

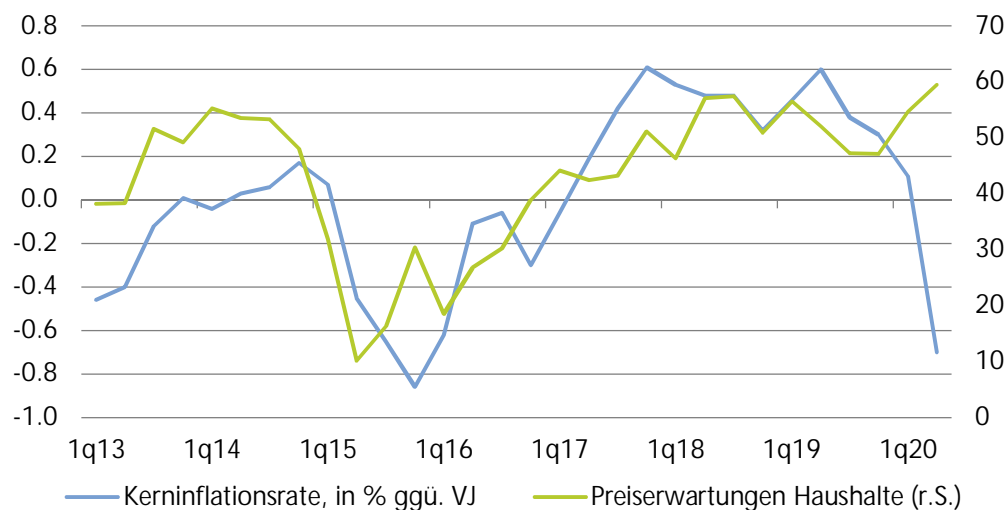
## Keine Sorge vor Inflation

Die Wiederbelebung der Schweizer Wirtschaft ist nach dem Ende des „Lockdown“ gut angelaufen. Insbesondere die Umsätze im Detailhandel sind nach dem tiefen Fall erst einmal wieder kräftig angestiegen. Die Einkaufsfrequenz stagniert nach anfänglichen Aufholeffekten aber bereits wieder, meist spürbar unter den Vorkrisenniveaus. Nicht nur die Reiseveranstalter müssen deshalb verstärkt mit Rabatten um die Rückkehr der Kunden kämpfen. Aus einer leichten Inflation ist damit schnell wieder eine leichte Deflation geworden.

Auf den folgenden Seiten finden sie mehr Details zu unserer Konjunktur- und Zinseinschätzung, inklusive einem Branchen-Fokus zur Sommersaison in der Schweiz sowie unsere Prognosen.

### Chart des Monats: Wieder im Deflationsmodus

Schweizer Konsumentenpreise



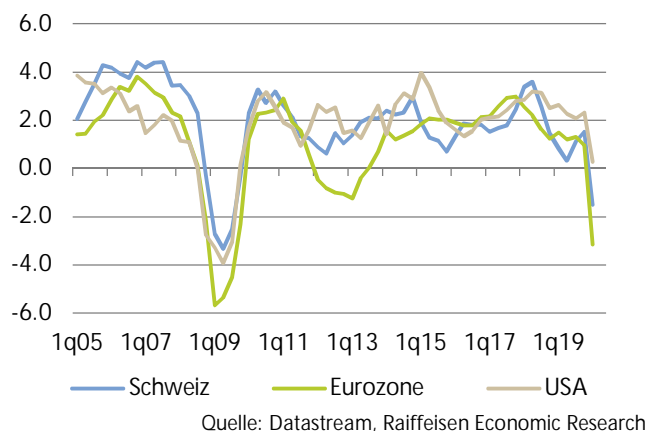
Quelle: SECO, BFS, Raiffeisen Economic Research

