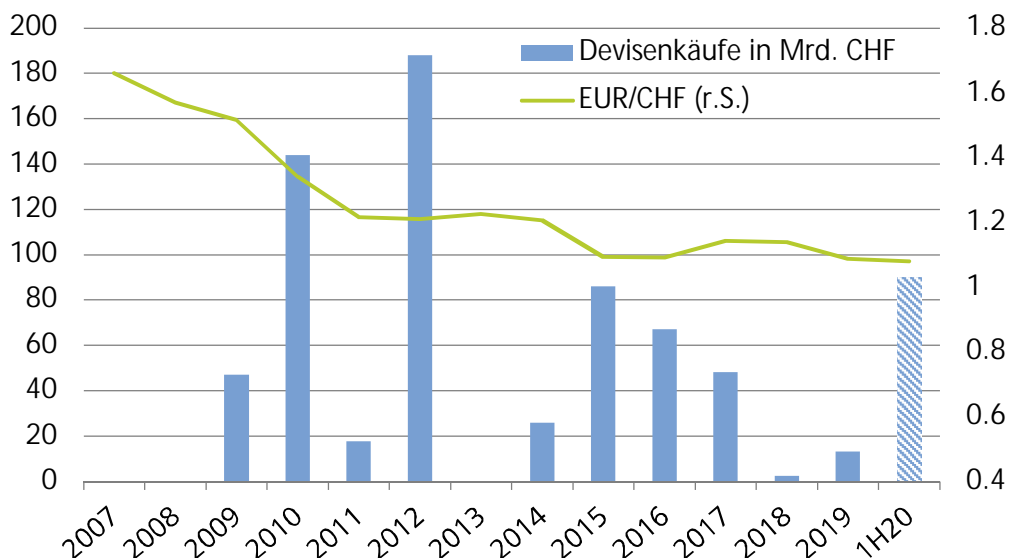


SNB hat wieder kräftig zugeschlagen

Der einzigartige Schweizer BIP-Einbruch im zweiten Quartal wurde mit der zweiten SECO-Schätzung von -8.2% auf -7.3% revidiert. Der Kollateralschaden des staatlich verordneten Stillstands fällt damit nochmals etwas weniger drastisch als befürchtet aus. Dafür flacht aber die anfangs sehr dynamische Erholung seit dem Ende des „Lockdown“ bereits wieder ab. Zudem bergen die wegen der steigenden Infektionszahlen erneut ausgeweiteten Einschränkungen Rückschlagpotential zum Jahresende. Die SNB steht wegen der unvollständigen, unsicheren und uneinheitlichen Erholung entsprechend bereit, bei Bedarf weiterhin „verstärkt“ am Devisenmarkt zu intervenieren.

Auf den folgenden Seiten finden sie kompakt mehr Details zu unserer Konjunktur- und Zinseinschätzung, inklusive einem Branchenfokus sowie unsere Prognosen.

Chart des Monats: Massive SNB-Devisenkäufe



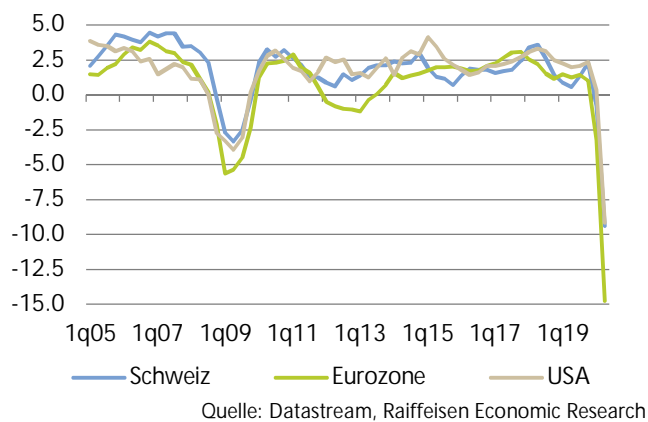
Quelle: SNB, Datastream, Raiffeisen Economic Research

Die SNB setzt unverändert auf Devisenmarktinterventionen. Davon hat sie in diesem Jahr auch schon wieder reichlich Gebrauch gemacht. Bisher gab die Nationalbank das Interventionsvolumen nur für das Gesamtjahr mit grösserer Verzögerung im jeweiligen Geschäftsbericht bekannt. Die mangelnde Transparenz wurde in der Vergangenheit nicht zuletzt vom US-Finanzministerium immer wieder gerügt. Unter anderem deswegen steht die Schweiz auf der Schwelle von den USA als Währungsmanipulator gebrandmarkt zu werden.

