

Keine Entspannung für den Franken

Die weltwirtschaftlichen Abwärtsrisiken sind mit der Unterzeichnung des „Phase 1“-Teilhandelsabkommens zwischen den USA und China zwar nicht verschwunden. Der Waffenstillstand sorgt jedoch erst einmal für etwas Entspannung. Damit setzt sich die Stimmungsaufhellung in der Industrie fort. Sowohl für die US-Notenbank als auch die Europäische Zentralbank ist eine weitere Zinssenkung aktuell kein Thema mehr.

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

Chart des Monats: Franken erneut unter Druck

EUR/CHF-Wechselkurs

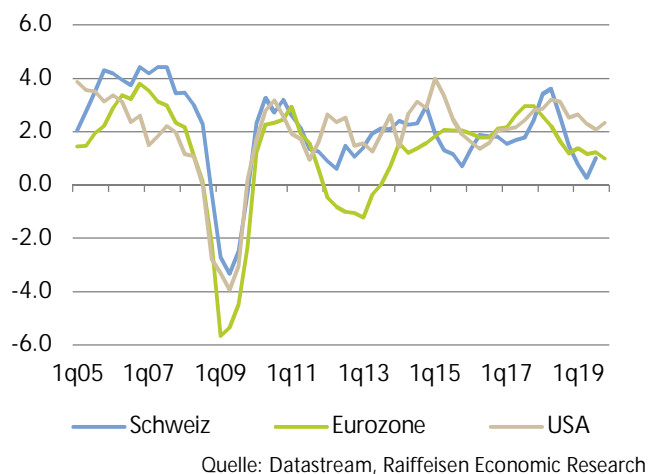


Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research

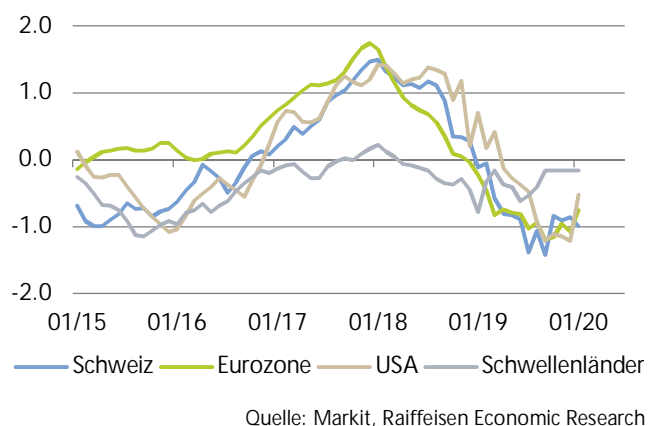
Erneute Zinssenkungsfantasien gibt es nach dem Jahreswechsel hingegen für die Schweizerische Nationalbank. Denn der Aufwertungsdruck auf den Franken hat wieder zugenommen. EUR/CHF ist auf das tiefste Niveau seit April 2017 gefallen. Eine Zinssenkung würde die Attraktivität des Franken nach Ansicht der SNB verringern. Allerdings macht sich auch die SNB, genauso wie die anderen europäischen Notenbanken, zunehmend Sorgen über die Nebenwirkungen „dauerhafter“ und noch tieferer Negativzinsen. Die erste Verteidigungslinie der SNB dürften deshalb grundsätzlich Devisenkäufe bleiben. Aber auch hier scheint sie sich stärker zurückzuhalten als noch letztes Jahr, als sie bereits bei einem Wechselkurs von über 1.08 mit einigen Milliarden interveniert hat. Man toleriert mittlerweile offenbar einen stärkeren Franken, unter anderem vielleicht auch weil bei anhaltenden Interventionen die Brandmarkung als Währungsmanipulator durch die USA droht.

Konjunktur

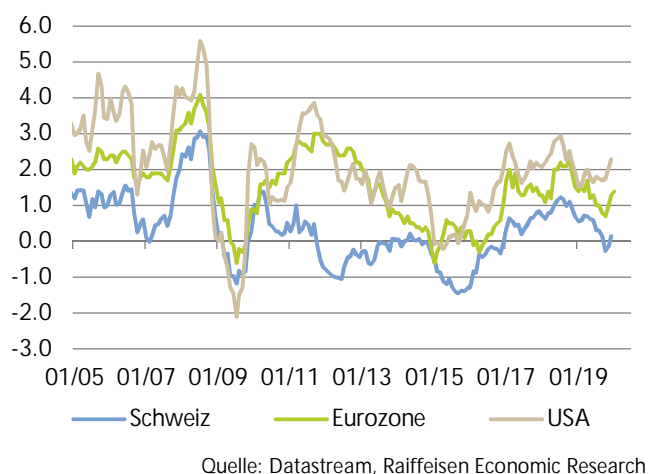
BIP, real, in % ggü. Vorjahr



Einkaufsmanagerindizes (PMIs)
Standardisiert (langfristiger Durchschnitt = 0)