Trotz sinkender Konsumentenpreise, sind die Preiserwartungen der privaten Haushalte in der Schweiz und anderen Industrieländern in der Krise angestiegen. Droht also nach der Öffnung der geld- und fiskalpolitischen Schleusen nun ein Inflationssprung? Damit rechnen wir definitiv nicht. Obwohl es während des „Lockdown“ vorübergehend bei einzelnen Gütern zu Lieferengpässen und Preisanstiegen gekommen ist, wirkt sich der globale Konjunkturéinbruch generell stärker preisdämpfend aus. Mit Ausnahme der Edelmetalle, liegen die Preise der meisten Rohstoffe weit unter ihren Vorkrisenniveaus. Und die Unternehmen planen, ihre Verkaufspreise weiter zu senken.

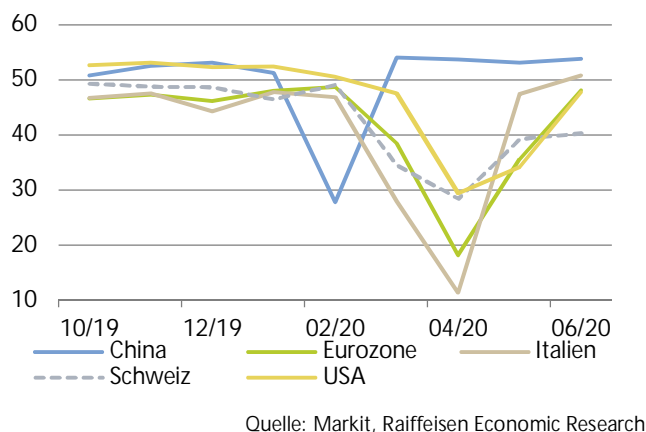
Die enorme Liquiditätsflut durch die Notenbanken stellt in diesem Umfeld kein Inflationsrisiko dar, genauer gesagt, keine Gefahr von stark steigenden Konsumentenpreisen. Dafür müsste die Überschussliquidität vermehrt für zusätzlichen Konsum oder Investitionen genutzt werden. Dies ist jedoch nicht der Fall. Die Konjunkturlösungen dienen vornehmlich zur Überbrückung. Die Unternehmen fahren ihre Investitionen auf das Notwendigste zurück. Damit fließt die Liquidität erneut verstärkt in Vermögensanlagen - wegen der Tiefzinsen vor allem in Realwertewie Aktien und Immobilien. Dort steigen die Preise.

# Konjunktur

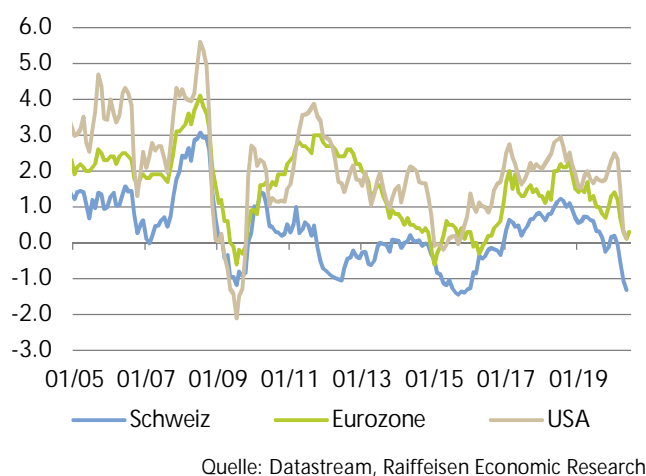
BIP, real, in % ggü. Vorjahr



Einkaufsmanagerindizes (PMIs)  
Verarbeitendes Gewerbe, Produktionskomponente



Konsumentenpreise, in % ggü. Vorjahr



## Guter Start aus dem "Lockdown"

Die Wiederbelebung der Wirtschaft kommt in der Schweiz und anderen Ländern mit den schrittweisen Lockerungen erst einmal gut voran. Dies gilt speziell für den Detailhandel, wo die Umsätze während des „Lockdown“ teilweise komplett weggebrochen waren. Die Ladenbesucherfrequenz ebbt nach dem anfänglichen Aufwärtsschub allerdings schon wieder ab. Weiterhin geltende Einschränkungen und freiwillige Zurückhaltung halten die Umsätze in der neuen Normalität in vielen Dienstleistungsbereichen spürbar unter den Vorkrisenniveaus, nicht zuletzt in der Gastronomie.

