

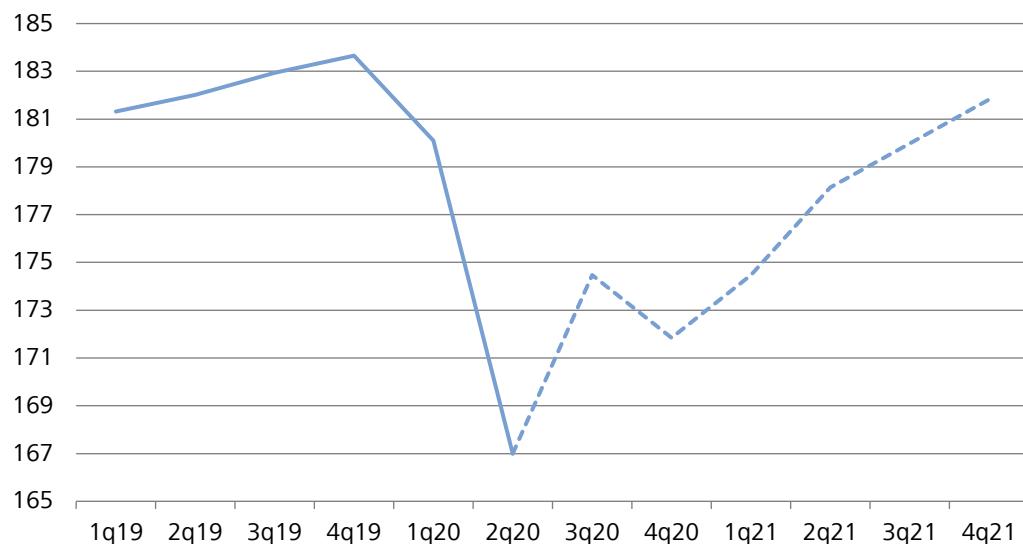
# Konjunkturcheck

Die Eurozone verzeichnete im dritten Quartal ein historisches Wachstum. Freude kommt dabei aber keine auf. Denn der vorangegangene Einbruch konnte damit bei weitem noch nicht aufgeholt werden, und die Aussichten sind zumindest für den November wegen der erneuten „Lockdowns“ düster. Die EZB bereitet deshalb abermals neue Massnahmen vor, und auch die SNB dürfte bereits wieder am Devisenmarkt aktiv sein.



## CHART DES MONATS: KONJUNKTURERHOLUNG - DAS SCHIEFE W

Schweizer BIP, zu laufenden Preisen, in Mrd. CHF



Quelle: SECO, Raiffeisen Economic Research

Die erste Schätzung für das Schweizer BIP im dritten Quartal gibt es erst Anfang Dezember. Es ist aber, wie in der Eurozone, mit den Lockerungen nach dem Frühjahrs-„Lockdown“ ebenfalls ein kräftiger Anstieg vorgezeichnet. Da die Schweizer Wirtschaft im zweiten Quartal aber einen deutlich weniger drastischen Einbruch erlebte, wird auch das Quartalsplus deutlich weniger dynamisch ausfallen. Das Schweizer BIP wird damit, ähnlich wie in den Nachbarländern, noch weit hinter dem Vorjahresniveau zurückbleiben.

Die seit Ende Oktober wieder verschärften Einschränkungen fallen deutlich weniger strikt als im Frühjahr aus. Neben dem weitgehend „geschlossenen“ Freizeitsektor, wird die Nachfrage aber auch in vielen anderen Bereichen indirekt ausgebremst. Bspw. fehlen den Hotels wieder vermehrt die ausländischen Gäste. Das wichtige Weihnachtsgeschäft im Gastgewerbe fällt quasi aus, genauso wie das Mittagsgeschäft aufgrund verwaister Büros. Und die Krankenhäuser

müssen ihre geplanten Eingriffe ebenfalls wieder herunterfahren. Trotz ausgelasteter Intensivstationen ist deswegen die Wertschöpfung im Gesundheits- und Sozialwesen schon im ersten Halbjahr um über 10% gesunken. Untersuchungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) weisen denn auch darauf hin, dass die freiwillige Zurückhaltung der Verbraucher einen mindestens genauso so grossen Anteil am globalen Konjunktureinbruch im Frühjahr hatte, wie die staatlich verordneten Schliessungen.