Konsumentenpreise, in % ggü. Vorjahr



Handelsabkommen bringt ein bisschen Frieden
Der Welthandel hat sich im Zuge der aggressiven und unkalkulierbaren US-Handelspolitik im letzten Jahr erheblich abgekühlt. Mit der Unterzeichnung eines ersten Teilhandelsabkommens zwischen den USA und China ist zum Jahreswechsel jedoch zumindest erst einmal ein bisschen Frieden eingeleitet. Entscheidende Handelsthemen wurden zwar ausgeklammert und bergen zukünftig unverändert Sprengstoff. Der Waffenstillstand macht jedoch eine erneute Eskalation bis zur US-Präsidentenwahl Ende des Jahres weniger wahrscheinlich.

Die konjunkturellen Abwärtsrisiken haben sich damit zwar nicht aufgelöst, haben aber doch spürbar abgenommen. Der Ausblick für die angeschlagenen Industrieunternehmen hat sich zum Jahresbeginn weiter stabilisiert, sowohl in den USA als auch in Europa. Nicht zuletzt in Deutschland erwarten die Industrieunternehmen mittlerweile wieder einen leichten Anstieg der Produktion. Ein Auslaufen der Industrierezession wird wahrscheinlicher, und ein Überschwappen auf den widerstandsfähigen Dienstleistungssektor damit unwahrscheinlicher.

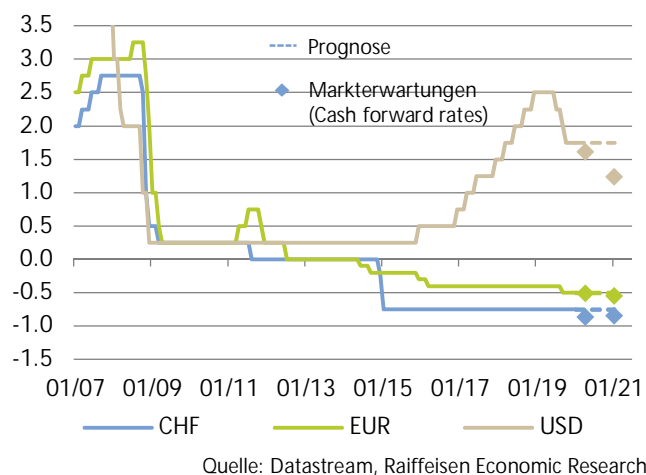
Schweizer Wirtschaft mit Franken-Gegenwind
Mit Ausnahme des übermächtigen Pharmasektors waren auch die Schweizer Exporte bis zum Jahresende stark rückläufig. Die zunehmenden Signale für eine konjunkturelle Stabilisierung in den Nachbarländern dürften sich jedoch stützend auf die Umsatzerwartungen der Schweizer Industrieunternehmen auswirken. Gegenwind besteht hingegen aufgrund der erneuten Franken-Stärke, die auch den Einkaufstourismus wieder attraktiver macht. Von einer ausgeprägten Wiederbeschleunigung der Konjunkturdynamik ist deshalb unverändert nicht auszugehen.

Inflation schwankt um Null

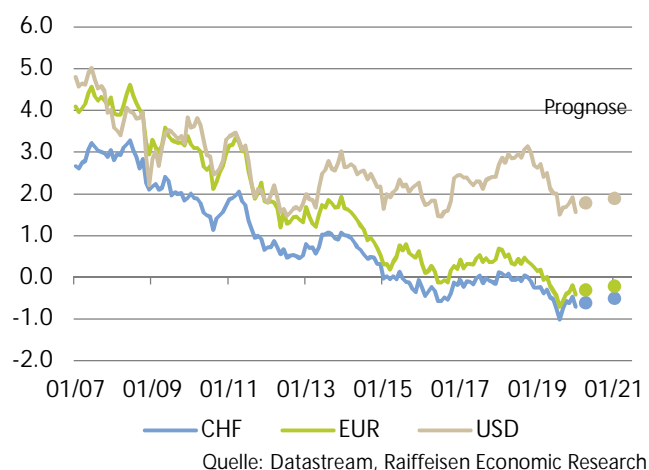
Der unterliegende Preisdruck bleibt währenddessen weltweit gedämpft. In den USA ist ungeachtet der niedrigen Arbeitslosigkeit und der vielfältigen Strafzölle kein Überschiessen der Inflation angezeigt. In der Eurozone ist lediglich ein sehr verhaltener Anstieg der Preisdynamik zu beobachten. Und in der Schweiz schwankt die Gesamtjahresrate im Zuge der anhaltenden Franken-Stärke wieder um die Null-Marke. Darüber hinaus sollte sich eine nochmalige Senkung des hypothekarischen Referenzzinssatzes ab März zusätzlich preisdämpfend auswirken.