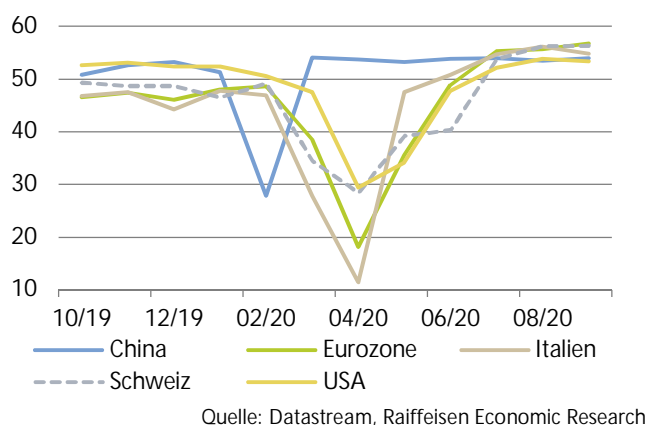
Neu veröffentlicht die SNB ihre Eingriffe von nun an zumindest jeweils zum Quartalsende für das Vorquartal. Und demnach wurden im ersten Halbjahr 2020 Devisen für insgesamt 90 Mrd. CHF aufgekauft. Das Interventionsvolumen fällt so hoch aus wie seit 2012 nicht mehr. Die Devisenanlagen der SNB sind dadurch auf umgerechnet 860 Mrd. CHF angeschwollen, bzw. 130% des Schweizer BIP. Seit Mitte Juli hält sich der EUR/CHF-Wechselkurs allerdings wieder etwas höher und recht stabil bei der 1.08-Marke, womit für die Nationalbank kein grösserer Interventionsbedarf mehr besteht – zumindest bis zu den nächsten Verwerfungen.

Konjunktur

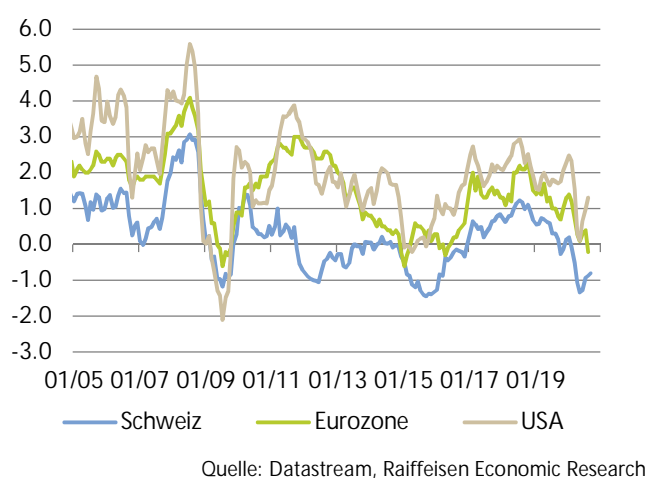
BIP, real, in % ggü. Vorjahr



Einkaufsmanagerindizes (PMIs)
Verarbeitendes Gewerbe, Produktionskomponente



Konsumentenpreise, in % ggü. Vorjahr



BIP-Einbruch nicht so drastisch wie befürchtet
Das Schweizer BIP ist im zweiten Quartal um 7.3% eingebrochen. Mit dem bereits starken Minus vom ersten Quartal beträgt der Rückgang im Jahresvergleich 8.2%. Ausser dem Staat und den Versicherungen weisen alle anderen Sektoren hohe Einbussen auf, angeführt vom Gastgewerbe und Beherbergung mit einem Minus von knapp 60% im ersten Halbjahr.

Das Wegbrechen der globalen Nachfrage hat auch das Schweizer Verarbeitende Gewerbe massiv getroffen. Der gewichtige Pharmasektor konnte in der Krise allerdings gegen den Trend zulegen, was den Wertschöpfungsverlust in der Industrie quasi annähernd halbiert hat. Damit ist die Schweizer Wirtschaft im Vergleich zu vielen anderen Industrieländern insgesamt glimpflicher davon gekommen.

