungs- und Kapitalverkehrsbilanz in der Eurozone steigen zusehends. Die Grundlage für eine deutlichere mittelfristige Aufwertung des Euros ist da. Damit diese auch stattfindet benötigt es aber eine bessere Wirtschaftsdynamik.



GBP/CHF

Nach einigem Hin und Her hat Boris Johnson sein Ziel erreicht: Noch in diesem Jahr wird es in Grossbritannien Neuwahlen geben. Die Opposition hatte wenig Alternativen zu bieten und ist am Ende eingeknickt. Am 12. Dezember wird nun gewählt. Damit steht erneut eine Phase der Unsicherheit bevor und eine klare Stimmenmehrheit, welche diese beseitigen könnte, ist zumindest ungewiss. Klar ist aber, dass das Risiko eines «No-Deal-Brexits» erheblich gesunken ist. Das britische Pfund widerspiegelte dies in den letzten Wochen mit einer Rally von bis zu 10%. Wir haben unsere Prognosen entsprechend nach oben angepasst.



JPY/CHF*

Der japanische Yen erfuhr in den letzten Wochen einen spürbaren Rücksetzer. Dieser dürfte nicht zuletzt auf die nachlassende Risikoaversion der Marktteilnehmer sowie die steigenden Renditen an den Anleihemärkten zurückzuführen sein – einem Umfeld, in dem die antizyklische japanische Währung typischerweise zur Schwäche neigt. Beim Währungspaar Yen/Franken halten sich diese Schwankungen üblicherweise aber in gewissen Grenzen, da auch der Schweizer Franken eine defensive Währung ist. Wir sehen derzeit keinen Anpassungsbedarf und halten an unseren 3- und 12-Monatsprognosen fest.



* mit 100 multipliziert

Quelle: Datastream, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Raiffeisen Prognosen (I)

Konjunktur

| | 2016 | 2017 | 2018 | Prognose 2019 | Prognose 2020 |
|---|------|------|------|---------------|---------------|
| BIP | | | | | |
| Durchschnittliches jährliches Wachstum (in %) | | | | | |
| Schweiz | 1.7 | 1.9 | 2.8 | 1.0 | 1.3 |
| Eurozone | 1.9 | 2.6 | 1.9 | 1.1 | 1.3 |
| USA | 1.6 | 2.2 | 2.9 | 2.2 | 1.6 |
| Japan | 0.6 | 1.9 | 0.8 | 0.8 | 0.3 |
| China | 6.7 | 6.8 | 6.6 | 6.2 | 5.9 |
| Global (PPP) | 3.4 | 3.8 | 3.6 | 3.3 | 3.2 |

| | | | | | |
|---------------------------|------|-----|-----|-----|-----|
| Inflation | | | | | |
| Jahresdurchschnitt (in %) | | | | | |
| Schweiz | -0.4 | 0.5 | 0.9 | 0.5 | 0.4 |
| Eurozone | 0.2 | 1.5 | 1.8 | 1.2 | 1.3 |
| USA | 1.3 | 2.1 | 2.5 | 2.0 | 2.1 |
| China | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 2.3 | 2.3 |
| Japan | -0.1 | 0.5 | 1.0 | 0.7 | 1.0 |

Finanzmärkte

| | 2017 | 2018 | Aktuell* | Prognose 3 M | Prognose 12 M |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|--------------|---------------|
| Leitzinsen | | | | | |
| Jahresende (in %) | | | | | |
| CHF | -0.75 | -0.75 | -0.75 | -0.75 | -0.75 |
| EUR | -0.40 | -0.40 | -0.50 | -0.50 | -0.50 |
| USD | 1.25-1.50 | 2.25-2.50 | 1.50-1.75 | 1.50-1.75 | 1.50-1.75 |
| JPY | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 |

| | | | | | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| Kapitalmarktzinsen | | | | | |
| Renditen 10-jährige Staatsanleihen; Jahresende (in %) | | | | | |
| CHF | -0.15 | -0.25 | -0.41 | -0.80 | -0.60 |
| EUR (Deutschland) | 0.56 | 0.66 | -0.27 | -0.50 | -0.20 |
| USD | 2.18 | 2.30 | 1.89 | 1.80 | 1.90 |
| JPY | 0.32 | 0.26 | -0.07 | -0.10 | -0.05 |

| | | | | | |
|---------------------|------|------|------|------|------|
| Wechselkurse | | | | | |
| Jahresende | | | | | |
| EUR/CHF | 1.20 | 1.09 | 1.10 | 1.09 | 1.06 |
| USD/CHF | 0.99 | 1.00 | 0.99 | 0.98 | 0.96 |
| JPY/CHF** | 0.83 | 0.83 | 0.91 | 0.90 | 0.88 |
| EUR/USD | 1.21 | 1.09 | 1.11 | 1.11 | 1.10 |
| GBP/CHF | 1.32 | 1.25 | 1.27 | 1.25 | 1.28 |

| | | | | | |
|---------------------------|------|------|------|------|------|
| Rohstoffe | | | | | |
| Jahresende | | | | | |
| Rohöl (Brent, USD/Barrel) | 67 | 52 | 62 | 60 | 56 |
| Gold (USD/Unze) | 1303 | 1281 | 1487 | 1500 | 1550 |

*07.11.2019

** mit 100 multipliziert

Raiffeisen Prognosen (II)

Schweiz - Detailprognosen

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Prognosen | |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|-----------|------|
| | | | | | | 2019 | 2020 |
| BIP, real, Veränderung in % | 2.5 | 1.3 | 1.7 | 1.9 | 2.8 | 1.0 | 1.3 |
| Privater Konsum | 1.3 | 1.7 | 1.5 | 1.2 | 1.0 | 1.1 | 1.1 |
| Staatlicher Konsum | 2.2 | 1.1 | 1.2 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.0 |
| Ausrüstungsinvestitionen | 2.8 | 2.8 | 5.3 | 4.6 | 2.8 | 0.5 | 1.9 |
| Bauinvestitionen | 3.1 | 1.5 | 0.4 | 1.4 | 0.9 | 0.4 | 0.2 |
| Exporte | 5.2 | 2.4 | 7.0 | 3.8 | 3.8 | 3.0 | 2.0 |
| Importe | 3.3 | 2.8 | 4.7 | 4.2 | 1.3 | 0.5 | 2.2 |
| Arbeitslosenquote in % | 3.0 | 3.2 | 3.3 | 3.1 | 2.6 | 2.3 | 2.4 |
| Inflation in % | 0.0 | -1.1 | -0.4 | 0.5 | 0.9 | 0.5 | 0.4 |

Herausgeber

Raiffeisen Economic Research
Martin Neff, Chefökonom
Brandschenkestr. 110d
8002 Zürich
economic-research@raiffeisen.ch

Autoren

Domagoj Arapovic, CFA
domagoj.arapovic@raiffeisen.ch

Oliver Hackel, CFA
oliver.hackel@raiffeisen.ch

Alexander Koch, CFA
alexander.koch@raiffeisen.ch

Wichtige rechtliche Hinweise**Kein Angebot**

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Diese Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind im entsprechenden Kotierungsprospekt enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist.

Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsprospekte studiert wurden. Entscheide, welche aufgrund der vorliegenden Publikation getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers.

Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation oder deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken.

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Diese Publikation ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVG) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.