

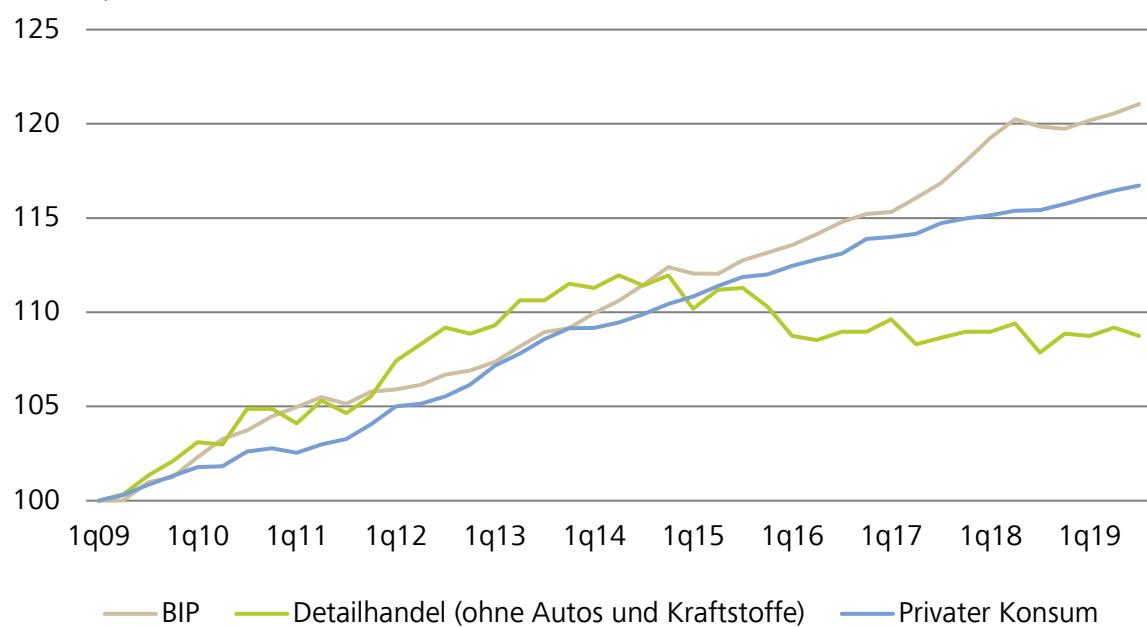
Nur Pharma wächst noch kräftig

Die konjunkturellen Vorlaufindikatoren haben sich weltweit etwas erholt, verharren aber auf tiefen Niveaus. Die globale Konjunkturschwäche hält damit an und hinterlässt auch in der Schweiz ihre Spuren. Das solide Schweizer BIP-Wachstum im dritten Quartal war nahezu ausschliesslich durch den äusserst dynamischen Pharmasektor getrieben. Es täuscht darüber hinweg, dass viele Branchen mit Umsatzrückgängen konfrontiert sind, insbesondere die konjunktursensitive MEM-Industrie. Ungeachtet eines gewissen Stellenabbaus im Verarbeitenden Gewerbe, planen die Unternehmen insgesamt die Beschäftigung zwar weniger stark aber doch weiter auszuweiten.

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: Schweizer Detailhandel hinkt weiter hinterher