Zinsen

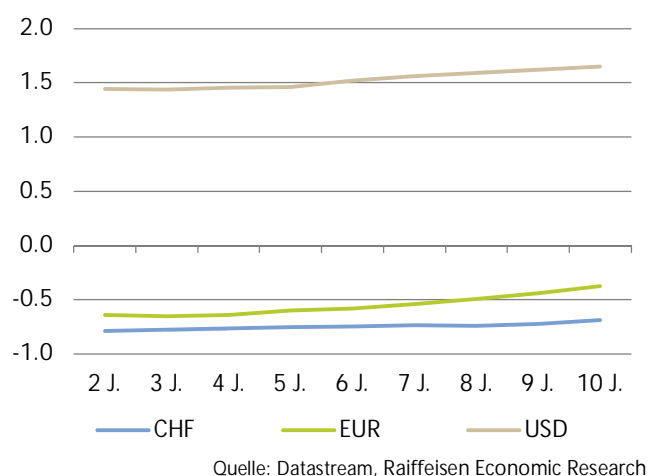
Leitzinsen, in %



10-Jahres-Staatsanleihen, in %



Zinskurve (Stand: 06.02.20)



SNB hält sich stärker zurück

Die Schweizerische Nationalbank hält die Negativzinsen im aktuellen Umfeld unverändert für unverzichtbar. Obwohl sich der globale Konjunkturausblick zuletzt etwas aufgeheitert hat und für die EZB keine weitere Zinssenkung mehr erwartet wird, ist der Franken seit Jahresbeginn wieder unter Aufwärtsdruck geraten.

Eine nochmalige Zinssenkung der SNB ist damit nicht ausgeschlossen. Dies dürfte aber weiterhin die Ultima Ratio bleiben. Die erste Verteidigungslinie sollten unverändert Devisenkäufe sein. Da bei anhaltenden Interventionen jedoch u.a. eine Brandmarkung als Währungsmanipulator durch die USA droht, scheint sich die Nationalbank mittlerweile stärker zurückzuhalten, und toleriert damit ein niedrigeres EUR/CHF-Niveau als noch im letzten Jahr.

EZB hält Zinsen aktuell für völlig angemessen
Die Europäische Zentralbank sieht zu Jahresbeginn zunehmend weniger ausgeprägte Abwärtsrisiken und will ihr letztes umfangreiches Massnahmenpaket erst einmal wirken lassen. Das Zinsniveau bewertet die EZB dabei aktuell als völlig angemessen.

Darüber hinaus zeigen sich mittlerweile die meisten EZB-Ratsmitglieder besorgt über die möglichen Nebenwirkungen „dauerhafter“ Negativzinsen. Die Bereitschaft zu einer zeitnahen Abkehr vom Negativzinsexperiment ist bislang jedoch noch nicht erkennbar. Damit bleiben die langfristigen Zinserwartungen in Europa tief verankert.

Fed sieht Konjunktur in gesunder Verfassung
Die amerikanische Notenbank befindet sich nach drei vorsorglichen Zinssenkungen ebenfalls im Beobachtungsmodus. Die Priorität der US-Notenbanker liegt weiterhin auf der Aufrechterhaltung des Aufschwungs. Die Hürde für eine Rücknahme der Zinssenkungen liegt damit hoch. Da man die Konjunktur gleichzeitig weiterhin in einer gesunden Verfassung sieht, sind auf der anderen Seite auch zusätzliche Senkungen derzeit kein Thema. Insgesamt sehen wir für die USA ebenfalls keinen Ausbruch der langfristigen Zinserwartungen nach oben.