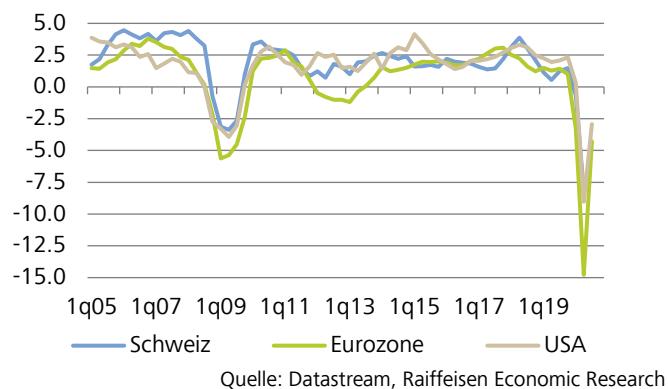
Auch ohne einen landesweiten, „echten Lockdown“ sehen wir damit einen Rückschlag für die Schweizer Wirtschaft im Schlussquartal als unvermeidlich. Gemäss einer groben Berechnung über die Wertschöpfungsanteile der einzelnen Wirtschaftssektoren könnten die neuen Einschränkungen die Wirtschaftsleistung erneut um bis zu 2% drücken. Damit bleibt unsere BIP-Prognose von -5% für dieses Jahr leider realistisch.

# Konjunktur



BIP, REAL

In % gegenüber Vorjahr

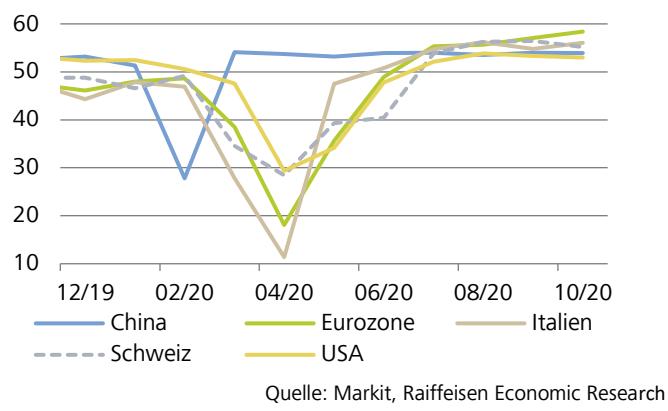


Quelle: Datastream, Raiffeisen Economic Research



EINKAUFSMANAGERINDIZES (PMI)

Verarbeitendes Gewerbe, Produktionskomponente

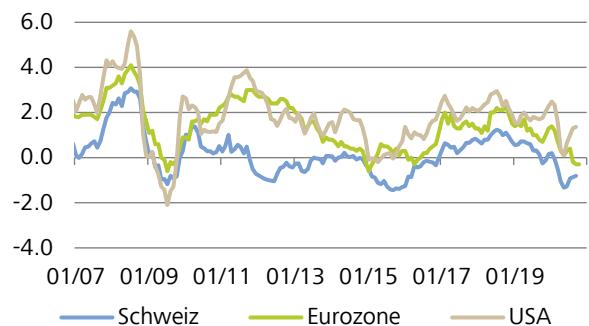


Quelle: Markit, Raiffeisen Economic Research



KONSUMENTENPREISE

In % gegenüber Vorjahr



Quelle: Datastream, Raiffeisen Economic Research

## Zweite Welle bremst Erholung aus

Die europäische Wirtschaft hat sich nach dem Absturz im Frühjahr im dritten Quartal wie erwartet sehr kräftig erholt. Das Quartalsplus in der Eurozone betrug nach ersten Schätzungen historische 12.7%. Damit wurde allerdings erst gut zwei Drittel des vorangegangenen Einbruchs gutgemacht. Die Wirtschaftsleistung bleibt noch um mehr als 4% hinter dem Vorkrisenniveau zurück.

Und der Konjunkturhimmel hat sich zuletzt wieder verfinstert. Der Aufholschub im Detailhandel ist bereits vor dem Start der zweiten Infektionswelle ausgelaufen. Und mit den erneuten „Lockdowns“ bzw. „Lockdowns light“ in vielen Ländern steht zumindest ein sehr negativer November an. Die Wirtschaft in der Eurozone dürfte damit im Schlussquartal aller Voraussicht nach erneut spürbar schrumpfen.

