

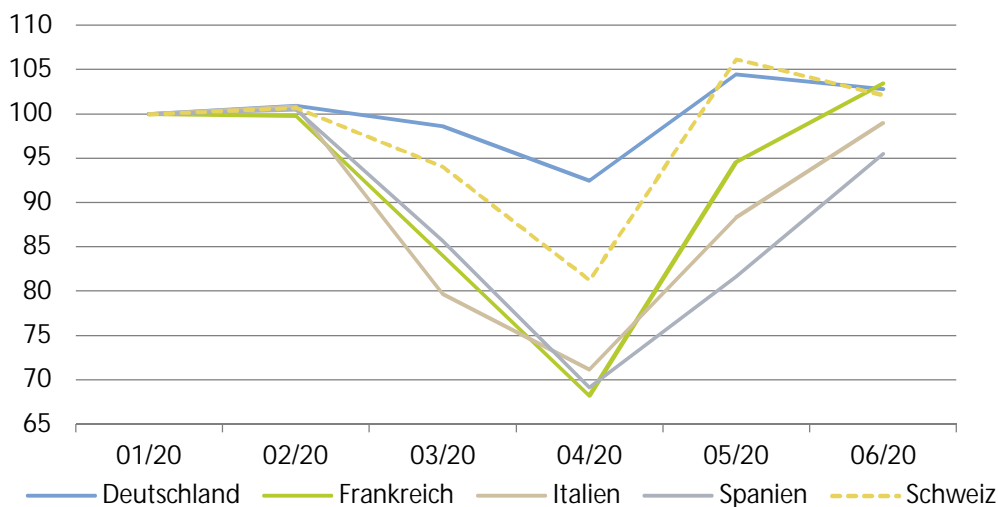
## Konsum bleibt angeschlagen

Die ersten BIP-Zahlen aus den Nachbarländern haben den beispiellosen Corona-Absturz der Wirtschaft im zweiten Quartal bestätigt. Die bereits massiven Quartalsrückgänge vom Jahresbeginn wurden um ein Mehrfaches übertroffen. Ähnliches blüht bei den Schweizer Zahlen. Die Quartalszahlen verdecken allerdings die mittlerweile erfolgte Bodenbildung. Seit Mai zeigen immer mehr Daten wieder kräftig nach oben, womit für das laufende Quartal auch ein kräftiger Wiederanstieg beim BIP angezeigt ist. Eine schnelle Normalisierung ist jedoch weiterhin nicht angezeigt. Die Erholung flacht sich nach anfänglichen Aufholeffekten zur Jahresmitte bereits ab. Und die wieder steigenden Neuinfektionen wirken zusätzlich bremsend. Die Notenbanken bleiben deshalb im Beobachtungsmodus, bereit bei Bedarf nochmals nachzulegen.

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

### Chart des Monats: Nachholschub läuft schnell aus

Monatliche Detailhandelsumsätze, preisbereinigt, Index (01/20=100)

