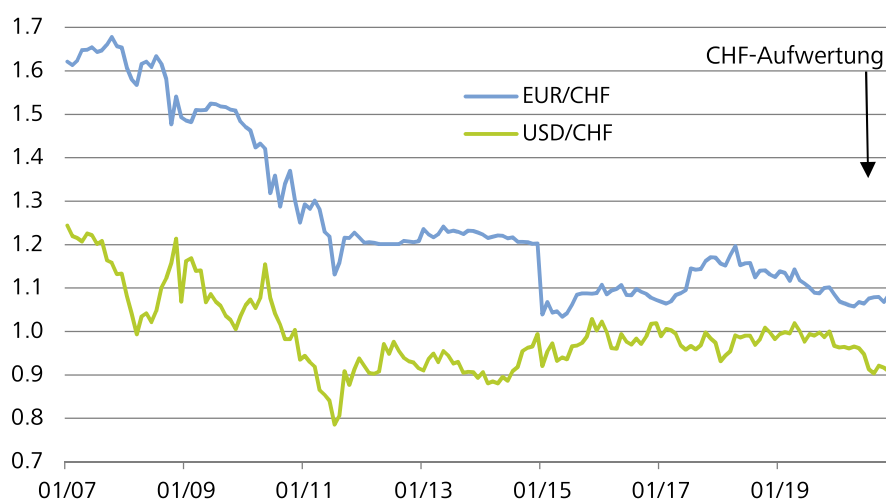


Konjunkturcheck

Die milderen aber dafür länger notwendigen Corona-Eindämmungsmassnahmen bremsen die Schweizer Konjunkturerholung zum Jahreswechsel aus, wenn auch bei weitem nicht so massiv wie im Frühjahr und weniger stark als in den Nachbarländern. Die EZB hat wegen des kurzfristigen Konjunkturrückschlags ihre Anleihekäufe nochmals deutlich verlängert. Der EZB-Negativzins bleibt hingegen unverändert, womit auch die SNB zum Jahresende nicht zu einer Anpassung ihrer Zinspolitik gezwungen war.



CHART DES MONATS: STARKER SCHWEIZER FRANKEN



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Die Schweiz weist einen Leistungsbilanzüberschuss von weit über 2% des BIP auf. Der Schweizer Handelsbilanzüberschuss gegenüber den USA übersteigt dabei jährlich 20 Mrd. USD. Und die Schweizerische Nationalbank hat in 6 der letzten 12 Monate mit umgerechnet mehr als 2% des BIP am Devisenmarkt interveniert. Nach eigenen Angaben hat die SNB in den ersten drei Quartalen 2020 sogar Devisen für 101 Mrd. CHF aufgekauft, umgerechnet über 14% des BIP. Damit erfüllt die Schweiz alle drei Kriterien des US-Finanzministeriums, um automatisch als Währungsmanipulator eingestuft zu werden.

SNB-Präsident Thomas Jordan will deshalb aber nichts an der Geldpolitik ändern. Die SNB interveniere nicht, um mit einer künstlichen Abwertung den Schweizer Unternehmen Wettbewerbsvorteile zu verschaffen, sondern um ihr Mandat der Preisstabilität zu erfüllen. Man habe in den letzten Jahren den Wechselkurs nicht gedrückt, man hat eine übermässige Aufwertung verhindert. Dies unterstreiche die international tiefste Inflationsrate von aktuell -0.8%, sowie vor allem die

langfristige Wechselkursentwicklung, die seit über zehn Jahren einen stetigen Aufwertungstrend des Franken zeigt.