Schweizer Branchen – Fokus Uhrenindustrie

Die Schweizer Uhrenindustrie verzeichnete 2019 ein Exportwachstum von 2.4%. In allen grossen Absatzmärkten resultierte ein Umsatzplus, auch in Asien, wo die Uhrennachfrage neben der nachlassenden Konjunkturdynamik auch durch die politische Instabilität in Hong Kong gebremst wurde. Der Exportumsatz betrug 21.7 Mrd. Franken, das zweitbeste Ergebnis seit dem Rekordjahr 2014.

Im Gegensatz zum erzielten Umsatz war die Anzahl der exportierten Uhren allerdings erneut stark rückläufig. Letztes Jahr wurden noch knapp 20.6 Mio. Uhren im Ausland verkauft, über drei Millionen Stück weniger als 2018, ein Minus von 13%. Der Rückgang betrifft dabei vor allem Zeitmesser im niedrigsten Preissegment (siehe Grafik). Mit Uhren, die weniger als 200 Franken kosten, erzielt die Schweizer Uhrenindustrie zwar nur 5% ihres Umsatzes, dafür aber 60% der exportierten Stückzahlen. Allein 2019 ist deren Exportmenge um knapp 20% eingebrochen, womit sich die Stückzahl seit 2012 um 40% verringert hat.

Zunehmende Klassenteilung in der Branche

In den mittleren Preissegmenten sind die Verkaufszahlen ebenfalls rückläufig, wenngleich weniger stark. Lediglich bei den Uhren, die über 3'000 Franken kosten, nimmt die Anzahl der exportierten Stückzahlen weiter zu. Der Luxusmarkt wächst von Jahr zu Jahr, besonders in Asien steigt die Nachfrage nach hochwertigen mechanischen Uhren. In diesem Segment profitiert die Schweiz von ihrer marktbeherrschenden Stellung. Bei teuren Uhren ist die Wechselkurs sensitivität der Export zudem relativ

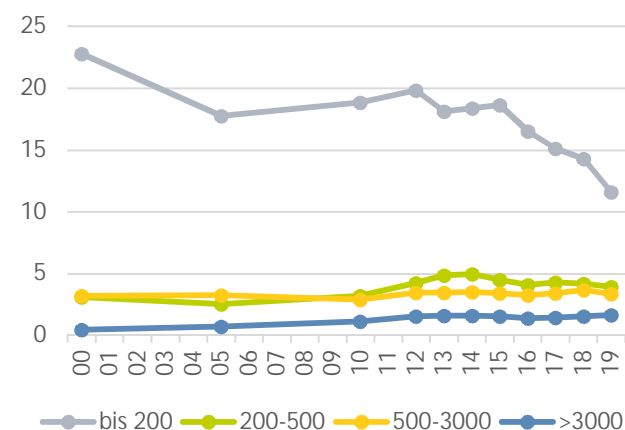
niedrig. Und da im Luxussegment etwa 70% der Erträge anfallen, sind die Chancen für ein anhaltendes Umsatzwachstum in der Schweizer Uhrenindustrie intakt.

Im tiefen Preissegment bleiben die Wachstumsaussichten hingegen schlecht. Die Konkurrenz durch ausländische Anbieter ist hier massiv grösser als im Luxussegment und mit dem Siegeszug der Smartwatches ist der Wettbewerb noch härter geworden. Der amerikanische Technologieriese Apple hat 2019 erstmals mehr Uhren verkauft als die gesamte Schweizer Branche. Für inländische Hersteller von günstigen Uhren mit hohem Importanteil sind auch die verschärften Ursprungsregeln eine Herausforderung. Denn um das Label „Swiss made“ zu erhalten, müssen die Herstellungskosten seit 2017 zu 60% im Inland anfallen.