Die Unternehmensstimmung hat sich nach dem Durchschreiten der Talsohle erwartungsgemäss kräftig von den Rekordtiefs erholt. Die Niveaus der Einkaufsmanagerindizes (PMIs) für das Verarbeitende Gewerbe bleiben jedoch bislang eher ernüchternd. Werte um die 50 signalisieren zwar eine moderate Ausweitung der Geschäftsaktivität, doch nach dem historischen Einbruch von tiefem Niveau aus.

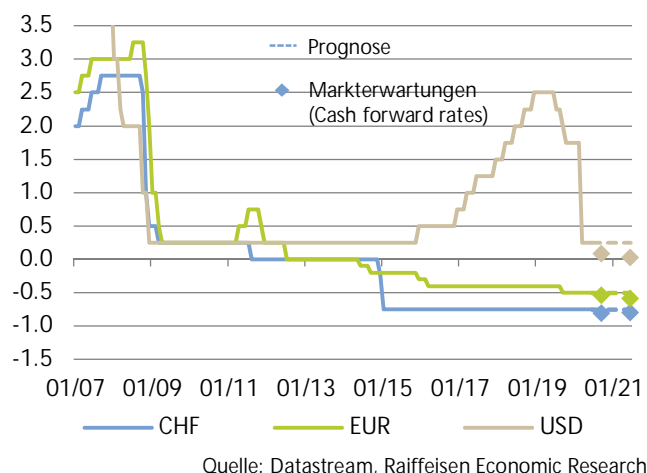
Die Schweizer Unternehmen rechnen laut der jüngsten Umfrage der SNB unter ihren Geschäftskontakten zwar in allen Sektoren für das zweite Halbjahr mit deutlich steigenden Umsätzen. Nur wenige gehen aber davon aus, bis Jahresende bereits wieder die Vorkrisenniveaus erreichen zu können. Zudem haben die meisten Unternehmen ihre Investitionen zur Liquiditätssicherung und wegen der erwarteten schwächeren Nachfrage soweit möglich gestoppt. Mehr noch: auf Jahressicht beabsichtigen die Unternehmen in allen Sektoren die Investitionsausgaben weiter zurückzufahren. Eine zügige Rückkehr zum Vorkrisenwachstumspfad ist damit nicht angezeigt.

## Preisdruck Fehlanzeige

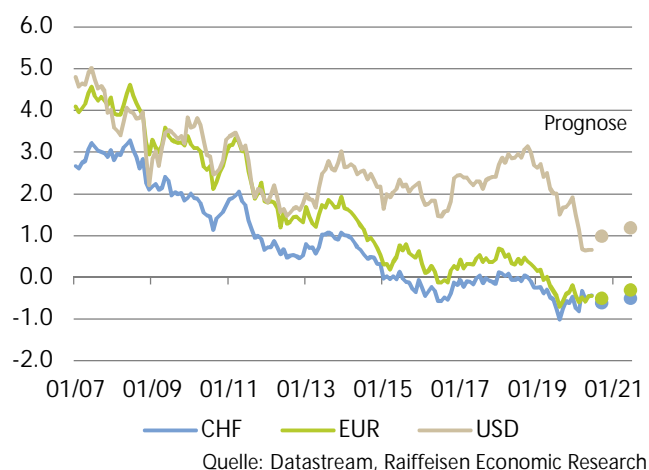
Die Inflationsraten zeigen im Zuge der Corona-Krise weltweit stark nach unten, angeführt durch den Einbruch der Rohstoffpreise. Mit der Teilerholung beim Ölpreis ist in der zweiten Jahreshälfte zwar eine Stabilisierung der Jahresinflationsraten angezeigt. Der Preisdruck bleibt jedoch, aufgrund der schwach ausgelasteten Kapazitäten, insgesamt sehr gering. Dies untermauern die Preiserwartungen der Unternehmen, welche zwar weniger starke aber anhaltende Preissenkungen für die kommenden Monate signalisieren.