Aufholtschub läuft schnell aus
Erstaunlich robust zeigt sich der Detailhandel, wo ein guter Teil der ausgefallenen Einkäufe rasch nachgeholt wurde. Die Kaufkraft der privaten Haushalte wurde durch die Kurzarbeitsentschädigung stabilisiert. Ungeachtet stark gesunkener direkter Lohneinkommen, lag das verfügbare Einkommen deshalb im ersten Halbjahr nur ganz leicht niedriger.

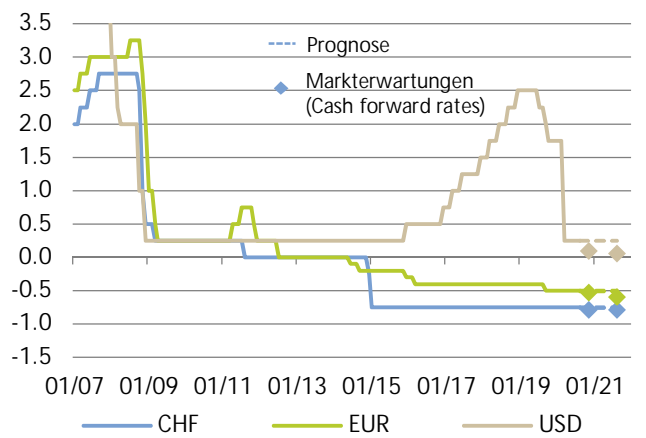
Mit den anfänglich sehr starken Aufholeffekten seit dem Ende des „Lockdown“, steht im dritten Quartal ein kräftiger Wiederanstieg des BIP bevor. Die Dynamik hat jedoch schnell wieder an Schwung verloren. Und weiterhin geltende Einschränkungen sowie freiwillige Zurückhaltung führen vor allem bei personennahen Dienstleistungen unverändert zu teilweise dramatischen Ausfällen. Im Zuge der wieder steigenden Neuinfektionszahlen melden zudem einige Branchen erneut zunehmende Geschäftseinbussen.

Die Umsätze in der Industrie zeigen währenddessen noch weiter nach oben. Die Kapazitäten bleiben jedoch meist unterausgelastet. Damit planen vor allem Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe ihre Investitionen weiter zurückzufahren und Personal abzubauen.

Weiter moderate Deflation
Preissenkungen während des „Lockdown“ wurden zuletzt teilweise wieder rückgängig gemacht. Die Inflationsraten bleiben aber deutlich unter den Vorkrisenniveaus. Dies dürfte wegen der anhaltenden Nachfrageschwäche auf absehbare Zeit auch so bleiben. In der Schweiz wirkt sich zusätzlich die vorangegangene Frankestärke verzögernd dämpfend auf die Jahresrate aus.