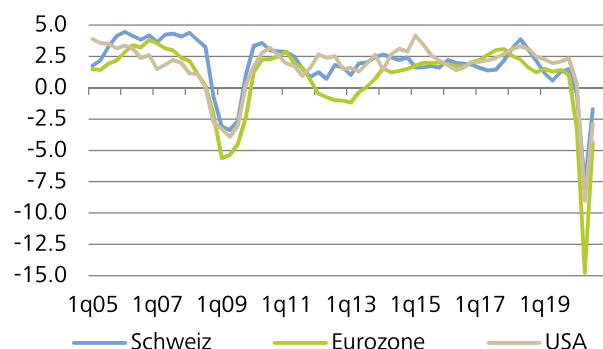
Die SNB zeigt sich deshalb zuversichtlich die US-Administration im Dialog von der „Legitimität“ der Schweizer Vorgehensweise überzeugen zu können, ohne Strafmassnahmen zu provozieren. Die Erfolgsaussichten dafür stehen auch tatsächlich nicht schlecht. Denn für Handelsstrafen aufgrund von unterbewerteten Währungen ist nicht direkt das US-Finanzministerium zuständig, sondern das US-Handelsministerium, welches aber im Februar wiederum eigene Kriterien für Strafzölle festgelegt hat. Demnach will man „normalerweise“ nur auf staatlich verordnete Devisenmarktinterventionen reagieren, und nicht auf Eingriffe unabhängiger Notenbanken, als welche die SNB ganz klar eingestuft wird. Und wenn die Nationalbank im Zuge einer Konjunkturerholung in diesem Jahr von weiteren Devisenkäufen absieht, sollte sie eh automatisch wieder von der ominösen schwarzen Liste des US-Finanzministeriums rutschen.

Konjunktur



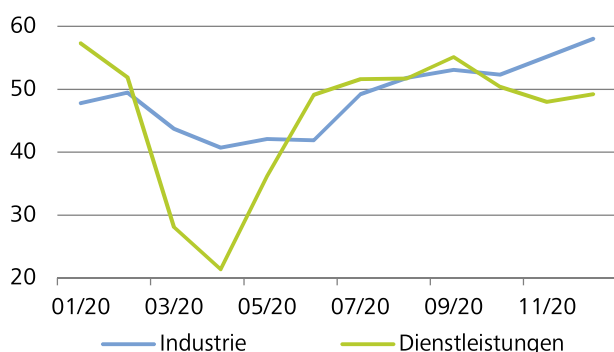
BIP, REAL

In % gegenüber Vorjahr



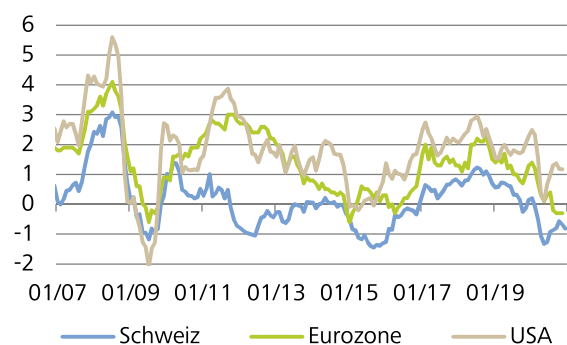
EINKAUFSMANAGERINDIZES (PMI)

Schweiz, saisonbereinigt



KONSUMENTENPREISE

In % gegenüber Vorjahr



Zweite Welle zögert Erholung hinaus

Die kräftige Erholung der europäischen Wirtschaft wurde zum Jahresende durch die zweite Corona-Welle ausgebremst. Betroffen sind insbesondere wieder die Gastronomie, Freizeiteinrichtungen und andere persönliche Dienstleister. Der Kurzfristausblick hat sich im Dienstleistungssektor entsprechend nochmals eingetrübt. Stabilisierend wirkt sich weltweit und auch hierzulande hingegen die Industrie aus, die diesmal nicht stark von Schliessungen oder unterbrochenen Lieferketten betroffen ist. Die Industrielerholung setzt sich von tiefen Niveaus aus fort, und die Hersteller melden zum Jahresende weiter steigende Auftragseingänge.

Mit der scheinbaren Verschärfung der Restriktionen ist aber auch in der Schweiz insgesamt nochmals eine BIP-Delle zum Jahreswechsel angezeigt, wenn auch bei weitem nicht in dem Ausmass wie im Frühjahr. Solange aber das Infektionsgeschehen nicht im Griff ist, ist auf der anderen Seite auch keine nachhaltige Erholung angezeigt. Ein recht dunkler Winter hat also begonnen. Nach mindestens Stillstand im Schlussquartal ist im ersten Quartal noch kein Aufwärtsschub zu erwarten. Dafür hat sich der Ausblick binnen Jahresfrist auf breiter Front aufgehellt. Dank der erfreulich raschen Fortschritte an der Impfstofffront gehen viele Unternehmen für den späteren Jahresverlauf von einer Normalisierung der Geschäftsaktivität aus, vor allem in den derzeit noch besonders stark gebeutelten Sektoren.