Index (1q09=100), real

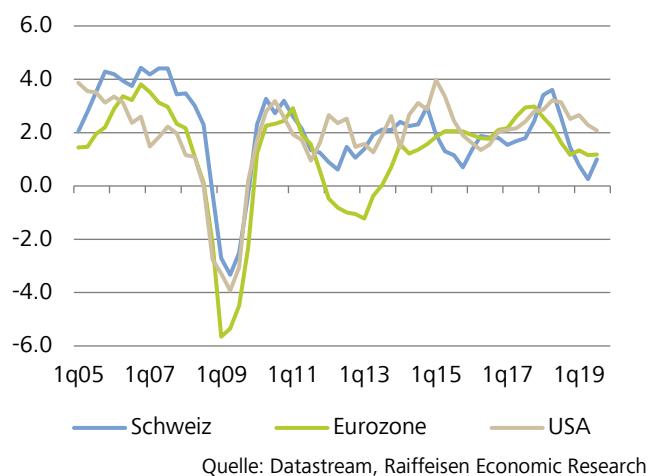


Quelle: KOF, Raiffeisen Economic Research

Die Konsumausgaben der Schweizer Haushalte legten im dritten Quartal weiter zu, wenn auch unterdurchschnittlich. Während die Dienstleistungsausgaben höher ausfielen, hat der klassische Detailhandel, der rund ein Viertel der Konsumausgaben ausmacht, mal wieder ein Minus verzeichnet. Der Detailhandel hinkt der Gesamtwirtschaft damit weiter deutlich hinterher. Die seit dem Frankenschock von 2015 anhaltende Abkoppelung von der gesamtwirtschaftlichen Dynamik ist, neben einer generellen Konsumsättigung und zuletzt nur mageren Reallohnsteigerungen, nicht zuletzt auf den Einkaufstourismus zurückzuführen. Dadurch geht der Branche schätzungsweise etwa 10% des jährlichen Umsatzes verloren. Die Einkaufsfahrten ins grenznahe Ausland haben zwar nicht weiter zugenommen, sie bleiben für den Detailhandel aber eine grosse Belastung. Zudem hält der Boom bei den Online-Bestellungen aus dem Ausland unvermindert an.

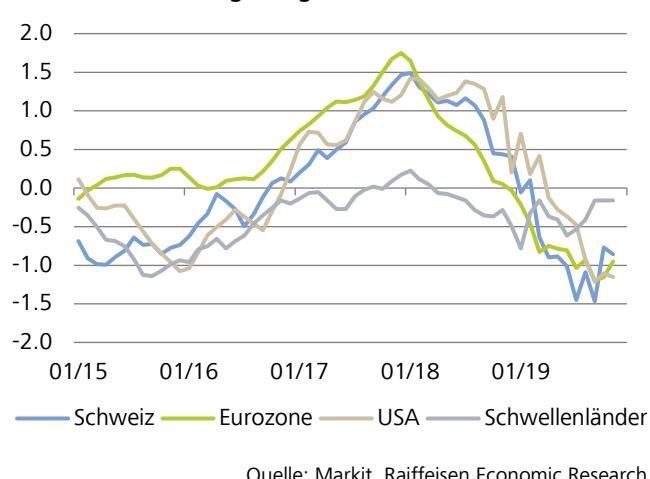
Konjunktur

BIP, real, in % ggü. Vorjahr



Einkaufsmanagerindizes (PMIs)

Standardisiert (langfristiger Durchschnitt = 0)



Konsumentenpreise, in % ggü. Vorjahr



Quelle: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Schweiz koppelt sich nur scheinbar ab

Die Schweizer Wirtschaft ist im dritten Quartal, im Gegensatz zum Trend in den Nachbarländern, wieder etwas stärker gewachsen. Neben einem vorübergehenden Schub von wetterbedingt rekordhohen Stromexporten, hat der übermächtige Pharmasektor die Industrieexpansion allerdings quasi im Alleingang aufrechterhalten. Abgesehen davon kann sich das Schweizer Verarbeitende Gewerbe nicht von der globalen Konjunkturschwäche abkoppeln.

Und die unterliegende Wachstumsdynamik dürfte zum Jahresende verhalten bleiben. In der Eurozone und insbesondere in Deutschland haben sich die Erwartungen im Verarbeitenden Gewerbe zwar erholt. Die Stimmungsniveaus sind aber noch tief. Sie signalisieren zum Jahresende eine Verlangsamung der Talfahrt, aber weiterhin eine negative Entwicklung. Die anhaltend schwache Industriedynamik schlägt sich dabei aber bislang nur begrenzt auf andere Wirtschaftsbereiche nieder. Vor allem die Konsumenten bleiben recht zuversichtlich.