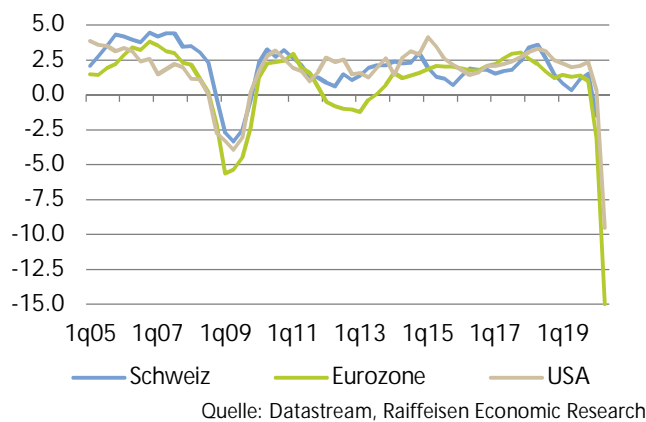


Quelle: Eurostat, BFS, Raiffeisen Economic Research

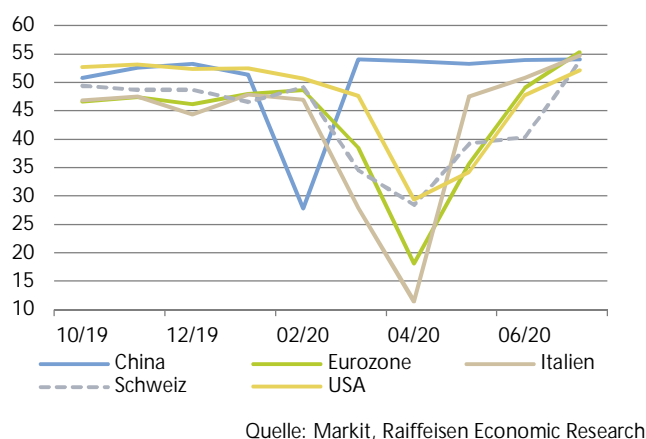
Eigentlich erstaunlich schnell haben sich nach dem Ende des „Lockdown“ die Detailhandelsumsätze erholt. In Deutschland und der Schweiz, wo die Geschäfte vergleichsweise früher wieder öffnen durften, wurde schon im Mai das Vorkrisenniveau überschritten. Die Juni-Daten zeigen jedoch bereits wieder ein Nachlassen der Kauflust. Die Nachholeffekte im Nicht-Lebensmittelhandel reichen meist nicht aus, um die vorausgegangenen Umsatzausfälle auszugleichen. Darüber hinaus verläuft die Erholung bei den Autoverkäufen deutlich schleppender. Dies gilt auch für die Dienstleistungsausgaben, die den grössten Brocken beim privaten Konsum ausmachen. Speziell der Unterhaltungssektor leidet weiterhin stark unter den Einschränkungen. Auch im Gastgewerbe bleibt die Auslastung tiefer. Hohe Restaurantreservierungszahlen zeichnen hier ein zu positives Bild, da wegen Platzbeschränkungen wohl verstärkt vorab gebucht wird. Der private Konsum sollte damit im zweiten Quartal einen massiven Rückgang verzeichnet haben, und auch im weiteren Jahresverlauf insgesamt angeschlagen bleiben.

# Konjunktur

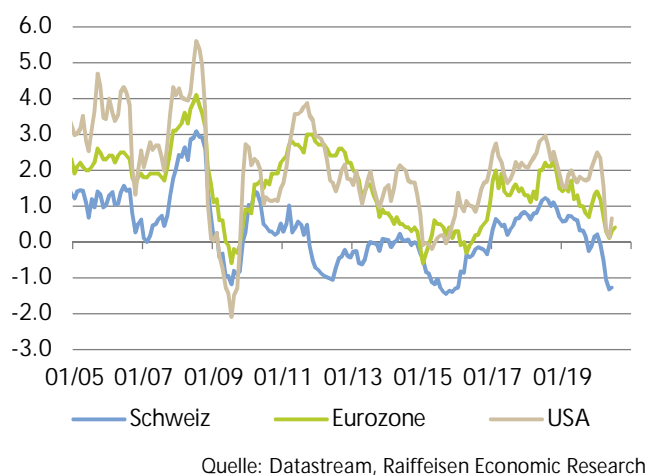
BIP, real, in % ggü. Vorjahr



Einkaufsmanagerindizes (PMIs)  
Verarbeitendes Gewerbe, Produktionskomponente



Konsumentenpreise, in % ggü. Vorjahr



## Ein Quartal zum Vergessen

Die ersten Zahlen zum Ausmass der „Lockdown“-Effekte auf die Schweizer Wirtschaft im zweiten Quartal werden erst Ende Monat veröffentlicht. Die Schätzungen aus den Nachbarländern geben jedoch bereits die Richtung vor. In der Eurozone betrug das Minus mit 12.1% ein Mehrfaches des bereits massiven Rückgangs vom ersten Quartal. Besonders drastisch war der Absturz in Spanien mit -18.5%.