# Zinsen

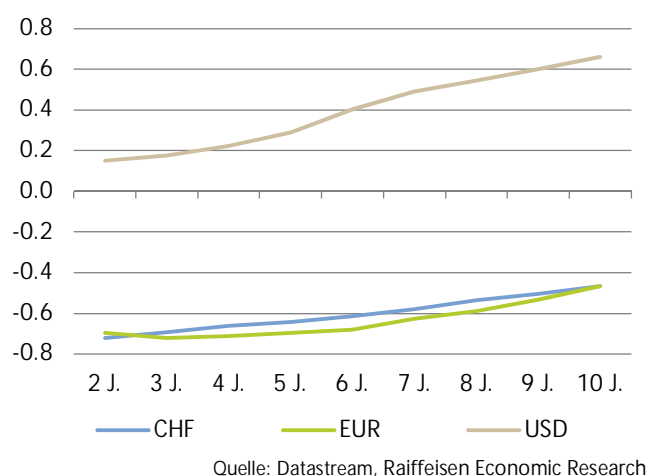
Leitzinsen, in %



10-Jahres-Staatsanleihen, in %



Zinskurve (Stand: 30.06.20)



Notenbanken haben vorgelegt

Die Notenbanken haben die Finanzmärkte zum Hochpunkt der Corona-Verwerfungen in kürzester Zeit mit Liquidität überflutet. Damit konnte eine Abwärtsspirale verhindert werden. Die massiven Anleihe- sowie Kreditkaufprogramme haben die Risikoprämien schnell stark sinken lassen. Damit fahren die Notenbanken ihre Unterstützung teilweise wieder zurück. Einebnen wollen sie die Risikoaufschläge nicht. Da der Markt für Unternehmensanleihen mittlerweile wieder recht gut funktioniert, besteht kein Bedarf sich zu stark zu engagieren.

Die Notenbanken stehen aber bereit, bei Bedarf jederzeit nachzulegen. Und eine Zinsnormalisierung bleibt in weiter Ferne. Sogar die US-Notenbank denken derzeit nicht einmal darüber nach, über eine Zinserhöhung nachzudenken. Entsprechend bleiben die langfristigen Zinserwartungen am Boden. Die Fed und die EZB werden es auch bei einer anhaltenden Erholung der Konjunktur nicht eilig haben. Sollten es dann die Marktteilnehmer an den Zinsmärkten eiliger haben, dürften die Notenbanken einem unerwünschten Anstieg der Langfristzinsen wie gehabt mit verstärkten Staatsanleihekäufen begegnen.

Die EZB hat frühzeitig ihr neues Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) aufgestockt. Zuerst wurden darüber verstärkt italienische Anleihen aufgekauft, um ein Auseinanderdriften der Finanzierungsbedingungen zu verhindern. Mit der Beruhigung an den Finanzmärkten, sind schnell die Käufe deutscher Titel wieder erhöht worden. Trotz des höheren Finanzierungsbedarfs des deutschen Staates, werden deutsche Staatsanleihen damit weiter knapper.

SNB konnte 1.05 nochmals verteidigen

Ein höherer Negativzins ist bei der EZB aktuell kein Thema mehr. Auch die SNB erwähnte die Möglichkeit einer nochmaligen Zinssenkung in ihrer jüngsten Lagebeurteilung nicht explizit. Die Nationalbank will bei Bedarf unverändert auf Devisenmarktinterventionen setzen.