Rekordlanger US-Aufschwung läuft weiter

Dies gilt umso mehr für die US-Konsumenten. Dort ist in der Industrie wegen des Handelsstreits ebenfalls eine Delle zu beobachten. Der Ausblick stellt sich jedoch robuster als in Europa dar. Vor allem die kleineren US-Unternehmen sehen sich in ihrer Geschäftstätigkeit nicht beeinträchtigt. Ein Abbruch des rekordlangen Konjunktur- und Arbeitsmarktaufschwungs ist unverändert nicht angezeigt.

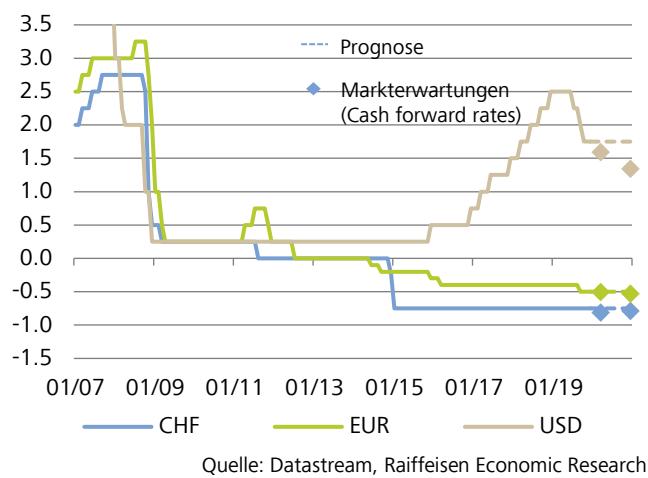
Kein Inflationsdruck

Die schwächere Konjunkturdynamik wirkt sich allerdings dämpfend auf die Preisentwicklung in den USA aus. Die unterliegende Inflation verharrt, trotz gewisser preissteigernder Effekte der Strafzölle, unter der 2%-Marke. Nochmals niedriger fallen die Preiserwartungen in der Eurozone aus, wo sich die Kerninflation bereits längere Zeit nahe der 1%-Marke bewegt und keine Anzeichen einer Aufwärtsbewegung aufweist.

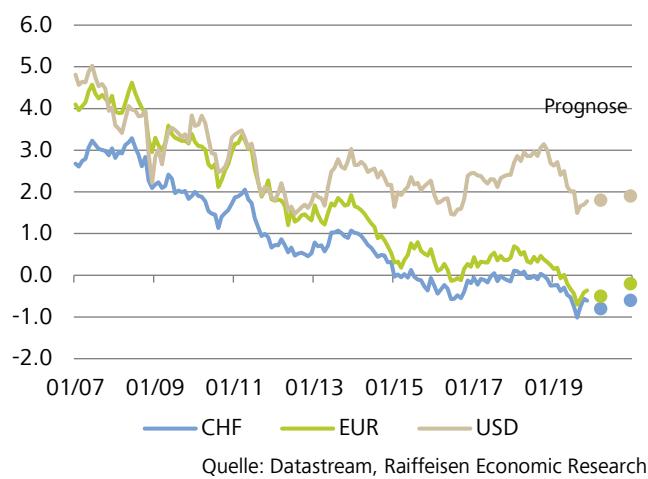
In der Schweiz ist die Teuerung zuletzt wegen des wiedererstarkten Franken und der gesunkenen Energiepreise wieder ins Negative gerutscht. Die Preise für importierte Güter sind deutlich rückläufig, während die Preise für Dienstleistungen moderat zulegen. Damit dürfte die Jahresinflation sowohl dieses als auch nächstes Jahr nur leicht positiv ausfallen.