## Schweiz probiert Sonderweg

In der Schweiz versucht der Bundesrat die Balance zwischen Gesundheitsschutz und Konjunkturschonung mit vergleichsweise moderateren Massnahmen zu finden. Da die Geschäfte und das Gastgewerbe grundsätzlich geöffnet bleiben sollen, ist bislang kein ähnlich dramatischer Einbruch wie im März angezeigt. Nichtsdestotrotz werden die Einbussen beträchtlich ausfallen. Die Konsumlaune hat im Frühjahr auch in Ländern mit weniger strikten Massnahmen stark gelitten, und die Konsumenten haben sich freiwillig zurückgehalten. Zudem reduziert die generelle Empfehlung zum Homeoffice die Mobilität in den Zentren erheblich.

In der Industrie hat sich die Erholung währenddessen bis zuletzt noch fortgesetzt. Die Produktion bleibt aber in den meisten Sektoren aufgrund der angeschlagenen Weltwirtschaft ebenfalls noch weit hinter den Vorjahresniveaus zurück. Und die Geschäftserwartungen fielen im Verarbeitenden Gewerbe jüngst ebenfalls wieder deutlich pessimistischer aus.

## Begrenzter Preiswiederanstieg

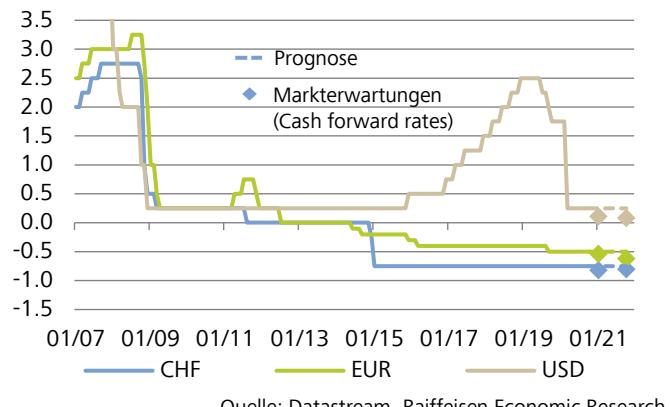
Der krisenbedingte Einbruch bei den Rohstoffpreisen sowie anderen Güter- und Dienstleistungspreisen hat sich in den letzten Monaten teilweise wieder umgekehrt, insbesondere in den USA. Die schwache Nachfrage und die tiefe Kapazitätsauslastung sollten aber eine Rückkehr des Inflationstrends zu den Vorkrisenhochs noch längere Zeit verhindern.

Dies gilt vor allem für die Eurozone, wo u.a. die vorübergehende Mehrwertsteuersenkung in Deutschland die Kernrate aktuell zusätzlich nach unten drückt. In der Schweiz hält der preisdämpfende Effekt der vorangegangenen Frankenauflwertung die Jahressraten der Konsumentenpreise weiterhin deutlich im negativen Bereich.