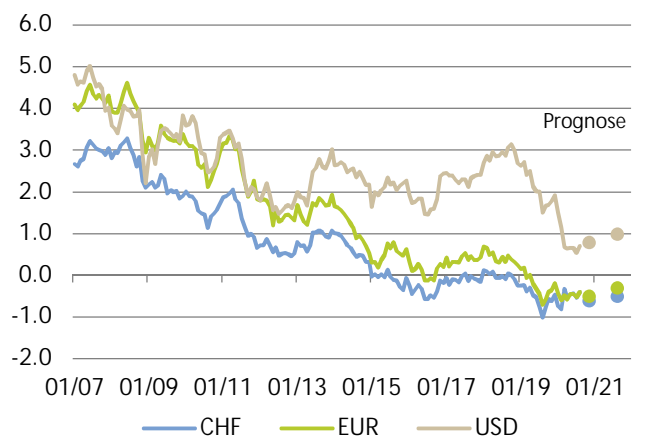
Zinsen

Leitzinsen, in %



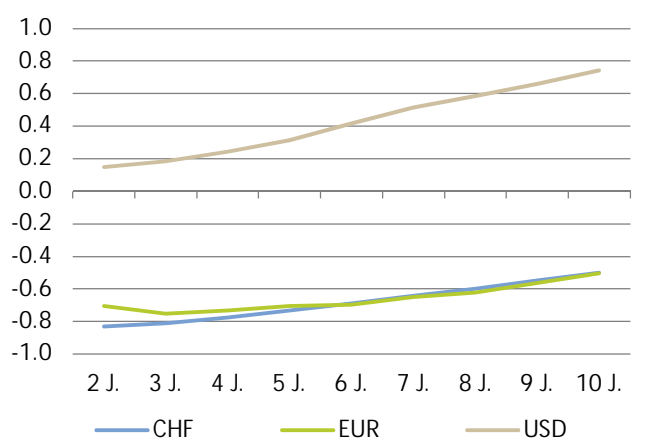
Quelle: Datastream, Raiffeisen Economic Research

10-Jahres-Staatsanleihen, in %



Quelle: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Zinskurve (Stand: 06.10.20)



Quelle: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Keine Zinserhöhung am Horizont

Die amerikanische Notenbank Fed hat den Schwenk zur Durchschnittsinflationssteuerung vollzogen. Die Zinsen sollen unverändert bleiben, bis Maximalbeschäftigung erreicht worden ist, und die Inflation auf dem Weg ist die 2%-Marke für einige Zeit zu überschreiten.

Mit der schwammigen Formulierung setzt die Fed auf Flexibilität beim Start einer zukünftigen Zinsnormalisierung. Je nach Zusammenspiel von Arbeitsmarktverfassung und Inflationsdynamik will man entweder früher loslegen oder länger abwarten.

Die Fed dürfte aber auf jeden Fall deutlich länger abwarten als in früheren Zyklen. Eine überwiegende Mehrheit der US-Notenbanker geht aktuell mindestens bis Ende 2023 von unveränderten Zinsen aus.

Derweil kauft die Fed weiterhin US-Staatsanleihen auf, um die langfristigen Finanzierungsbedingungen sehr günstig zu halten. Dies gilt auch für die EZB. Die Risikoprämien für die Anleihen der hochverschuldeten Mitgliedsländer, wie Italien, sind zwar wieder unter die Vorkrisenniveaus gefallen. Trotzdem machen die konjunkturellen Bremseffekte der wieder steigenden Neuinfektionen sowie der Euro-Aufwertung gegenüber dem USD, eine weitere Aufstockung der Anleihekäufe wahrscheinlicher.

SNB bleibt im Zielkorridor

Von einer nochmaligen Zinssenkung war bei der EZB zuletzt hingegen unverändert keine Rede. Dies gilt genauso für die SNB. Die Nationalbank will bei Bedarf erst einmal weiter „verstärkt“ am Devisenmarkt intervenieren. Devisenkäufe bleiben also das Mittel der Wahl. Mit einem recht stabilen EUR/CHF-Wechselkurs nahe 1.08 seit Mitte Juli besteht für die SNB derzeit aber kein grösserer Handlungsbedarf mehr.

Im Gegensatz zur Fed und zur EZB führt die SNB keine Überprüfung ihres geldpolitischen Konzepts durch. Dieses gilt unverändert seit 2000 und definiert das Ziel von Preisstabilität mit einer Jahresrate der Konsumentenpreise zwischen 0% und 2%. Das SNB-Direktorium sieht keinen Bedarf für Änderungen des Konzepts. Die SNB-Definition von Preisstabilität sei weiterhin die „Richtige“. Und da die SNB mittelfristig von einer Rückkehr der Inflationsrate leicht ins positive Terrain ausgeht, sind keine ambitionierteren Anstrengungen zur Erreichung des Zielkorridors angezeigt.

