

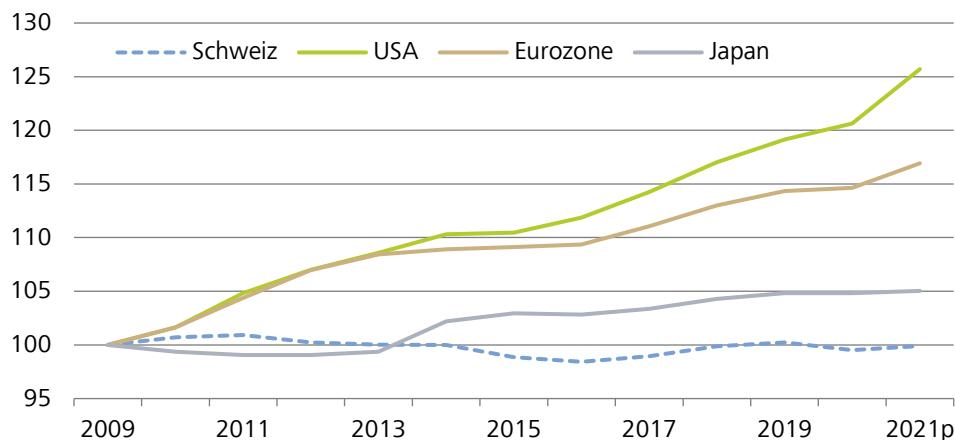
# Konjunkturcheck

**Das Hinausschieben weiterer Corona-Lockerungen sowie die hartnäckigen globalen Lieferengpässe bremsen die Konjunkturerholung ab. Gleichzeitig haben die länger als erwartet anhaltenden Knappheiten vor allem bei Gütern zu teilweise sehr hohen Preisaufschlägen geführt. Mit den erhöhten Inflationsraten sieht die amerikanische Notenbank schnellere Fortschritte bei der Erreichung ihres Durchschnittsinflationsziels. Die US-Notenbanker planen deshalb noch dieses Jahr mit einer Normalisierung der Geldpolitik zu beginnen. Die EZB sieht sich davon hingegen noch weit entfernt. Damit bleibt auch der SNB-Negativzins unangetastet. Die Nationalbank betreibt stattdessen mit Devisenkäufen weiterhin immer wieder einmal Kurspflege bei EUR/CHF.**



## CHART DES MONATS: PREISSCHERE MACHT FRANKEN STÄRKER

Konsumentenpreisindex (2009=100)



Quelle: Eurostat, BFS, Raiffeisen Economic Research

Die SNB hat bei ihrer vierteljährlichen Sitzung im September die Notwendigkeit einer unverändert expansiven Geldpolitik bestätigt. Bei Bedarf soll weiter am Devisenmarkt interveniert werden, um dem Aufwertungsdruck auf den von der SNB weiterhin als hoch bewertet erachteten Franken entgegenzuwirken.

Und der Bedarf war offenbar im bisherigen Jahresverlauf immer wieder einmal vorhanden. Sowohl zu Jahresbeginn als auch im August hat die SNB punktuell am Devisenmarkt interveniert, als EUR/CHF jeweils unter 1.08 abgerutscht ist. Erstaunlicherweise hat die SNB nach eigenen Angaben zudem auch im zweiten Quartal Devisenkäufe in Höhe von 5.4 Mrd. CHF durchgeführt, obwohl EUR/CHF die meiste Zeit sogar über der 1.09-Marke lag. Die Währungshüter sind also offenbar bislang nicht bereit ihre seit längerem geltende Interventionsschwelle abzusenken.