Die Monatsdaten zeigen jedoch bereits seit Mai eine Bodenbildung und kräftige Wiederbelebung der Wirtschaftsaktivität in der Eurozone und der Schweiz. Dies gilt speziell für den Detailhandel, wo die Umsätze während des „Lockdown“ teilweise komplett weggebrochen waren.

## Holprige Erholung

Die Ladenbesucherzahlen ebbten nach dem anfänglichen Aufwärtsschub allerdings schon wieder ab. Und wegen steigender Neuinfektionszahlen wurden die Einschränkungen in der Schweiz und anderen Ländern wieder verschärft - nicht zuletzt in den USA. Lokal und je nach Sektor kann dies kurzfristig Rückschläge bedeuten. Ein erneuter gesamtwirtschaftlicher Einbruch ist bislang zwar nicht angezeigt, dafür aber eine holprigere Erholung, mit weiterhin sehr hohen Einbussen in einigen Dienstleistungsbereichen.

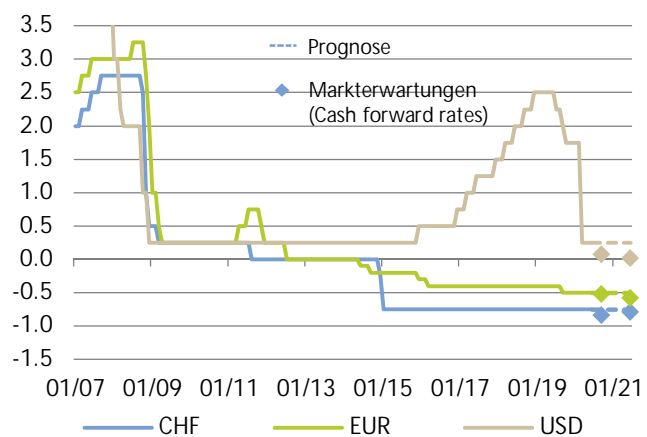
Die Stimmung in der Industrie hat sich nach dem Durchschreiten der Talsohle kräftig von den Rekordtiefs erholt. Die V-förmige Erholung der Umfragen bedeutet jedoch keine V-förmige Erholung der Produktion. Die Export- sowie Beschäftigungsaussichten sind nicht mehr so negativ wie in den vergangenen Monaten. Die Geschäftsaktivität bleibt zu Beginn des zweiten Halbjahres aber erheblich hinter dem Vorkrisenniveau zurück. Zudem planen die meisten Unternehmen im fragilen Umfeld ihre Investitionsausgaben weiter zurückzufahren.

## Inflation bleibt am Boden

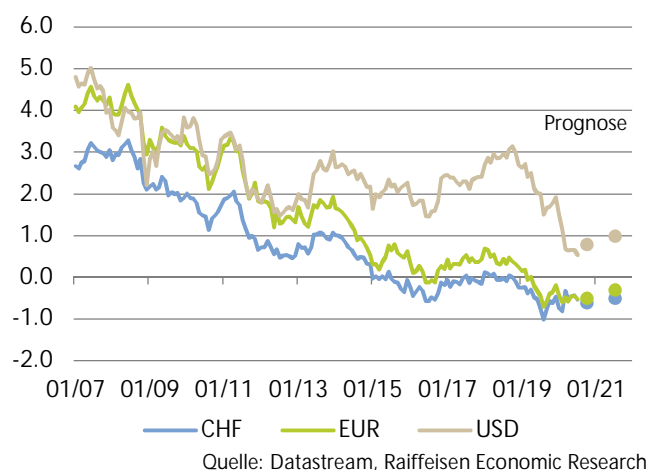
Die Inflationsraten sind im Zuge der Corona-Krise weltweit stark gesunken, angeführt durch den Einbruch der Rohstoffpreise. Mit der Teilerholung beim Ölpreis zieht die Inflation nun zur Jahresmitte wieder leicht an. Der Preisdruck bleibt insgesamt jedoch aufgrund der schwach ausgelasteten Kapazitäten sowie der angeschlagenen Nachfrage sehr gering. Die Schweizer Jahresrate dürfte im restlichen Jahresverlauf spürbar negativ bleiben.