Zinsen

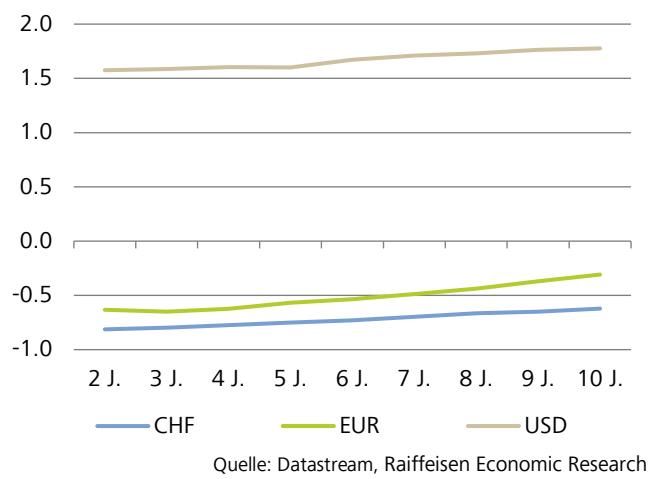
Leitzinsen, in %



10-Jahres-Staatsanleihen, in %



Zinskurve (Stand: 04.12.19)



EZB will Geduld üben

Die Europäische Zentralbank hat im September die Zinsen nochmals auf -0.5% gesenkt und mittlerweile die Nettokäufe von Staatsanleihen in Höhe von monatlich 20 Mrd. Euro wieder aufgenommen. Und wegen der sich hinziehenden Schwäche der Eurozone-Industrie, sowie der unverändert überwiegenden Abwärtsrisiken, ist sie bereit bei Bedarf erneut zu handeln.

Der EZB-Rat bleibt jedoch tief gespalten über den Nutzen zusätzlicher Massnahmen, vor allem weil die Nebenwirkungen immer offensichtlicher werden. Unabhängig davon besteht breite Einigkeit darüber, dass ein schnelles Nachlegen nicht angebracht ist. Die neuen Massnahmen brauchen ausreichend Zeit zur Entfaltung. Schnellschüsse sind damit von der EZB nicht zu erwarten.

SNB ohne Handlungsdruck

Da an den Zinsmärkten derzeit keine weitere Zinssenkung der EZB mehr eingepreist ist, bleibt auch die Situation für die SNB entspannt. Der EUR/CHF-Wechselkurs hat sich knapp unter der Marke von 1.10 stabilisiert, ohne weitere Devisenkäufe der Nationalbank. Zwar wiederholen die SNB-Direktoriumsmitglieder gebetsmühlenartig ebenfalls ihre Bereitschaft für eine nochmalige Zinssenkung. Handlungsdruck besteht derzeit jedoch nicht. Devisenkäufe sollten die erste Verteidigungslinie bleiben. Ohne Not dürfte die SNB nicht weiter an der Zinsschraube drehen.

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.

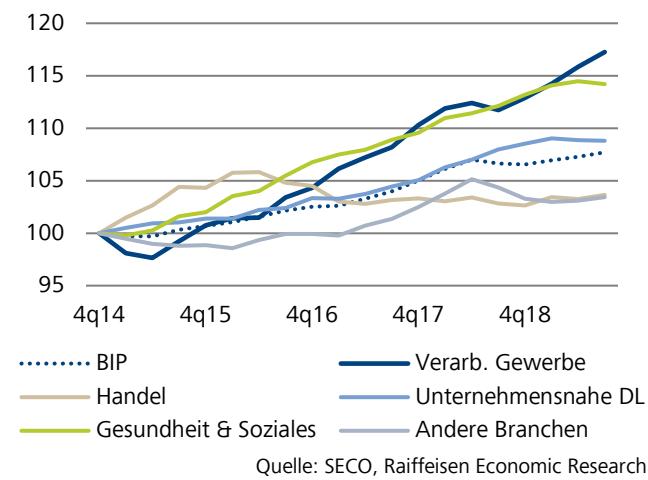
Fed bewertet Zinsniveau als gut kalibriert

Ähnlich sieht es in den USA aus. Die amerikanische Notenbank hat die Zinsen sicherheitshalber dreimal gesenkt, um den Aufschwung aufrechtzuerhalten. Ein darüber hinaus gehender ausgedehnter Senkungszyklus ist nach Einschätzung der US-Notenbanker jedoch erst bei einer wesentlichen Verschlechterung des Konjunkturausblicks angebracht. Für Zinsanhebungen müsste man auf der anderen Seite eine wirklich signifikante Aufwärtsbewegung der Inflation sehen. Damit sehen wir auch für die USA keinen Ausbruch der langfristigen Zinserwartungen nach oben.