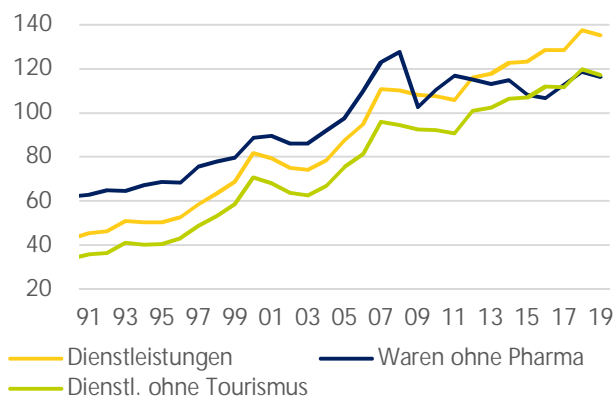
Schweizer Branchen – Fokus Dienstleistungsexporte

Das Bild der Globalisierung wird seit langem vor allem von grossen Containerschiffen und riesigen Umschlaghäfen geprägt. Wenn vom globalen Handel die Rede ist, liegt der Fokus deshalb meist auf dem Warenverkehr. Dabei geht gemeinhin unter, dass auch Dienstleistungen ein wichtiger Bestandteil des Aussenhandels sind. Ihre Exporte sind zwar wertmässig etwa drei Mal geringer als die globalen Warenausfuhren. Im letzten Jahrzehnt sind sie aber doppelt so stark gestiegen. Mit dem technologischen Fortschritt nimmt die Rolle des Dienstleistungshandels noch weiter zu. Die Digitalisierung verbessert die Handelbarkeit von immer mehr Dienstleistungen oder macht den Export überhaupt erst möglich. Die Schweiz exportiert seit 2012 sogar mehr Dienstleistungen als Waren, wenn die alles überragenden Pharmaausfuhren nicht mitgezählt werden (siehe Grafik). Ein Siebtel dieser Dienstleistungsausfuhren ist auf die Ausgaben ausländischer Touristen im Inland zurückzuführen. Die restlichen Dienstleistungen werden grenzüberschreitend oder über geschäftliche Niederlassungen im Ausland erbracht.

Mit knapp einem Viertel machen die Lizenz- und Patenterträge den grössten Exportanteil aus, was auf die hohe internationale Bedeutung des Forschungsstandorts Schweiz zurückzuführen ist. Auf Platz zwei folgen die Finanzdienstleistungen, womit hauptsächlich Kommissionsgeschäfte gemeint sind. Dabei handelt es sich um die einzige Branche, deren Exporteinnahmen heute tiefer liegen als 2006. Zu den grösseren Kategorien zählen noch die Transportdienste wie z.B. Speditionslieferungen, Geschäftsdienste wie z.B. Beratungen sowie IT- und Kommunikationsdienstleistungen.

Dienstleistungsexporte immer bedeutender

Schweizer Exportvolumen in Mrd. CHF



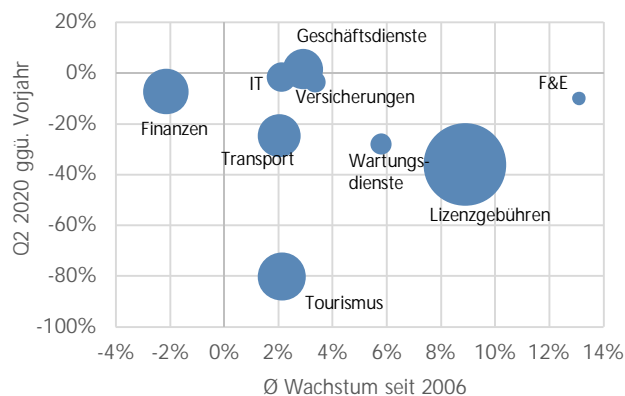
Quelle: SECO, Raiffeisen Economic Research

Zuletzt hat die Coronakrise nicht nur den Tourismus lahm gelegt sondern auch den meisten anderen Dienstleistungsexporten einen schweren Schlag versetzt. Auch die Lizenzeinnahmen sind eingebrochen, da einige der weltgrössten Sportorganisatoren in der Schweiz domiziliert sind und deren Grossanlässe dieses Jahr abgesagt wurden. Daneben gibt es aber auch einige Branchen, die sich relativ widerstandsfähig gezeigt haben. Die Exporte des IT-Sektors und der Versicherungsdienste waren im zweiten Quartal nur leicht rückläufig (siehe Grafik). Die Geschäftsdienste verzeichneten gar ein leichtes Plus, was darauf zurückzuführen ist, dass viele unternehmensnahe Dienstleistungen während des Lockdowns auch digital durchgeführt werden konnten.