Konjunkturlösungen ohne grosse Schubwirkung

Die massiven staatlichen Konjunkturprogramme haben einen noch drastischeren Absturz der Wirtschaft verhindert, nicht zuletzt über eine Stabilisierung der verfügbaren Einkommen. Da es sich aber überwiegend um Überbrückungshilfen handelt, die dieses Jahr zunehmend auslaufen werden, ist hiervon allerdings kein grösserer, zusätzlicher Konjunkturschub zu erwarten. Zudem dürfte es verzögert und schleichend noch zu „Nachholeffekten“ bei den bis zuletzt niedrigen Unternehmensinsolvenzen kommen, verbunden mit permanenten Stellenstreichungen. Die Schweizer Unternehmen planen für die kommenden Monate insgesamt einen weiteren leichten Stellenabbau.

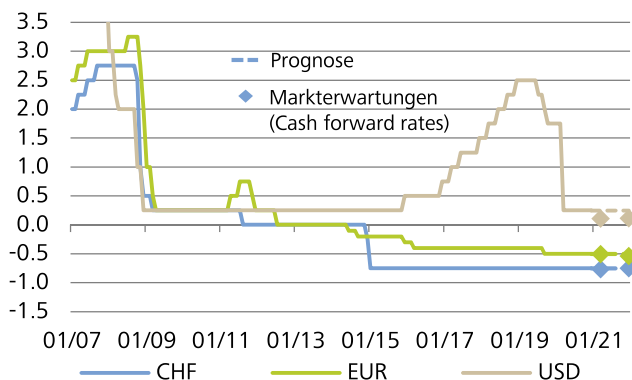
Aufwertung dämpft Preisentwicklung zusätzlich

Die Konsumentenpreisentwicklung sollte in diesem Umfeld in der Schweiz und der Eurozone erst einmal tief bleiben. Das Auslaufen der vorübergehenden deutschen MWSt-Senkung wird die Jahresrate in der Eurozone zu Jahresbeginn zwar etwas anheben, genauso wie eine Mineralölsteueranhebung in der Schweiz. Darüber hinaus lassen die Preiserwartungen der Unternehmen jedoch kaum Preisdruck erkennen. In der Eurozone wirkt sich zudem der stärkere Euro preisdämpfend aus, was man in der Schweiz nur zu gut kennt.

Zinsen



LEITZINSEN, IN %



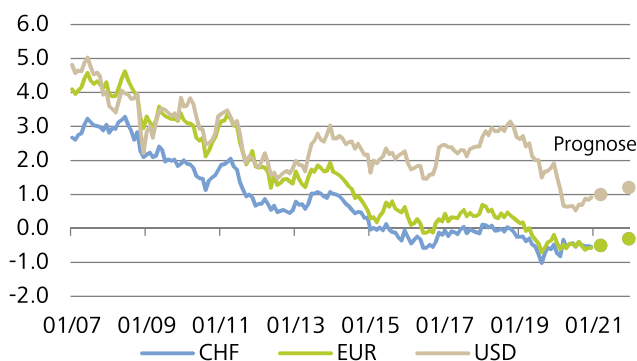
EZB will Langfristzinsen noch lange drücken

Die EZB hat angesichts des kurzfristigen Konjunkturrückschlags abermals ein Massnahmenpaket beschlossen. Sie verlängert vor allem das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) um 9 Monate bis mindestens März 2022. Dabei will die Notenbank flexibel so viele Anleihen wie nötig kaufen, um die günstigen Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft und alle Mitgliedsstaaten aufrechtzuerhalten.

Den Negativzins hat die EZB hingegen unverändert bei -0.5% beibehalten, um die Kreditvergabekapazität der Banken in der aktuellen angeschlagenen Konjunkturlage nicht zusätzlich einzuschränken. Eine nochmalige Zinssenkung bleibt aber grundsätzlich im Instrumentenkasten der EZB, und könnte insbesondere bei einer übermässigen Aufwertung des Euro gegenüber dem USD nochmals in Betracht gezogen werden.