# Zinsen

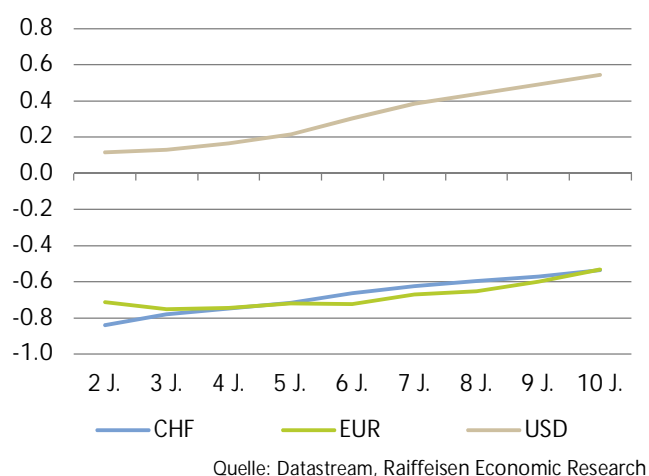
Leitzinsen, in %



10-Jahres-Staatsanleihen, in %



Zinskurve (Stand: 06.08.20)



## Notenbanken im Beobachtungsmodus

Die Notenbanken sind vom akuten Krisenmodus in den Beobachtungsmodus umgeschwenkt. Ihre massiven Eingriffe haben die Ausweitung der Risikoprämien grösstenteils wieder rückgängig gemacht, insbesondere bei Anlagen mit guter Bonität.

Aufgrund der wieder besser funktionierenden Anleihemärkte haben sowohl die amerikanische Fed als auch die EZB ihre Käufe wieder deutlich zurückgefahren. Ein schnelles Ende der Käufe ist jedoch nicht absehbar. Und die Notenbanken bleiben bereit, bei einer erneuten Verschlechterung des Finanzierungsumfelds das Volumen jederzeit anzupassen. Zudem betrachtet die EZB-Präsidentin Christine Lagarde den Umfang des PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) von derzeit 1.35 Billionen EUR mehr als Ziel anstatt als Deckel. Kauft die EZB nach der Beruhigung an den Finanzmärkten weiterhin weniger Anleihen, dürfte das Programm wohl über Mitte 2021 hinaus verlängert werden, um das Ziel zu erreichen.

Damit bleibt eine mögliche Zinsnormalisierung natürlich in weiter Ferne. Auch die US-Notenbanker 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 zügigen Erholung der Konjunktur nicht eilig haben. Die amerikanische Notenbank sieht die Notwendigkeit einer längeren Phase mit einer sehr lockeren US-Geldpolitik, welche über die nächsten Jahre hinweg die Rückkehr zu einem wirklich starken und nachhaltigen Wachstumspfad absichern müsse.

## SNB steuert Geldmarktzinsen fein

Eine nochmalige Zinssenkung ist sowohl bei der EZB als auch bei der SNB aktuell kein Thema mehr. Die EZB bevorzugt zur Stimulierung der Kreditnachfrage mittlerweile die zielgerichteten Refinanzierungsgeschäfte für die Banken. Und die SNB setzt bei ihrer Wechselkurspolitik unverändert auf Devisenmarktinterventionen.

Aufgrund der anhaltenden Erholung des Euro besteht dafür allerdings derzeit kein Bedarf mehr. EUR/CHF bewegt sich seit Mitte Mai deutlich über der 1.05-Marke. Dafür hat die SNB zuletzt versucht über Repo-Auktionen mit den Banken die Geldmarktzinsen näher an den Leitzins heranzuführen. Der besicherte Tagesgeldsatz SARON ist dabei von -0.66% auf -0.70% gefallen.