Was die langfristigen Folgen der Coronakrise betrifft, wird eine ähnliche Entwicklung wie nach der Finanzkrise befürchtet, als sich das Wachstum der globalen Warenströme abschwächte. Beim Dienstleistungshandel ist das Wachstumspotential jedoch unverändert gross, insbesondere bei den wissensintensiven Dienstleistungen. Bisher waren die Transaktionskosten im Dienstleistungshandel deutlich grösser als im Warenaustausch, was sich mit der Digitalisierung aber immer mehr ändert. Im Gegensatz zu den Warenmärkten sind die meisten Dienstleistungsmärkte für den internationalen Handel bisher zwar eher geschlossen, doch auch dies ändert sich schrittweise: weltweit steigt die Anzahl der Handelsabkommen, welche die Öffnung der Dienstleistungsmärkte explizit regeln. So beinhaltet z.B. das geplante Freihandelsabkommen der Schweiz mit den MERCOSUR-Staaten auch einen erleichterten Marktzugang für schweizerische Dienstleistungserbringer.

Struktur und Wachstum der Exporte

Blasengrösse: Schweizer Exportvolumen 2019

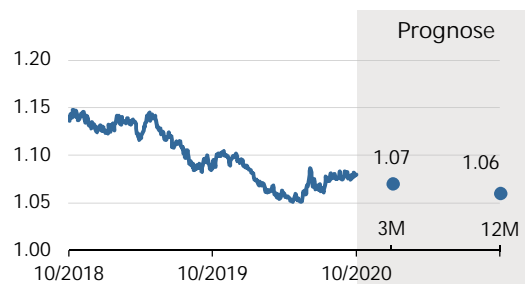


Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research

Währungen

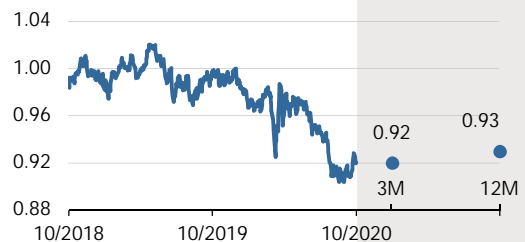
EUR/CHF

Sowohl Euro als auch Schweizer Franken leiden unter den wieder steigenden Corona-Fällen auf dem «Alten Kontinent» und der Sorge vor erneuten Lockdown-Massnahmen. Infolgedessen hat sich die europäische Einheitswährung in den letzten Wochen in einem engen Preiskorridor zwischen 1.07 und 1.08 CHF bewegt. Auch wenn die psychologisch wichtige Marke von 1.05 CHF derzeit etwas in die Ferne gerückt ist, so dürfte der Aufwertungsdruck auf den Franken noch lange nicht vom Tisch sein. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat daher im Rahmen ihrer vierteljährlichen Lagebeurteilung die eingeschlagene Geldpolitik nochmals bestätigt.



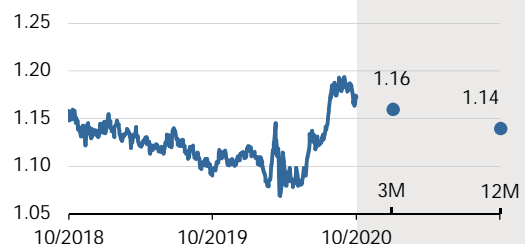
USD/CHF

Der Abwertungsdruck auf den US-Dollar hat zuletzt etwas nachgelassen. Charttechnisch gelang es dem «Greenback» sogar die obere Grenze seines seit Frühsommer gültigen Abwärtstrendkanals zu durchbrechen. Eine mittelfristige Trendumkehr dürfte derzeit trotzdem eher unwahrscheinlich sein. Das sehr niedrige Zinsniveau in den USA sowie die rasant steigende Staatsverschuldung belasten weiterhin die US-Währung. Für zusätzlichen Gegenwind sorgt die näher rückende Präsidentschaftswahl. Wir belassen daher unsere Prognose für den USD/CHF-Kurs bei 0.92 CHF in 3 Monaten und bei 0.93 CHF auf Jahressicht.