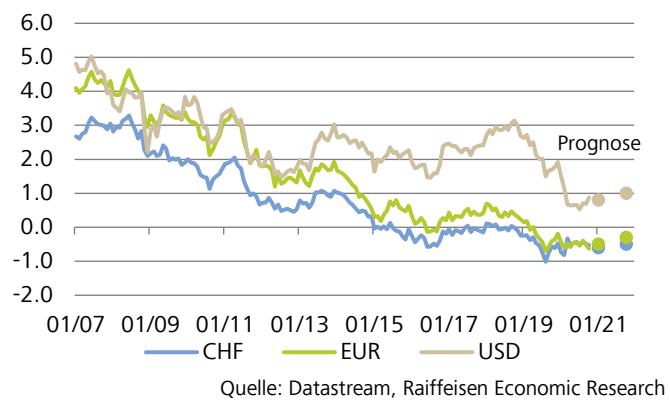
# Zinsen



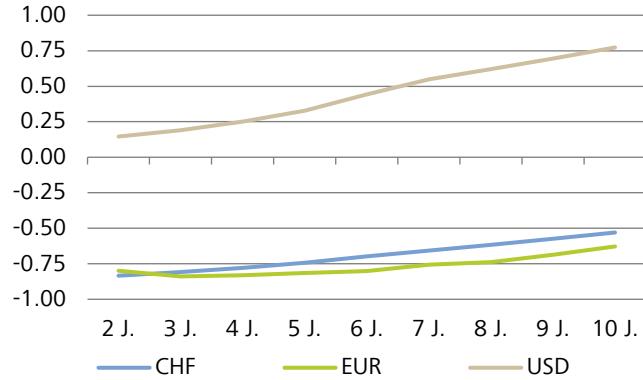
## LEITZINSEN, IN %



## 10-JAHRES-STAATSANLEIHEN, IN %



## ZINSKURVE (STAND: 05.11.20), IN %



### EZB will nachlegen

Im September präsentierte die EZB noch ein deutlich positiveres Konjunkturbild. Dies musste sie bei ihrer Oktober-Sitzung bereits wieder revidieren. Die Notenbanker stellten eine klare Verschlechterung des kurzfristigen Wachstumsausblicks fest. Der EZB-Rat hat beim jüngsten Treffen noch keine Massnahmen ergriffen. Die Fachgremien der Notenbank wurden jedoch beauftragt, einen angemessenen Mix aus allen Instrumenten für eine Rekalibrierung der Geldpolitik auszuarbeiten. Eigentlich legt sich die EZB ja nicht im Vorhinein fest. Christine Lagarde bemerkte aber, dass alle Ratsmitglieder eine Politikanpassung bei der nächsten Sitzung für notwendig halten.

Dass man alle Instrumente in Betracht zieht, heisst aber nicht automatisch, dass man alle Instrumente anpasst. Dies gilt speziell für den Negativzins. Eine allgemeine Zinssenkung würde sich sogar nach EZB-Einschätzung kaum noch positiv auswirken. Dafür stellte die EZB-Präsidentin die extrem erfolgreichen gezielten Langfristrefinanzierungsgeschäfte (TLTROs) heraus. Neben einer Ausweitung der Anleihekäufe ist im Dezember eine nochmalige Senkung des Einlagensatzes zwar nicht auszuschliessen. Wir halten aber attraktivere Konditionen für zukünftige TLTROs und eine Erhöhung des Negativzinsfreibetrags im aktuellen Umfeld für angemessener.

### SNB wohl bereits wieder aktiv

Der Rückschlag bei den Konjunkturerwartungen sowie die Aussicht auf weitere EZB-Massnahmen haben EUR/CHF schnell wieder die Richtung 1.07 fallen lassen. Die Schweizerische Nationalbank setzt dabei unverändert auf „verstärkte“ Devisenmarktinterventionen, um den Aufwärtsdruck auf den Franken in Schach zu halten. Im ersten Halbjahr 2020 hat sie bereits wieder kräftig zugeschlagen und Devisen für 90 Mrd. CHF aufgekauft. Eine nochmalige Zinssenkung hat die SNB zuletzt nicht mehr explizit thematisiert. Aber wenn die EZB unverhofft doch nochmals auf die Zinskeule zurückgreifen sollte, ist dies auch bei der SNB nicht ausgeschlossen.

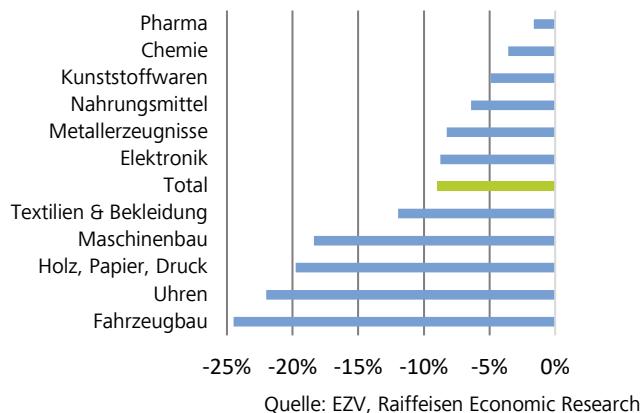
### Fed im Beobachtungsmodus

Die konjunkturelle Lage in den USA stellt sich bislang noch robuster als in Europa dar, nicht zuletzt weil sich die Infektionslage in den US-Bundesstaaten sehr unterschiedlich darstellt. Darüber hinaus zeigen sich die USD-Zinsmärkte, trotz stark steigender Fallzahlen, stabil. Der Anstieg der Treasury-Renditen hält sich, ungestoppt durch Volatilität in den letzten Wochen, in Grenzen. Die amerikanische Notenbank musste das Volumen ihrer Anleihekäufe nicht wieder hochfahren. Damit besteht für die US-Notenbanker nach dem Übergang zur Durchschnittsinflationssteuerung aktuell kein grösserer Handlungsbedarf.