# Schweizer Branchen – Fokus Pharmabranche

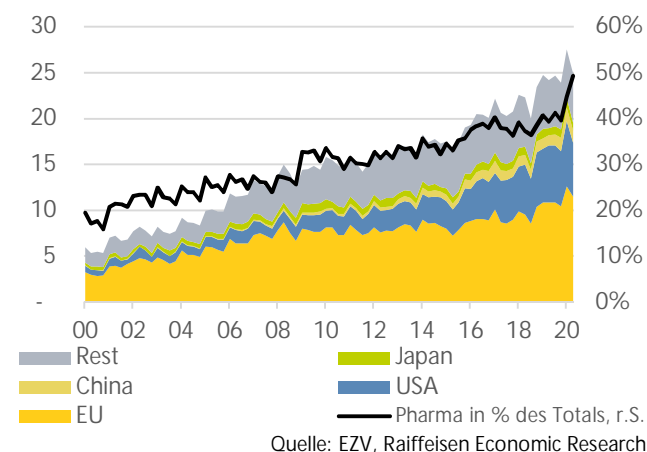
Der Schweizer Pharmasektor kommt bisher mit der Coronakrise wenig überraschend besser zurecht als andere Branchen. Während des Lockdowns kam es zwar zu massiv weniger Arztbesuchen und Spitalbehandlungen. Weil zuvor aber grosse Vorratskäufe an Medikamenten getätigt wurden, liegt der Branchenumsatz im ersten Halbjahr 2020 dennoch über dem Vorjahressniveau. Alles in allem bereitet die Coronakrise den Schweizer Pharmaunternehmen aber nicht so viel Kopfzerbrechen, wie das grösste Branchenrisiko, die Gefahr einer deutlich schärferen Regulierung durch die Politik, die jüngst wieder aktuell geworden ist. Im Fokus steht dabei vor allem der US-Markt, der im Vergleich zu anderen Ländern viel weniger reguliert ist. Die USA sind die einzige Industrienation, in der Pharmaunternehmen ihre Verkaufspreise frei und ohne jegliche staatliche Kontrolle festlegen können. Medikamente sind deswegen fast vier Mal so teuer wie in Europa. Die USA sind für global tätige Pharmaunternehmen deshalb ein besonders lukrativer Markt. Hinzu kommt, dass der US-Markt in den letzten Jahren stark gewachsen ist, da durch die Einführung von „Obamacare“ mehr als 15 Millionen Einwohner erstmals Zugang zu einer Krankenversicherung erhalten haben. Von dieser Entwicklung haben auch Schweizer Pharmahersteller profitiert. Vor zehn Jahren betrugen ihre Medikamentenausfuhren in die USA erst 8 Mrd. CHF, letztes Jahr bereits 24 Mrd.

Dieser Erfolgsstory droht nun ein Dämpfer. Da im gespaltenen Kongress keine Einigung erzielt wurde, versucht Präsident Trump nun, per Dekret die Medikamentenpreise zumindest teilweise zu senken. Zum einen soll das Verbot von Re- oder Parallelimporten

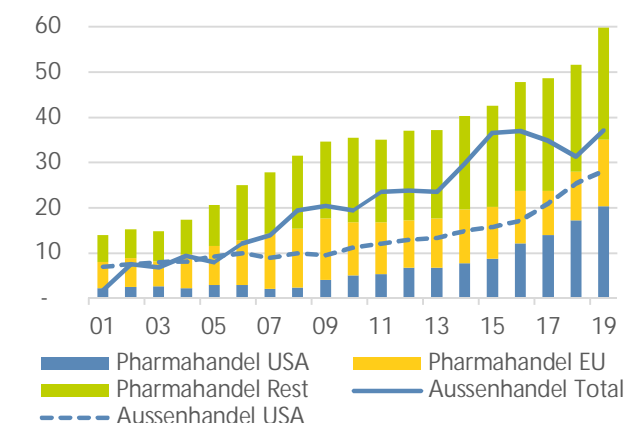
etwas aufgeweicht werden. Zum anderen ist in Planung, die Medikamentenpreise in der staatlichen Krankenversicherung für ältere und invalide Bürger (Medicare) an die Preisentwicklung zu koppeln, wovon jedoch nur etwa 15% der Bevölkerung profitieren würden. Noch weiter gehen indes die Vorschläge der Demokraten, die derzeit gute Chancen haben, im November nicht nur das Weisse Haus sondern auch in beiden Kammern des Kongresses die Mehrheit zu erobern. So soll z.B. Medicare, also indirekt der Staat, Preisverhandlungen mit der Pharmaindustrie führen dürfen. Zudem ist auch in Diskussion, Preiserhöhungen bei Medikamenten zu begrenzen, in dem diese an die allgemeine Inflation gekoppelt werden.