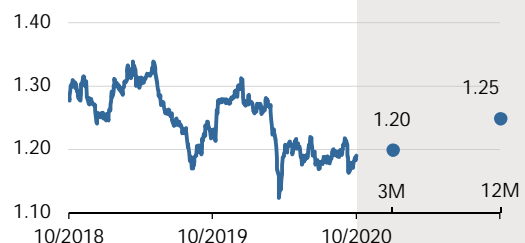
EUR/USD

Der Versuch des EUR/USD-Kurses sich jenseits der Marke von 1.19 USD zu etablieren ist gescheitert. Dem folgenden Abgabedruck konnte auch die charttechnisch wichtige 50-Tage-Unterstützungslinie nicht standhalten: zu schwer lastet die Corona-Pandemie auf der Eurozone. Positiv erweist sich für den Euro weiterhin der geschrumpfte US-Zinsvorteil. Die US-Notenbank Fed liess erst kürzlich verlauten die aktuelle Zinspolitik solange beizubehalten bis auf dem Arbeitsmarkt Vollbeschäftigung sowie das 2%-Inflationsziel erreicht seien. Entsprechend erwarten wir für das Währungspaar EUR/USD mit Blick auf die nächsten Monate wenig Bewegung.



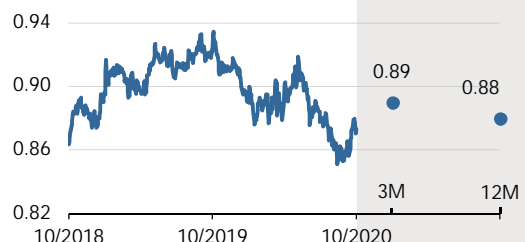
GBP/CHF

Die Aussichten für ein Freihandelsabkommen zwischen Grossbritannien und der Europäischen Union schwinden – daran kann auch das von Premierminister Boris Johnson auf Mitte Oktober festgesetzte Ultimatum nichts ändern. Die wirtschaftlichen Folgen von einem solchen Non-FTA-Brexit wären allerdings massiv. Zugleich droht das Infektionsgeschehen im Vereinigten Königreich aus dem Ruder zu laufen, die Angst vor einem erneuten Lockdown steigt. Dies beschert dem GBP/CHF-Kurs erheblichen Gegenwind. Gemessen an der Kaufkraftparität bleibt das britische Pfund dennoch langfristig betrachtet zu günstig bewertet und viel Negatives ist bereits eingepreist.



JPY/CHF*

Japan hat mit Yoshihide Suga seit dem 16. September einen neuen Ministerpräsidenten. An der Wirtschaftspolitik des Landes wird dies wenig ändern: Suga gilt als Verfechter der als «Abenomics» benannten Linie seines Vorgängers Shinzō Abe. Der japanische Yen dürfte dennoch als Portfolio-Diversifikator gefragt bleiben. Gestützt wird er von der positiven Zinsdifferenz und seiner Unterbewertung gegenüber dem Schweizer Franken. Grosse Schwankungen beim JPY/CHF-Kurs sind aufgrund des ebenfalls defensiven Charakters des Frankens nicht zu erwarten. Wir halten an unserem 12-Monats-Kursziel von 0.88 CHF unverändert fest.



* mit 100 multipliziert

Quelle: Datastream, Raiffeisen Schweiz CIO Office und Economic Research

Raiffeisen Prognosen (I)

Konjunktur

	2017	2018	2019	Prognose 2020	Prognose 2021
BIP					
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	-4.2	4.0

Inflation					
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
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	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25
JPY	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

Kapitalmarktzinsen					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen; Jahresende (in %)					
CHF	-0.15	-0.25	-0.50	-0.60	-0.50
EUR (Deutschland)	0.56	0.66	-0.51	-0.45	-0.30
USD	2.18	2.30	0.77	0.80	1.00
JPY	0.32	0.26	0.04	0.00	0.10

Wechselkurse					
Jahresende					
EUR/CHF	1.20	1.09	1.08	1.07	1.06
USD/CHF	0.99	1.00	0.92	0.92	0.93
JPY/CHF**	0.83	0.83	0.87	0.89	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.18	1.16	1.14
GBP/CHF	1.32	1.25	1.18	1.20	1.25

Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	54	66	42	40	50
Gold (USD/Unze)	1303	1281	1890	2000	2000

*07.10.2020

** 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

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.