10-JAHRES-STAATSANLEIHEN, IN %



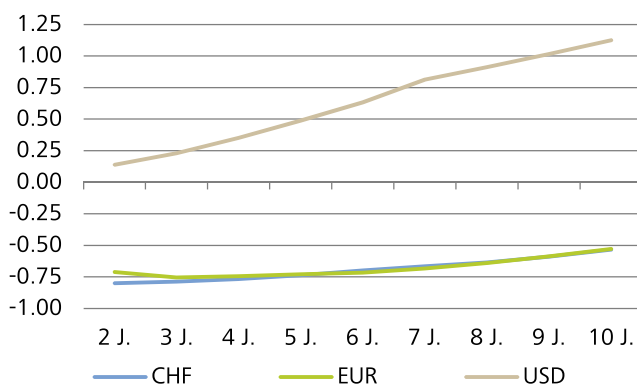
SNB wieder auf der Seitenlinie

Mit dem unveränderten EZB-Leitzins bleibt auch der Zinsabstand zur Schweiz unverändert. Von dieser Front droht damit aktuell kein erneuter Aufwertungsdruck für den Franken. Abgesehen davon konnte sich der EUR/CHF-Wechselkurs im Zuge des Beschlusses der gemeinschaftlichen EU-Konjunkturlagen sowie der positiven Impfstoffnachrichten in den letzten Monaten auf einem etwas höheren Niveau stabilisieren.

Der Seitwärtstrend bei den Sichteinlagen der Banken bei der SNB weist zum Jahresende nicht auf weitere Interventionen hin, nachdem die Nationalbank in den ersten drei Quartalen für insgesamt über 100 Mrd. CHF Devisen aufgekauft hat. Devisenmarktinterventionen bleiben jedoch die erste Verteidigungslinie der SNB. Bevor man nochmals an der Zinsschraube dreht, wird die Nationalbank bei Bedarf unverändert versuchen erneuten Aufwertungsdruck auf den Franken über verstärkte Devisenkäufe abzumildern.



ZINSKURVE (STAND: 08.01.21), IN %



Fed will Zinsen nicht schneller normalisieren

Die amerikanische Notenbank bewertete ihre Geldpolitik zum Jahresende ebenfalls als gut kalibriert. Trotz eines moderaten Anstiegs der USD-Langfristzinsen, bleiben die Finanzierungsbedingungen bislang ausreichend stimulierend und zinssensitive Sektoren entwickeln sich gut.

Ungeachtet etwas optimistischerer mittelfristiger Konjunkturerwartungen, geht eine grosse Mehrheit der Fed-Offiziellen allerdings weiterhin erst frühestens 2024 vom Beginn einer Zinsnormalisierung aus. Und im Falle eines zu raschen Anstiegs der Zinserwartungen steht die Notenbank bereit mehr langlaufende Anleihen zu kaufen, um die langfristigen Treasury-Renditen tief zu halten.

Schweizer Branchen - Fokus Industrie

Anders als in früheren Krisenzeiten ist der Dienstleistungssektor aktuell stärker unter Druck als die Industrie. Grund dafür sind die staatlich verordneten Massnahmen zur Eindämmung des Corona-Virus, die viele Dienstleistungsbranchen direkt ins Mark treffen, während der mehr auf den Export ausgerichtete Industriesektor mit deutlich weniger Einschränkungen konfrontiert ist. Beim „Lockdown“ im Frühjahr letzten Jahres ging die Industrieproduktion noch deutlich zurück, etwa doppelt so stark wie während der ersten Monate der Globalen Finanzkrise von 2008/2009. Die zweite Corona-Welle belastet den Industriesektor jedoch weniger drastisch. Die Liefer- und Produktionsketten wurden diesmal nicht wieder im grossen Stil unterbrochen. Zudem hat sich die Konjunktur in der Zwischenzeit weltweit etwas erholt, allen voran in China, was dem globalen Warenhandel und damit auch der Industrieproduktion wieder Leben eingehaucht hat.