Bekanntlich hätte die Schweiz ohne den Pharmasektor eine negative Handelsbilanz. Das liegt vor allem am Pharmahandel mit den USA, durch den 2019 ein Überschuss von über 20 Mrd. CHF erzielt wurde. Das entspricht mehr als der Hälfte des gesamten Schweizer Handelsbilanzsaldos. Wenn nun die USA die Branche an die Kandare nehmen sollten, hätte dies für die Schweiz nicht ausschliesslich negative Folgen. Denn mit einem kleineren Pharmaüberschuss wäre auch der Aufwertungsdruck auf den Franken weniger stark, wovon wiederum andere Exportbranchen profitieren könnten. Zudem wäre das Risiko geringer, von den USA als Währungsmanipulator gebrandmarkt zu werden. Eins der Kriterien, welche die USA dabei anwenden, ist ob das bilaterale Defizit mit der Schweiz mehr als 20 Mrd. USD beträgt. Dieser Schwellenwert wurde bereits 2017 überschritten – genau wegen des starken Wachstums der Schweizer Pharmaexporte.

**Stark wachsender US-Markt**  
Schweizer Pharmaexporte in Mrd. CHF



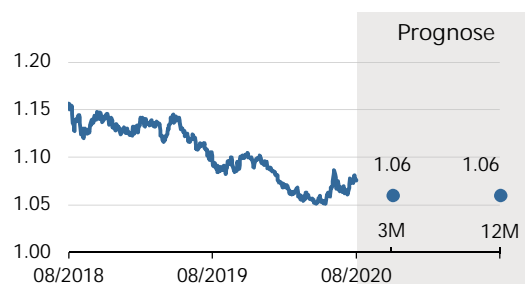
**Pharma dominiert Schweizer Handelsbilanz**  
Handelsbilanzsaldo in Mrd. CHF



# Währungen

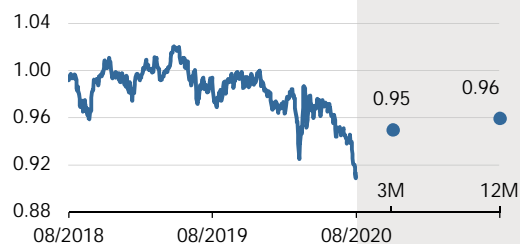
## EUR/CHF

Die vielerorts erneut steigende Zahl an Corona-Neuinfektionen lässt auch die Verunsicherung an die Börsen zurückkehren. Der Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken gegenüber dem Euro dürfte sich somit abermals verschärfen. Auch wenn die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre Deviseninterventionen nicht als handelspolitische Waffe einsetzt, so droht die Schweiz einmal mehr von den USA als Währungsmanipulator deklariert zu werden. Dennoch dürfte die SNB weiterhin alles daran setzen, ein Absacken des Euro unter die Marke von 1.05 CHF zu verhindern. Daher bleibt es für den EUR/CHF-Kurs bei einer Seitwärtserwartung.



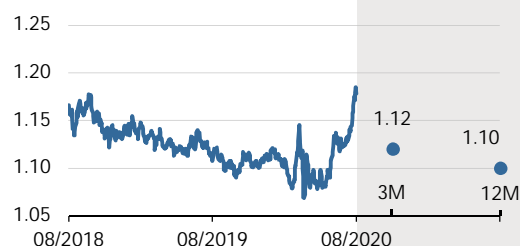
## USD/CHF

Die Corona-Situation in den USA gerät zunehmend ausser Kontrolle: Die täglichen Infektionsfälle eilen von Rekordwert zu Rekordwert, die Zahl an freien Intensivbetten nimmt besorgniserregend schnell ab. Selbst Präsident Donald Trump hat inzwischen seinen medialen Optimismus verloren. Neben den trüben Fundamentaldaten und dem hohen Budgetdefizit belastet vor allem der starke Rückgang des Zinsaufschlages den US-Dollar. Die steigenden Rohstoffpreise sprechen zudem tendenziell für eine etwas schwächere US-Währung. Wir haben daher unsere 3-Monatsprognose für den USD/CHF geringfügig nach unten, auf 0.95, angepasst.