Zuletzt bestand dafür allerdings kein Bedarf mehr. Die Zeichen für eine konjunkturelle Erholung in der Eurozone haben dem Euro etwas Auftrieb verliehen, auch gegenüber dem Schweizer Franken. Die SNB konnte sich in Folge etwas zurücklehnen. Sie wird aber auch in den kommenden Wochen reagieren, falls sich der Kurs wieder Richtung 1.05 bewegt.

# Schweizer Branchen – Fokus Sommersaison

Rechtzeitig vor den Sommerferien trat am 15. Juni der freie Personenverkehr in Europa wieder weitgehend in Kraft. Damit haben die meisten europäischen Länder ihre Grenzen auch für Schweizer Touristen wieder geöffnet. Doch erwacht der Reiseverkehr erst langsam aus der Schockstarre. Am Flughafen Zürich z.B. liegt die Anzahl der Landungen und Starts weiterhin über 70% unter dem Vorjahresniveau. In vielen Fernreisezielen bleibt die Einreise verboten oder unterliegt speziellen Auflagen. Doch das ist nicht der Hauptgrund für die schleppende Erholung. Destinationen ausserhalb Europas machen gemäss Bundesamt für Statistik weniger als 10% aller Schweizer Reisen mit mindestens einer Übernachtung aus. Am Flughafen Kloten wird über 75% des Passagieraufkommens im europäischen Reiseverkehr erzielt. Doch auch dieser kommt nur langsam in die Gänge. Was die Reiselust der in- und ausländischen Touristen derzeit noch stark bremst, sind vor allem gesundheitliche Bedenken. Gemäss Umfragen haben viele Schweizer ihre Auslandsferien aus diesem Grund abgesagt und planen, den Sommer in der Schweiz zu verbringen.

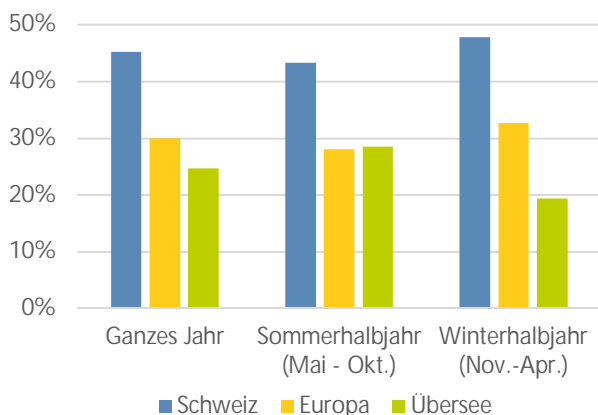
Im Sommerhalbjahr entfallen in der Schweiz normalerweise überproportional viele Logiernächte (rund 30%) auf aussereuropäische Gäste (siehe Grafik), die nun mehr oder weniger wegfallen. In den touristischen Hotspots des Berner Oberlands und des Kantons Luzern sind es teilweise sogar deutlich über 50%. Die Tourismusbranche hofft nun in der angelaufenen Sommersaison einen Teil der grossen Ausfälle mit inländischen Gästen kompensieren zu können. Das Sommerhalbjahr von Mai bis Oktober ist für die Branche von grosser Bedeutung. In 80 der 100 grössten

Tourismusgemeinden werden in der Sommersaison mehr Übernachtungen erzielt als im Winterhalbjahr. Besonders im Kanton Tessin ist der Sommertourismus mit 75% aller Logiernächte entscheidend für die Jahresbilanz.