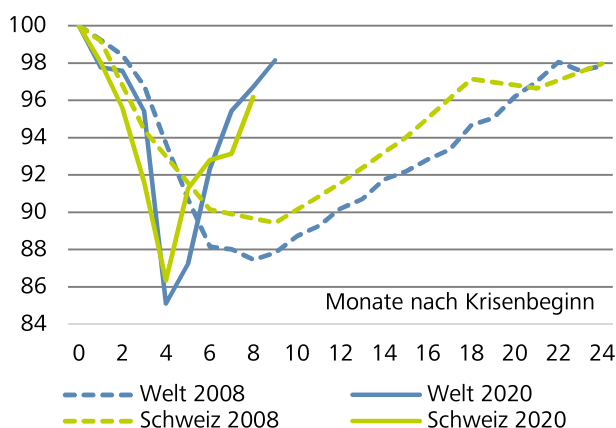
Nach der Globalen Finanzkrise dauerte es lange drei Jahre bis die Schweizer Industrieproduktion wieder das Vorkrisenniveau erreichte. Die Produktionszahlen deuten diesmal eher auf eine schnelle V-förmige Erholung hin (siehe Grafik). Dank massiver staatlicher Konjunkturfürhilfen und der daraus folgenden Stabilisierung der Weltwirtschaft scheint die Industrie auf gutem Wege zurück zum Normalbetrieb zu sein. Der Blick über die Zahlen zur Gesamtproduktion hinaus offenbart jedoch auch Fragezeichen und Risiken. So basiert die Erholung vor allem auf einigen wenigen Branchen, wie z.B. der Pharmaindustrie, die im dritten Quartal 2020 als einzige ein höheres Produktionsvolumen aufwies als im Vorjahr. Die meisten anderen Branchen haben noch einen langen Weg bis zum Vorkrisenniveau vor sich, so z.B. die Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie

(MEM-Industrie) deren Produktion Ende September noch knapp 15% im Minus lag. Ein grosses Gefälle zeigt sich auch bei den Exportzahlen. Im November lagen die Ausfuhren der Branchen Pharma und Fahrzeugbau über dem Vorjahresstand. Die restlichen Branchen verzeichneten hingegen durchschnittlich 6% niedrigere Exportumsätze.

Viele dieser Branchen waren aufgrund des schwierigen globalen Umfelds bereits vor der Corona-Krise unter Druck. In der MEM-Industrie z.B. reduzierte sich der Umsatz schon 2019 teils deutlich. Die jüngste Erholungstendenz verschafft den meisten Industrieunternehmen damit lediglich etwas Luft, mehr nicht. Insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen ist die Lage nach wie vor sehr anspruchsvoll, wie der Raiffeisen KMU PMI zeigt (siehe Grafik). Seit einigen Monaten entwickelt sich die Geschäftslage der KMU deutlich schlechter als diejenige der Grossunternehmen. Das illustriert der Vergleich mit dem PMI von procure.ch und Credit Suisse, der die Gesamtindustrie abbildet. Krisen treffen KMU i.d.R. stärker als Grossunternehmen. Das war beim Frankenschok bereits der Fall und zeigt sich nun ein weiteres Mal. Die Gründe dafür sind unter anderem, dass KMU in der Regel weniger diversifiziert sind und über kleinere Reserven verfügen, weshalb es ihnen schwerer fällt externe Schocks zu absorbieren. Aktuell nehmen die Auftragsbestände der Industrie KMU weiterhin ab, was gegen eine schnelle Erholung des Geschäftsverlaufs spricht. Bei den grösseren Unternehmen steigen die Auftragseingänge gemäss Umfragen zwar. Allerdings wird es auch hier noch Zeit brauchen, bis die Vorkrisenniveaus wieder erreicht sind.