## EUR/USD

Aktuell hält Europa gegenüber den Vereinigten Staaten sämtliche Trümpfe in der Hand: Die Pandemie scheint besser im Griff, die Europäische Zentralbank (EZB) stützt die Wirtschaft nach Möglichkeiten und der US-Zinsvorteil ist ebenfalls massiv geschrumpft. In Folge dessen haben wir unser Dreimonats-Kursziel von 1.09 auf 1.12 USD leicht erhöht. Auf Sicht von zwölf Monaten dürfte sich das Währungspaar jedoch in einer relativ engen Handelsspanne seitwärts bewegen. Der wirtschaftliche Schaden dies und jenseits des Atlantiks ist vergleichbar. Zusätzlichen Gegenwind erhält der Euro von der Staatsschuldenproblematik.



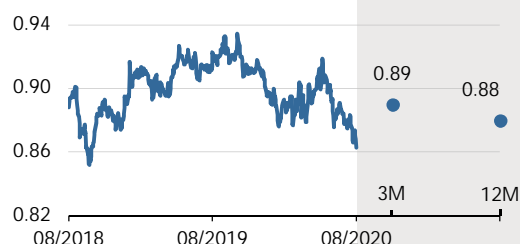
## GBP/CHF

Der britische Premierminister Boris Johnson will die von der Corona-Pandemie gebeutelte Wirtschaft seines Landes mit einem gewaltigen Konjunkturpaket in Schwung bringen. Rund fünf Milliarden Pfund sollen dabei kurzfristig allein in den Ausbau der öffentlichen Infrastruktur fließen. Die massiv höheren Staatsausgaben dürften bei zugleich geringeren Steuereinnahmen aber fast zwangsläufig zu einer explodierenden Neuverschuldung führen. Dies und der drohende «No-FTA-Brexit» (EU-Austritt ohne Freihandelsabkommen) belasten das britische Pfund. Gemessen an der Kaufkraftparität ist dieses auf lange Sicht betrachtet jedoch zu günstig bewertet.



## JPY/CHF\*

Mit der Normalisierung an den Finanzmärkten hat auch die Nachfrage der Anleger nach japanischem Yen etwas abgenommen. Dennoch wird dieser weiterhin in Stresssituationen seine Bedeutung als sicherer Währungshafen und zuverlässiger Portfolio-Diversifikator beibehalten. Die starke Unterbewertung sowie die positive Zinsdifferenz gegenüber dem Schweizer Franken sind zudem Argumente für den Yen. Da jedoch auch der Franken eine defensive Währung ist, dürfte es bei dem JPY/CHF-Kurs zu keinen grossen Schwanken kommen. Wir halten daher die Marke von 0.88 auf Jahressicht weiterhin für realistisch.



\* mit 100 multipliziert

Quelle: Datastream, 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	-3.3	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	-0.53	-0.60	-0.50
EUR (Deutschland)	0.56	0.66	-0.54	-0.50	-0.30
USD	2.18	2.30	0.53	0.80	1.00
JPY	0.32	0.26	0.01	0.00	0.10

<b>Wechselkurse</b>					
Jahresende					
EUR/CHF	1.20	1.09	1.08	1.06	1.06
USD/CHF	0.99	1.00	0.91	0.95	0.96
JPY/CHF**	0.83	0.83	0.86	0.89	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.18	1.12	1.10
GBP/CHF	1.32	1.25	1.20	1.20	1.25

<b>Rohstoffe</b>					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	67	52	45	40	50
Gold (USD/Unze)	1303	1281	2058	1850	1950

\*07.08.2020

\*\* 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.