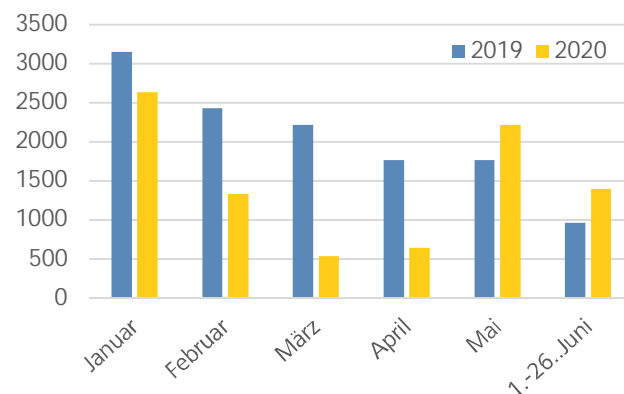
Erste Daten zeigen tatsächlich ein stärkeres Interesse der heimischen Kundschaft. Bisher profitiert vor allem die Parahotellerie, zu der u.a. Campingplätze und kommerziell bewirtschaftete Ferienwohnungen zählen sowie Airbnb. Im Kanton Wallis z.B. haben die Buchungen von Inländern im Mai deutlich zugenommen (siehe Grafik). Der Buchungsstand für die Monate Juli und August liegt dank mehr Reservationen aus der Schweiz sogar um 9% höher als im Vorjahr. Im Kanton Wallis aber auch im Rest der Schweiz waren die Umsatzeinbussen der letzten Monate jedoch so gross, dass sie dieses Jahr nicht mehr aufgeholt werden können. Das gilt auch für die klassischen Hotelbetriebe, die von der gestiegenen inländischen Nachfrage weniger stark profitieren als die Parahotellerie und der Tagestourismus. In den Städten bleibt die Nachfrage nach Hotelzimmern zudem aufgrund des anhaltenden Verbots von Grossveranstaltungen sowie sehr viel weniger Geschäftsreisenden weiter tief.

Insgesamt kann also auch die Sommersaison das durch die Pandemie entstandene Milliardenloch nicht stopfen. Laut SECO und KOF dürften 2020 ca. 30% weniger Übernachtungen registriert werden als im Vorjahr, was einem Umsatzverlust von 1.8 Mrd. CHF gleichkommt. Der gesamte direkte und indirekte Wertschöpfungsverlust wird auf knapp 7 Mrd. CHF geschätzt, umgerechnet 1% des BIP.

Gäste aus Übersee kommen v.a. im Sommer  
Verteilung der Logiernächte nach Herkunftsland



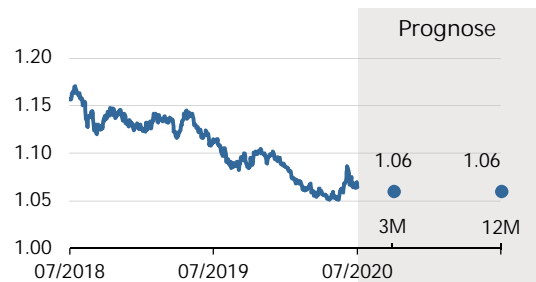
Parahotellerie hat im Mai an Fahrt gewonnen  
Buchungen im Kanton Wallis (nur Inländer)



# Währungen

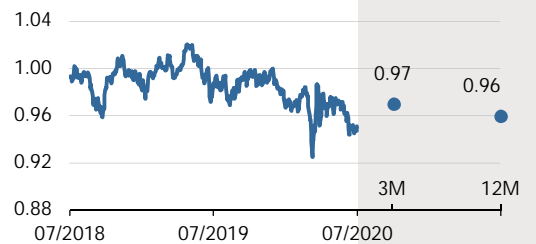
## EUR/CHF

Im Zuge der Erholungsrally an den Aktienmärkten hat auch der Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken etwas abgenommen. Die Interventionen der Europäischen Zentralbank (EZB) haben das Vertrauen der Marktteilnehmer in den Euro gestärkt und so konnte dieser zeitweise bis auf 1.09 CHF steigen – dem höchsten Stand seit Jahresanfang. Die ernüchternde Sitzung der US-Notenbank (Fed) am 10. Juni brachte jedoch die Unsicherheit an die Märkte zurück und so brach auch die europäische Einheitswährung ihren zaghaften Erholungsversuch jäh wieder ab. Wir rechnen beim EUR/CHF-Kurs auf Jahressicht unverändert mit einer Seitwärtsbewegung.