Schweizer Branchen

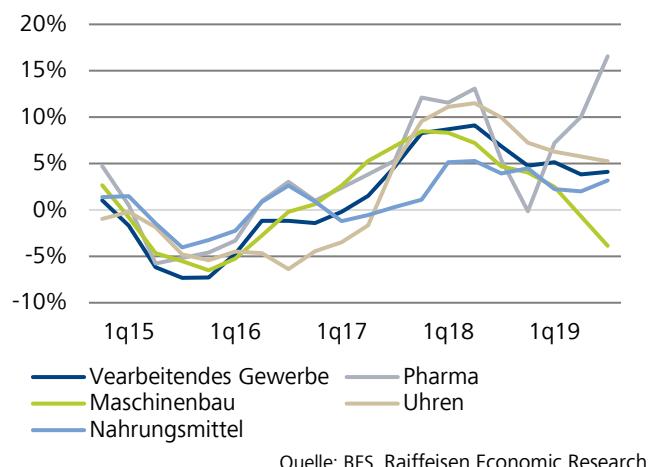
Wertschöpfung nach Branchen

Index (4q14 = 100)



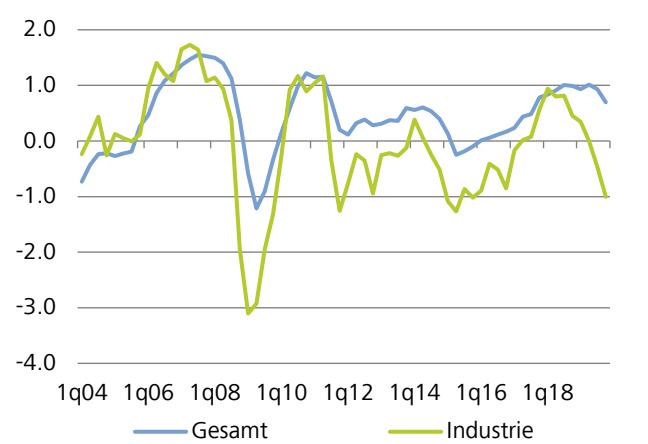
Umsätze im Verarbeitenden Gewerbe

Nach Branchen, in % ggü. Vorjahr



Gemischte Beschäftigungserwartungen

KOF-Beschäftigungsindikator, standardisiert



Starkes Industriewachstum täuscht

Im Verarbeitenden Gewerbe ist die Wertschöpfung im dritten Quartal trotz der globalen Konjunkturabkühlung erneut kräftig gestiegen. Dies ist aber hauptsächlich auf die starke Entwicklung der wenig konjunktursensitiven Pharmabranche zurückzuführen. In den übrigen Branchen des Verarbeitenden Gewerbes war die Wertschöpfung hingegen insgesamt negativ. Die Nahrungsmittelindustrie und die Uhrenbranche verzeichneten zwar ein Umsatzplus, in der gewichtigen Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie resultierte jedoch ein Minus.

Auch im Tertiärsектор schwächelten im dritten Quartal die meisten Branchen. Bei den unternehmensnahen Dienstleistungen beispielsweise verringerte sich die Wertschöpfung zum zweiten Mal in Folge. Die Branche ist sehr breit definiert, vom Immobilienmakler zum Personalvermittler, zeigt sich in der Regel aber konjunktursensitiv. Das Gesundheits- und Sozialwesen wiederum verzeichnete erstmals seit Jahren ein Wertschöpfungsminus. Dabei hat sich die Beschäftigungsdynamik deutlich verlangsamt. Ange-sichts der positiven Branchenaussichten dürfte der Wertschöpfungsrückgang aber eine Ausnahme darstellen.