Rückläufige Beschäftigung in der Produktion

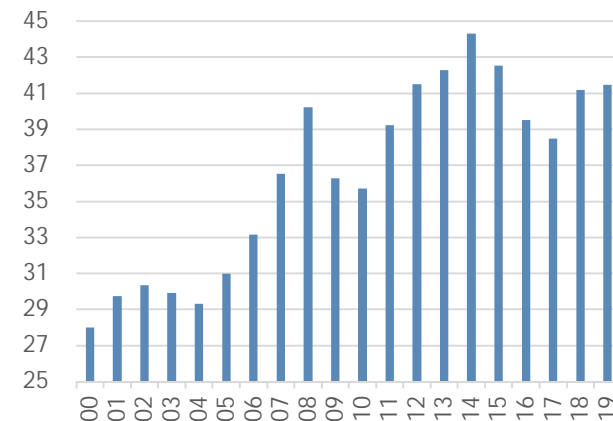
Die Anzahl der Voll- und Teilzeitstellen mit produzierender Tätigkeit bei Schweizer Uhrmachern und Zulieferern war 2019 um knapp 3'000 (-6%) niedriger als 2014. Viele der rund 40'000 Stellen sind nicht gefährdet, da der ganze Herstellungsprozess bei hochwertigen mechanischen Uhren hochgradig manuell erfolgt und zum Teil hunderte von Arbeitsstunden in Anspruch nimmt. Aufgrund der gesunkenen Nachfrage im günstigsten Preissegment scheint ein weiterer Rückgang der Beschäftigung, die zu mehr als einem Drittel auf Grenzgänger entfällt, dennoch unvermeidlich.

Uhrenexporte nach Preissegment
in Millionen Stückzahlen, Preise in CHF



Quelle: Verband der CH-Uhrenindustrie, Raiffeisen Economic Research

Beschäftigte in der Uhrenproduktion
in Tausend (Voll- und Teilzeit)

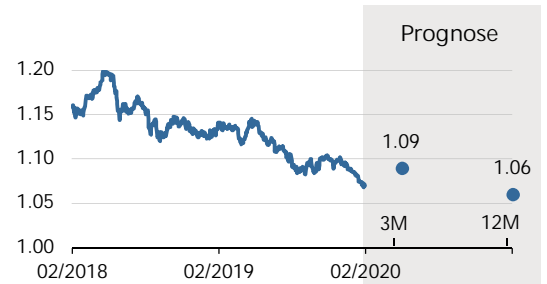


Quelle: Arbeitgeberverband CPIH, Raiffeisen Economic Research

Währungen

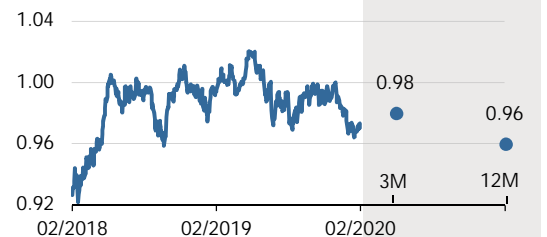
EUR/CHF

Seit der Iran-Eskalation ist EUR/CHF erneut unter Druck geraten. Auch der Entscheid des US-Finanzministeriums die Schweiz wieder auf die Beobachtungsliste potentieller Währungsmanipulatoren zu setzen, hat zur Frankenstärke beigetragen. Der Beschluss begrenzt womöglich den Handlungsspielraum der Schweizerischen Nationalbank (SNB) bei Devisenmarktinterventionen. Von der Europäischen Zentralbank (EZB) kommt indes weiter keine Entlastung, sie hält an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik fest. Die Stärke des Schweizer Franken dürfte daher auch dieses Jahr anhalten. Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir den EUR/CHF-Kurs weiterhin bei 1.06 CHF.



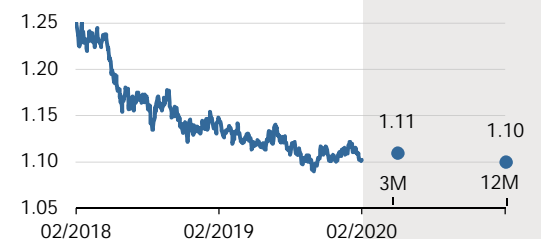
USD/CHF

Die US-Notenbank hat an ihrer Januar-Sitzung das Zielband für den Leitzins bei 1.5%-1.75% belassen. Nach den drei vorsorglichen Zinssenkungen in 2019 liegt die Hürde für eine weitere Zinsreduktion hoch. Die Rezessionsgefahr ist gering. Andererseits ist aber auch eine Zinserhöhung unwahrscheinlich, denn neben einer Konjunkturbeschleunigung braucht es dafür auch einen nachhaltigen Anstieg der Inflation. Wir erwarten deshalb keine wesentlichen Änderungen der langfristigen Zinserwartungen. Die Prognose für den USD/CHF-Kurs lassen wird deshalb unverändert bei knapp unter Parität in 3 Monaten und bei 0.96 auf Jahressicht.