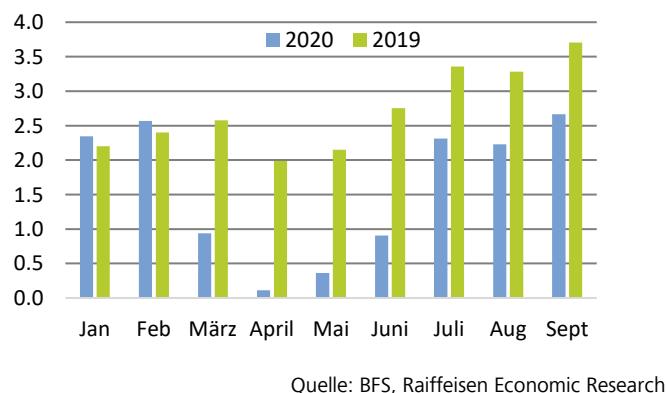
# Schweizer Branchen-Fokus



## EXPORTE IM VERGLEICH ZU ENDE 2019

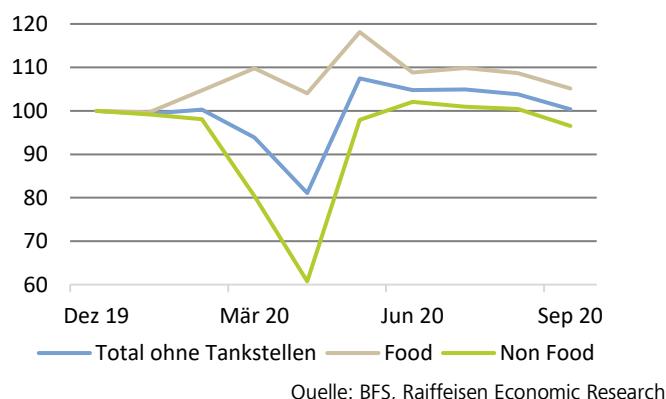


## LOGIERNÄCHTE (IN MIO.)



## DETAILHANDELSUMSÄTZE

Indexiert, Dez 2019 = 100, saisonbereinigt



## Exportausblick bleibt eingetrübt

Die schweizerischen Warenexporte haben nach dem historischen Rückgang im Frühjahr im dritten Quartal merklich zugelegt. Die zuvor massiv eingebrochenen Uhrenexporte haben sich im Vergleich zum zweiten Quartal sogar verdoppelt. Nichtsdestotrotz liegt das gesamte Schweizer Exportvolumen weiterhin deutlich unter dem Stand von Ende 2019. Keine einzige Branche hat das Vorkrisenniveau wieder erreicht. Nur Pharma, Chemie und Kunststoffwaren kamen bisher vergleichsweise glimpflich davon. In anderen Branchen, z.B. Uhren, Maschinen oder Fahrzeugen, liegen die Exporte auch nach dem kräftigen Anstieg im dritten Quartal noch rund 20%-25% im Minus.

Die Ausfuhren nach China haben bereits wieder den Stand von vor Corona erreicht. In der Eurozone und den USA erholt sich die Exportnachfrage hingegen langsamer und mit den neuerlichen Anti-Covid-Massnahmen ist nicht damit zu rechnen, dass sich dies schnell ändert.