Negativer Ausblick für Industriebeschäftigung

Die konjunkturelle Abkühlung erfasst auch den Schweizer Arbeitsmarkt. Das Beschäftigungswachstum fiel im dritten Quartal zwar mit gut 1% noch robust aus. Es werden aber mittlerweile sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungsbereich weniger neue Stellen geschaffen. Die Beschäftigungsaussichten haben sich in den letzten Monaten insbesondere in der Industrie stark eingetrübt. Gemäss dem Beschäftigungsindikator der KOF plant per Saldo eine Mehrheit der befragten Industrieunternehmen in den nächsten drei Monaten Stellen abzubauen. Die Beschäftigungserwartungen sind fast so tief wie nach dem Frankenschock.

Auch für den Dienstleistungsbereich bahnt sich eine spürbare Verlangsamung des bis zuletzt robusten Beschäftigungswachstums an. Die von der KOF befragten Unternehmen planen jedoch weiterhin netto neue Stellen zu schaffen. Ein Beschäftigungsrückgang wie letztmals während der Finanzkrise der Fall ist aktuell nicht angezeigt.

Währungen

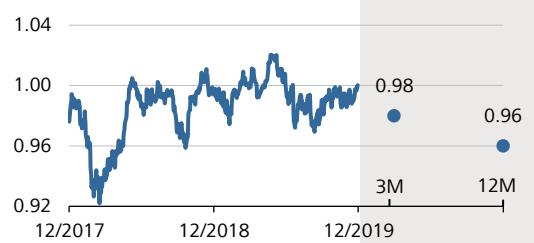
EUR/CHF

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 grossen Abwärtsdruck. Unsere Prognose sieht den USD/CHF-Kurs in den nächsten 12 Monaten daher in einer relativ engen Bandbreite und gegen Jahresende 2020 bei 0.96 CHF.



EUR/USD

Der Abwärtstrend des Euros gegenüber dem US-Dollar hat im Jahresverlauf stetig an Dynamik verloren. Zuletzt hat sich der EUR/USD-Kurs rund 2 Cent oberhalb des Jahrestiefs aus dem Oktober stabilisiert. Die Volatilität des Währungspaares befindet sich inzwischen nahe historischer Tiefstände. Für grössere Bewegungen fehlt es derzeit an Impulsen. Da sich die Notenbanken auf beiden Seiten des Atlantiks in Winterstarre befinden, dürfte es zumindest von Seiten der Geldpolitik auch in den kommenden Monaten keine Impulse geben. Mittelfristig hat der Euro durchaus Aufwärtspotential. Ohne bessere Wachstumsdaten dürfte sich dieses so bald aber nicht entfalten.



GBP/CHF

Erstmals seit 45 Jahren finden in Grossbritannien dieses Jahr wieder Wahlen im Winter statt. Die Chancen stehen gut, dass Boris Johnson mit seinen Tories am 12. Dezember als Sieger hervorgeht. Ob es danach zu dem versprochenen schnellen Austritt aus der Europäischen Union (EU) kommt, ist aber ungewiss. Es gibt genügend alternative Szenarien, die eine weitere Phase der Unsicherheit mit sich bringen würden. Für das günstig bewertete britische Pfund ist anhaltende Ungewissheit Gift. Nachdem der «worst case» bereits ausgepreist wurde, sehen wir für die Währung auf mittlere Sicht nur bedingt weiteres Erholungspotential.



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 Anleihenmärkten zurückzuführen sein – einem Umfeld, in dem die antizyklische japanische Währung typischerweise zur Schwäche neigt. Beim Währungspaar Yen/Schweizer Franken halten sich diese Schwankungen üblicherweise aber in gewissen Grenzen, da auch der 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	-0.61	-0.80	-0.60
EUR (Deutschland)	0.56	0.66	-0.30	-0.50	-0.20
USD	2.18	2.30	1.78	1.80	1.90
JPY	0.32	0.26	-0.03	-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	1.30	1.25	1.28
Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	67	52	63	60	56
Gold (USD/Unze)	1303	1281	1475	1500	1550

*05.12.2019

** mit 100 multipliziert

Raiffeisen Prognosen (II)

Schweiz - Detailprognosen

	Prognosen						
	2014	2015	2016	2017	2018	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 Risiko-hinweise 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 getätigkt 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.