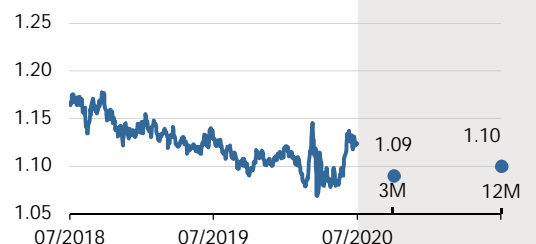
## USD/CHF

Mit ihrer Einschätzung, dass sich die konjunkturelle Erholung in den USA noch lange hinziehen wird, hat die Fed so manchem Anleger einen Dämpfer versetzt. Die jüngsten Arbeitsmarktdaten deuten zwar auf eine leichte Stabilisierung hin, aber die Zahl an Neuinfizierten mit dem Coronavirus steigt besonders in wirtschaftlich wichtigen Bundesstaaten, wie Kalifornien, rapide an. Zudem stellen die anhaltenden Rassismus-Diskussionen und die bevorstehende Präsidentschaftswahl das Land vor eine grosse Zerreissprobe. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass sich der USD/CHF-Kurs mit einer erhöhten Volatilität seitwärts bewegen wird.



## EUR/USD

US-Fed und EZB überbieten sich beim Umfang ihrer Anleihekaufprogramme zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie gegenseitig. Bereits heute bewegen sich die aufgewandten Mittel im dreistelligen Milliardenbereich. Das rückläufige Infektionsgeschehen in Europa verschafft aktuell der hiesigen Wirtschaft einen leichten Vorteil. Auf Jahressicht sind jedoch grössere Bewegungen beim Verhältnis EUR/USD unwahrscheinlich, da der wirtschaftliche Schaden dies und jenseits des Atlantiks vergleichbar ist. Gegenwind erhält die Europäische Einheitswährung zudem von der nochmals verschärften Staatsschuldenproblematik.



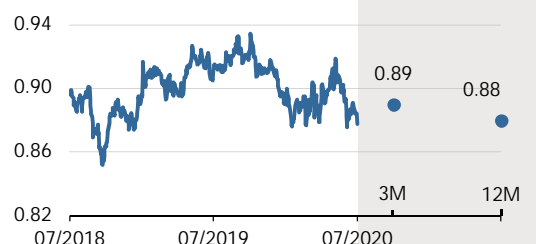
## GBP/CHF

Während sich auch in Grossbritannien die Situation rund um das Coronavirus leicht entspannt hat, droht dem Land nun ein neues Desaster: Der Austritt aus der Europäischen Union ohne Freihandelsabkommen (FTA). Derzeit ist Grossbritannien noch Teil der Zollunion und des EU-Binnenmarkts. Sollte jedoch bis Jahresende keine Einigung über ein FTA gelingen, würde der Handel fortan mit Zöllen und Grenzkontrollen stattfinden. Ein solcher «No-FTA-Brexit» dürfte für die britische Wirtschaft ähnlich schlimm sein wie es ein «No-Deal-Brexit» gewesen wäre. Aufgrund der Unterbewertung des Pfunds sehen wir das Währungspaar GBP/CHF langfristig dennoch bei 1.25.



## JPY/CHF\*

Nach einer Baisse zu Monatsanfang ging es für den japanischen Yen in den letzten Tagen wieder aufwärts. Dies dürfte nicht zuletzt auf die deutliche Kurskorrektur an den Aktienmärkten und die dadurch wieder gestiegene Risikoaversion der Anleger zurückzuführen sein – einem Umfeld, in dem die antizyklische japanische Währung typischerweise ihre Stärke als «safe haven»-Währung ausspielen konnte. Da auch der Franken eine defensive Währung ist, dürfte es beim JPY/CHF-Kurs zu keinen grossen Schwankungen kommen. Wir sehen daher derzeit keinen Anpassungsbedarf und halten an unseren 3- und 12-Monatsprognosen fest.