## Stadt-Land-Graben im Tourismus

Auch die Hotellerie hat im dritten Quartal wieder bessere Zahlen verzeichnet. Die Logiernächte in den ländlichen Tourismusgemeinden fielen dank mehr inländischer Gäste fast gleich hoch aus wie im Vorjahr. Dennoch hat die Branche als Ganzes auch während den Sommermonaten grosse Geschäftseinbussen erlitten. Denn die städtischen Gemeinden erzielten coronabedingt nur etwas mehr als die Hälfte der Vorjahresübernachtungen. Für die anstehende Wintersaison wird ebenfalls ein deutliches Minus erwartet. Selbst wenn die Skipisten offen bleiben (und die Schweizer Grenze), dürfte ein Teil der potentiellen Gäste aufgrund der massiv gestiegenen Corona-Fallzahlen auf Winterurlaub verzichten.

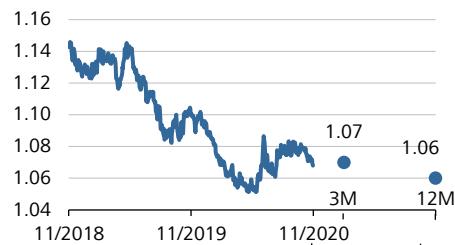
## Erholung im Detailhandel flacht ab

Im Detailhandel wiederum zeigen die Umsätze nach dem Aufholschub im Sommer wieder leicht nach unten. Der Rückgang im September betraf fast alle Warengruppen, weitaus am stärksten aber elektronische Geräte. Deren Absatz ist während des Lockdowns im Frühjahr massiv angestiegen, weshalb nun eine Konsolidierung im Gang ist. Die neuerlichen Anti-Corona-Massnahmen könnten dem Absatz einiger Produkte, wie z.B. denjenigen für den Heimbedarf, wieder Auftrieb verleihen. Grundsätzlich bleibt die Lage aber sehr herausfordernd, auch wenn die Geschäfte anders als im Frühjahr weiter offen bleiben sollten.

# Währungen



## PROGNOSE



### EUR/CHF

Die Schweiz hat sich innerhalb weniger Wochen von einem Corona-Musterschüler in einen europäischen Pandemie-Hotspot verwandelt: Die Fallzahlen explodieren, ein Kollaps des Gesundheitssystems droht. Die Angst vor einem «Lockdown 2.0» belastet die Finanzmärkte und die Eindämmungsmassnahmen des Bundesrates bremsen die konjunkturelle Erholung. Die sich zusätzliche Corona-Lage belastet jedoch auch den Euro. Dank der relativen Stärke der hiesigen Volkswirtschaft punktet der Schweizer Franken bei Anlegern weiterhin als sicherer Hafen. Wir sehen den EUR/CHF-Kurs daher auf Jahressicht unverändert bei 1.06 CHF.

### USD/CHF

Die lockere Geldpolitik der US-Notenbank Fed, die starke Einengung der Zinsprämie sowie das Zwillingssdefizit (Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit) schwächen den US-Dollar. Die Corona-Pandemie hat sich auch in Übersee wieder verschärft. Dies dürfte die wirtschaftspolitische Strategie von Regierung und Notenbank weiter manifestieren. Für zusätzlichen Gegenwind sorgt die bevorstehende Präsidentschaftswahl: Umfragen deuten einen knappen Wahlausgang an, politische und juristische Querelen sind praktisch vorprogrammiert. Wir belassen unsere Prognose für den USD/CHF-Kurs bei 0.92 CHF in 3 Monaten und bei 0.93 CHF auf Jahressicht.

### EUR/USD

Charttechnisch ist der EUR/USD-Kurs zuletzt erneut an dem wichtigen Widerstandsbereich bei 1.19 USD abgeprallt. Für Stabilität nach unten sorgt die gleitende 100-Tage-Durchschnittsline. Auch fundamental spricht derzeit wenig für eine klare Bewegung des Währungspaares. Der geschrumpfte US-Zinsvorteil sowie das in Aussicht stehende Corona-Hilfspaket zur Stützung der amerikanischen Wirtschaft bremsen den US-Dollar aus. Kurzfristig kommt zudem der unsichere Ausgang der Präsidentschaftswahl hinzu. Die Eurozone hingegen leidet unter den steigenden Corona-Fallzahlen und der Angst vor erneuten Lockdown-Massnahmen.