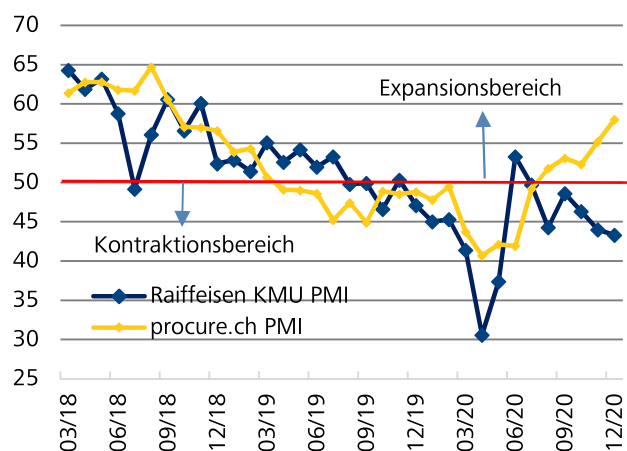
INDUSTRIEPRODUKTION, INDEXIERT



Quelle: CPB, EZV, Raiffeisen Economic Research



PMI SCHWEIZER INDUSTRIE

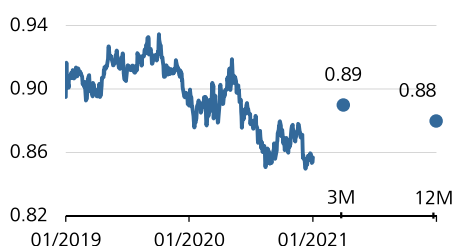
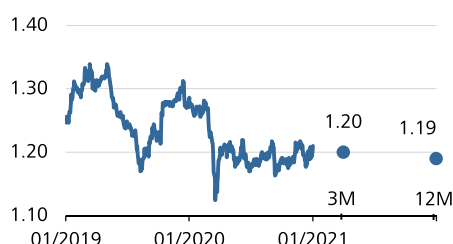
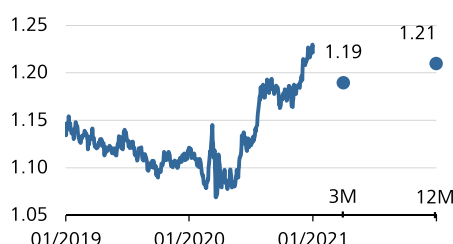
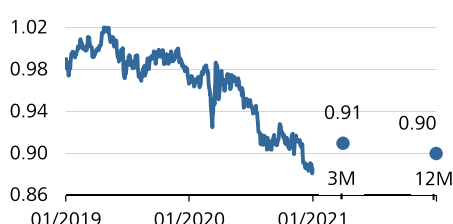
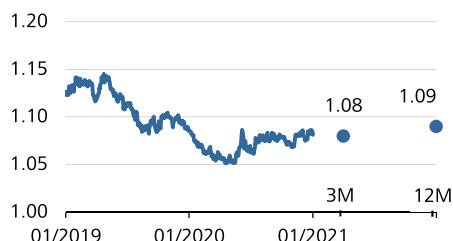


Quelle: procure.ch, Raiffeisen Economic Research

Währungen



PROGNOSE



*mit 100 multipliziert

Quelle: Datastream, Raiffeisen Economic Research

EUR/CHF

Die USA haben die Schweiz Mitte Dezember offiziell als Währungsmanipulator eingestuft – als einziges Land weltweit neben Vietnam. Grund hierfür sind in erster Linie die seit Jahren anhaltenden Devisenmarktinterventionen der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Die USA interpretieren diese als Versuch den Schweizer Franken künstlich niedrig zu halten, um so die Schweizer Exportwirtschaft zu fördern. Die SNB hingegen begründet ihre Geldpolitik mit der Stärke des Frankens, insbesondere gegenüber dem Euro. Sie wird somit wohl auch weiterhin alles daran setzen, eine Bewegung des EUR/CHF-Kurses in Richtung Parität zu verhindern.

USD/CHF

Der US-Kongress hat ein Corona-Konjunkturpaket im Umfang von rund 900 Milliarden US-Dollar verabschiedet. Dieses soll der Wirtschaft frische Impulse geben und zusätzliche Mittel für den Kampf gegen das Coronavirus bereitstellen. Das amerikanische Staatsdefizit wird somit weiter wachsen. Auch an der expansiven Geldpolitik der US-Notenbank Fed wird sich kaum etwas ändern. Beides schwächt den «Greenback». Nachdem sich die Überbewertung des Dollars gegenüber dem Schweizer Franken zuletzt abgebaut hat, gehen wir von einem Pendeln des USD/CHF-Kurses im aktuellen Preiskorridor zwischen 0.88 und 0.91 CHF aus.

EUR/USD

Mit 1.23 USD erreichte der Euro zu Jahresende seinen höchsten Stand seit Frühjahr 2018. Eine weitere Aufwertung der europäischen Einheitswährung ist aus jetziger Sicht allerdings nicht zu erwarten. Denn auch die Europäische Zentralbank (EZB) verfolgt eine äusserst lockere Geldpolitik, das Tiefzinsumfeld ist auf Jahre hinweg zementiert. Zudem stellen neue Schulden in Europa – wie in den USA – derzeit scheinbar für niemanden ein Problem dar. Die Frage nach den Kosten und wer diese letztlich begleichen soll, wird vorsorglich gar nicht erst gestellt. Infolgedessen halten wir an unseren bisherigen 3- und 12-Monatsprognosen fest.