\* mit 100 multipliziert

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office und Economic Research

# Raiffeisen Prognosen (I)

## Konjunktur

	2017	2018	2019	Prognose 2020	Prognose 2021
<b>BIP</b>					
Durchschnittliches jährliches Wachstum (in %)					
Schweiz	1.9	2.8	0.9	-5.0	4.3
Eurozone	2.5	1.9	1.1	-8.0	4.8
USA	2.4	2.9	2.3	-6.0	5.0
Japan	2.2	0.3	0.8	-6.0	4.0
China	6.9	6.7	6.1	2.0	8.0
Global (PPP)	3.8	3.6	3.3	-1.7	4.7

<b>Inflation</b>					
Jahresdurchschnitt (in %)					
Schweiz	0.5	0.9	0.4	-0.8	0.0
Eurozone	1.5	1.8	1.2	0.2	1.3
USA	2.1	2.5	1.8	1.0	2.0
China	1.6	2.1	2.9	3.0	2.0
Japan	0.5	1.0	0.5	-0.2	0.4

## Finanzmärkte

	2018	2019	Aktuell*	Prognose 3 M	Prognose 12 M
<b>Leitzinsen</b>					
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	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25
JPY	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

<b>Kapitalmarktzinsen</b>					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen; Jahresende (in %)					
CHF	-0.15	-0.25	-0.39	-0.60	-0.50
EUR (Deutschland)	0.56	0.66	-0.32	-0.45	-0.30
USD	2.18	2.30	0.65	1.00	1.20
JPY	0.32	0.26	0.02	0.00	0.10

<b>Wechselkurse</b>					
Jahresende					
EUR/CHF	1.20	1.09	1.06	1.06	1.06
USD/CHF	0.99	1.00	0.94	0.97	0.96
JPY/CHF**	0.83	0.83	0.88	0.89	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.13	1.09	1.10
GBP/CHF	1.32	1.25	1.18	1.20	1.25

<b>Rohstoffe</b>					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	67	52	43	30	50
Gold (USD/Unze)	1303	1281	1795	1750	1780

\*08.07.2020

\*\* mit 100 multipliziert

---

# Raiffeisen Prognosen (II)

## Schweiz - Detailprognosen

	2015	2016	2017	2018	2019	Prognosen	
						2020	2021
BIP, real, Veränderung in %	1.3	1.7	1.9	2.8	0.9	-5.0	4.3
Privater Konsum	1.7	1.4	1.3	1.0	1.1	-5.9	3.9
Staatlicher Konsum	1.1	1.3	1.2	0.3	1.3	2.0	2.0
Ausrüstungsinvestitionen	2.8	4.2	4.8	1.0	0.9	-8.2	3.8
Bauinvestitionen	1.5	-0.2	1.5	1.4	0.5	-1.9	1.8
Exporte	2.4	6.6	4.0	4.4	2.6	-5.9	3.2
Importe	2.8	4.4	4.4	2.5	1.3	-7.8	1.2
Arbeitslosenquote in %	3.2	3.3	3.1	2.6	2.3	3.6	3.5
Inflation in %	-1.1	-0.4	0.5	0.9	0.4	-0.8	0.0

Herausgeber  
Raiffeisen Economic Research  
Martin Neff, Chefökonom  
Brandschenkestr. 110d  
8002 Zürich  
[economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)

Autoren  
Domagoj Arapovic, CFA  
[domagoj.arapovic@raiffeisen.ch](mailto:domagoj.arapovic@raiffeisen.ch)

Alexander Koch, CFA  
[alexander.koch@raiffeisen.ch](mailto: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.