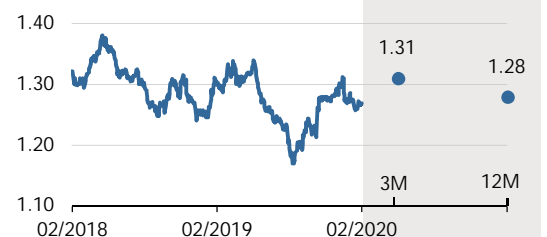
EUR/USD

Die Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft und die europäische Industrie haben sich etwas verringert. Eine weitere EZB-Zinssenkung ist an den Terminmärkten damit unverändert nicht mehr eingepreist. Gleichzeitig bahnt sich jedoch auch keine Normalisierung der sehr expansiven Geldpolitik an, da die Konjunkturdynamik und die Inflation höchstens moderat zulegen. Der nötige Impuls für einen stärkeren Euro-Anstieg dürfte somit auch 2020 fehlen, weshalb wir bei EUR/USD auf Jahressicht mit einer Seitwärtsbewegung rechnen.



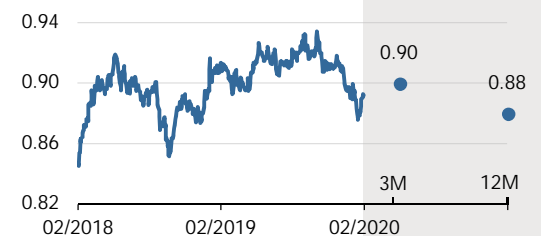
GBP/CHF

Grossbritannien ist seit dem 31. Januar 2020 nicht mehr Mitglied der Europäischen Union, wobei sich an den Handelsmodalitäten vorerst nichts ändert. Allerdings bleibt fraglich, ob es gelingt die Deadline für ein umfassendes Freihandelsabkommen bis Ende Jahr einzuhalten, weshalb die politische Unsicherheit anhält. Die Stimmung der britischen Unternehmen hat sich allerdings jüngst markant verbessert, womit die Bank of England im Januar von einer Sicherheitszinssenkung abgesehen hat. Prognosen zum künftigen Kurs der BoE-Geldpolitik bleiben mit grosser Unsicherheit behaftet. Entsprechend ist bei GBP/CHF weiterhin eine erhöhte Volatilität zu erwarten.



JPY/CHF*

Die Bank of Japan belies den Leitzins im Januar wie erwartet bei -0.1%. Im Vergleich zur SNB hat sie zwar noch mehr Spielraum für weitere Zinssenkungen. Dafür sehen wir derzeit aber keinen Anlass, da sich die Konjunktur im Rahmen der Erwartungen entwickelt. Die Mehrwertsteuererhöhung letztes Jahr hat die Wirtschaft vergleichsweise gut verkraftet. Die Zinsdifferenz zwischen Japan und der Schweiz dürfte sich in den kommenden Monaten kaum verändern. Wir rechnen weiterhin damit, dass es nach dem letztjährigen starken Anstieg des Yen auf 12-Monatssicht zu einer moderaten Gegenbewegung kommt.



* 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	6.1	5.9
Global (PPP)	3.4	3.8	3.6	3.3	3.2
Inflation					
Jahresdurchschnitt (in %)					
Schweiz	-0.4	0.5	0.9	0.4	0.1
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	2.9	2.8
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	-0.71	-0.60	-0.50
EUR (Deutschland)	0.56	0.66	-0.38	-0.30	-0.20
USD	2.18	2.30	1.62	1.80	1.90
JPY	0.32	0.26	-0.04	0.00	0.10
Wechselkurse					
Jahresende					
EUR/CHF	1.20	1.09	1.07	1.09	1.06
USD/CHF	0.99	1.00	0.98	0.98	0.96
JPY/CHF**	0.83	0.83	0.89	0.90	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.10	1.11	1.10
GBP/CHF	1.32	1.25	1.26	1.31	1.28
Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	67	52	55	62	58
Gold (USD/Unze)	1303	1281	1566	1550	1600

*07.02.2020

** 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	1.4	1.3	1.0	1.1	1.1
Staatlicher Konsum	2.2	1.1	1.3	1.2	0.3	1.2	1.0
Ausrüstungsinvestitionen	2.8	2.8	4.2	4.8	1.0	0.5	1.6
Bauinvestitionen	3.1	1.5	-0.2	1.5	1.4	0.4	0.2
Exporte	5.2	2.4	6.6	4.0	4.4	3.0	2.2
Importe	3.3	2.8	4.4	4.4	2.5	1.5	2.5
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	0.4	0.1

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

Autoren
Domagoj Arapovic, CFA
domagoj.arapovic@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.