### GBP/CHF

Die Sorgen über einen vertragslosen Zustand nach der Brexit-Übergangsphase belasten das britische Pfund. Grossbritanniens Premierminister Boris Johnson hat diese Sorgen mit seinen jüngsten Aussagen nochmals genährt. Auch die Einleitung eines Vertragsverletzungsverfahrens anfangs Oktober durch die Europäische Union begünstigt derzeit keine Einengung der Bewertungslücke, denn gemessen an der Kaufkraftparität ist das britische Pfund langfristig betrachtet deutlich zu günstig bewertet. Dennoch sind die Versuche des GBP/CHF-Kurs sich jenseits der charttechnisch wichtigen Marke von 1.19 CHF zu etablieren ohne Erfolg geblieben.

### JPY/CHF

Die Welt befindet sich mitten in der zweiten Corona-Welle. Die Unsicherheit an den Finanzmärkten nimmt zu. Dies hat der seit Mai währenden Talfahrt des japanischen Yen ein Ende gesetzt. Auch wenn Japans Volkswirtschaft seit Jahrzehnten in einem deflationären Umfeld mit zugleich steigender Staatsverschuldung stagniert, so bleibt der Yen in Stresssituationen von Anlegern gesucht. 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 jedoch nicht zu erwarten.

\*mit 100 multipliziert  
Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

# Raiffeisen Prognosen (I)



## KONJUNKTUR

### BIP (Durchschnittliches jährliches Wachstum in %)

	2017	2018	2019	Prognose 2020	Prognose 2021
<b>Schweiz</b>	1.7	3.0	1.1	-5.0	4.3
<b>Eurozone</b>	2.5	1.9	1.1	-8.0	4.8
<b>USA</b>	2.4	2.9	2.3	-5.0	4.0
<b>Japan</b>	2.2	0.3	0.8	-6.0	4.0
<b>China</b>	6.9	6.7	6.1	2.0	8.0
<b>Global (PPP)</b>	3.8	3.6	3.3	-4.0	3.8

### Inflation (Jahresdurchschnitt in %)

	2017	2018	2019	Prognose 2020	Prognose 2021
<b>Schweiz</b>	0.5	0.9	0.4	-0.8	0.0
<b>Eurozone</b>	1.5	1.8	1.2	0.2	1.3
<b>USA</b>	2.1	2.5	1.8	1.0	2.0
<b>Japan</b>	1.6	2.1	2.9	3.0	2.0
<b>China</b>	0.5	1.0	0.5	-0.2	0.4



## FINANZMÄRKTE

### Leitzinsen (Jahresende in %)

	2018	2019	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
<b>CHF</b>	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
<b>EUR</b>	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50
<b>USD</b>	1.25 - 1.50	2.25 - 2.50	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25
<b>JPY</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

### Kapitalmarktzinsen (Renditen 10-jährige Staatsanleihen; Jahresende in %)

	2018	2019	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
<b>CHF</b>	-0.15	-0.25	-0.46	-0.60	-0.50
<b>EUR (Germany)</b>	0.56	0.66	-0.54	-0.50	-0.30
<b>USD</b>	2.18	2.30	0.72	0.80	1.00
<b>JPY</b>	0.32	0.26	0.05	0.00	0.10

### Wechselkurse (Jahresende)

	2018	2019	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
<b>EUR/CHF</b>	1.20	1.09	1.07	1.07	1.06
<b>USD/CHF</b>	0.99	1.00	0.90	0.92	0.93
<b>JPY/CHF (x 100)</b>	0.83	0.83	0.87	0.89	0.88
<b>EUR/USD</b>	1.21	1.09	1.18	1.16	1.14
<b>GBP/CHF</b>	1.32	1.25	1.18	1.20	1.25

### Rohstoffe (Jahresende)

	2018	2019	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
<b>Rohöl (Brent, USD/Barrel)</b>	54	66	40	40	50
<b>Gold (USD/Unze)</b>	1'303	1'281	1'944	2'000	2'000

\*06.11.2020

# Raiffeisen Prognosen (II)



SCHWEIZ - DETAILPROGNOSEN

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

## **Herausgeber**

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

## **Autoren**

Alexander Koch  
Domagoj Arapovic

## **Publikationen**

Weitere Publikationen finden Sie unter:  
[www.raiffeisen.ch/publikationen](http://www.raiffeisen.ch/publikationen)

## **Internet**

[www.raiffeisen.ch](http://www.raiffeisen.ch)

## **Rechtlicher Hinweis**

### **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 allein 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 getätigten 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.