GBP/CHF

Die Europäische Union (EU) und Grossbritannien haben sich nach zähen Verhandlungen zu Weihnachten auf ein Handelsabkommen geeinigt. Es regelt neben dem Warenverkehr in der Post-Brexit-Zeit, auch Bereiche wie Staatssubventionen, Luft- und Strassenverkehr oder soziale Sicherung. Das britische Parlament hat dem Deal bereits seinen Segen erteilt, nun muss er noch vom EU-Parlament ratifiziert werden – eine Zustimmung ist wahrscheinlich. Eine nachhaltige Aufwertung dürfte dem Britischen Pfund indessen verwehrt bleiben: Viele Fragen sind trotz des 1'246 Seiten umfassenden Vertrages ungeregelt und müssen in Zukunft nachverhandelt werden.

JPY/CHF*

Die Bank of Japan (BoJ) gilt unter den Notenbanken als Pionier in Sachen Aktienkäufe. Nun könnte sie gar zum grössten Aktionär ihres Landes geworden sein. Die Sorgen über verzerrte Märkte und weniger Reformdruck auf Japans Konzerne wachsen daher. Angesichts der drohenden Deflation hält die BoJ jedoch unverändert an ihrer lockeren Geldpolitik fest. Dennoch werden Anleger den japanischen Yen – ähnlich wie den Schweizer Franken – auch zukünftig als Portfolio-Stabilisator in Krisenzeiten suchen. Wir erwarten, dass sich das Währungspaar JPY/CHF über die kommenden Monate in einem Seitwärtstrend bewegen wird.

Raiffeisen Prognosen (I)



KONJUNKTUR

BIP (Durchschnittliches jährliches Wachstum in %)

	2017	2018	2019	Prognose 2020	Prognose 2021
Schweiz	1.7	3.0	1.1	-3.3	2.8
Eurozone	2.5	1.9	1.1	-7.5	5.0
USA	2.4	2.9	2.3	-3.5	4.0
China	6.9	6.7	6.1	2.0	8.0
Japan	2.2	0.3	0.8	-5.5	3.0
Global (PPP)	3.8	3.6	3.3	-4.0	5.0

Inflation (Jahresdurchschnitt in %)

	2017	2018	2019	Prognose 2020	Prognose 2021
Schweiz	0.5	0.9	0.4	-0.7	0.2
Eurozone	1.5	1.8	1.2	0.2	0.9
USA	2.1	2.5	1.8	1.2	2.0
China	1.6	2.1	2.9	2.7	2.0
Japan	0.5	1.0	0.5	0.0	0.2



FINANZMÄRKTE

Leitzinsen (Jahresende in %)

	2018	2019	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
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 %)

	2018	2019	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
CHF	-0.15	-0.25	-0.54	-0.50	-0.30
EUR (Germany)	0.56	0.66	-0.53	-0.50	-0.30
USD	2.18	2.30	1.11	1.00	1.20
JPY	0.32	0.26	0.03	0.00	0.10

Wechselkurse (Jahresende)

	2018	2019	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
EUR/CHF	1.20	1.09	1.08	1.08	1.09
USD/CHF	0.99	1.00	0.89	0.91	0.90
JPY/CHF (x 100)	0.83	0.83	0.85	0.89	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.22	1.19	1.21
GBP/CHF	1.25	1.28	1.20	1.20	1.19

Rohstoffe (Jahresende)

	2018	2019	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	54	66	55	50	55
Gold (USD/Unze)	1282	1517	1850	1950	2000

*11.01.2021

Raiffeisen Prognosen (II)



SCHWEIZ - DETAILPROGNOSEN

	2016	2017	2018	2019	Prognose 2020	Prognose 2021
BIP, real, Veränderung in %	2.0	1.7	3.0	1.1	-3.3	2.8
Privater Konsum	1.6	1.2	0.8	1.4	-4.5	5.1
Staatlicher Konsum	0.4	0.6	0.9	0.9	1.8	1.1
Ausrüstungsinvestitionen	4.8	4.9	1.2	2.2	-3.9	4.2
Bauinvestitionen	-0.1	1.4	0.2	-0.5	-0.8	1.0
Exporte	6.8	3.7	5.0	2.2	-4.7	4.2
Importe	4.0	3.8	3.2	2.5	-8.3	6.5
Arbeitslosenquote in %	3.3	3.1	2.6	2.3	3.2	3.5
Inflation in %	-0.4	0.5	0.9	0.4	-0.7	0.2

Herausgeber

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

Autoren

Alexander Koch
Domagoj Arapovic

Publikationen

Weitere Publikationen finden Sie unter:
www.raiffeisen.ch/publikationen

Internet

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 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.