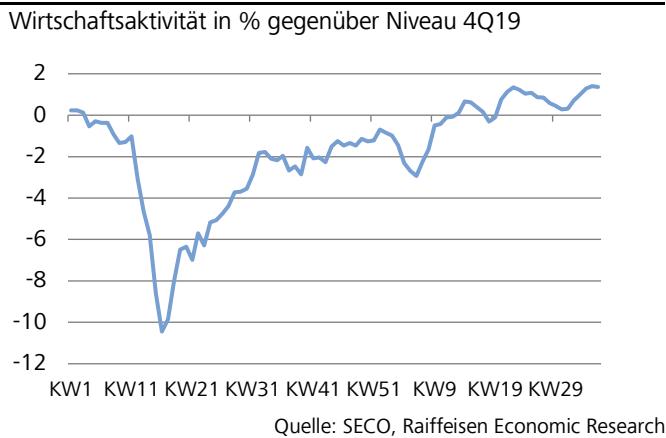
Dies wäre aber allmählich angebracht. Denn die Konstitution der Schweizer Wirtschaft ist vergleichsweise solid, und vor allem die schwächere Preisdynamik als in anderen Währungsräumen spricht für eine immer geringere Überbewertung des Franken, wenn dies überhaupt noch der Fall sein sollte. Die dauerhaft geringeren Preisanstiege in der Schweiz sprechen nämlich grundsätzlich für eine nominale Aufwertung des Franken, damit die realen Preisrelationen bzw. die sogenannte Kaufkraftparität über die Zeit gewahrt bleiben.

Mit den in diesem Jahr erneut wesentlich höheren Preisanstiegen in der Eurozone weitet sich die Schere zwischen den Konsumentenpreisindizes seit 2009 auf über 17% aus. Zieht man die Produzentenpreise heran, die weniger «immobile» inländische Dienstleistungen enthalten und wichtiger für die internationale Preiswettbewerbsfähigkeit sind, beträgt die Differenz sogar über 25%. Daran gemessen erscheint eine «fixe» Interventionsschwelle immer weniger gerechtfertigt.

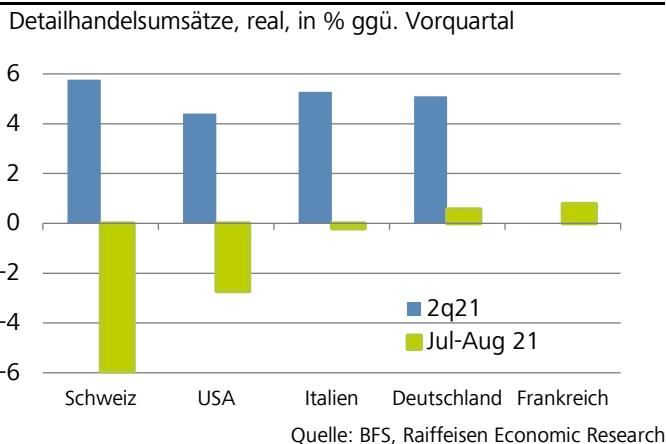
# Konjunktur



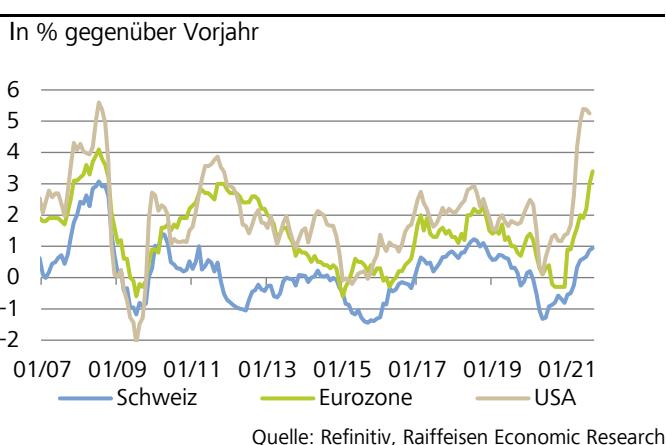
## SECO-AKTIVITÄTSINDIKATOR



## DETAILHANDEL



## KONSUMENTENPREISE



## Erholungspfad wird steiniger

Die Weltwirtschaft erholt sich weiterhin von der Pandemie. Da uns die Pandemie aber weiterhin begleitet und eine komplette Rücknahme der Einschränkungsmassnahmen in den meisten Ländern aufgeschoben wird, verzögert sich die Normalisierung in einigen betroffenen Dienstleistungsbranchen. Darüber hinaus ist der Aufhol- und Nachholschub nach den vorangegangenen «Lockdowns» mittlerweile überwiegend ausgelaufen.

Damit schwenkt die Konjunktur wieder auf eine wesentlich langsamere Gangart ein. Dies gilt nicht zuletzt für die Schweiz, wo die Lockerungen vergleichsweise früh stattgefunden haben. Während sich beispielsweise der Detailhandel in Frankreich im dritten Quartal noch weiter erholt hat, verzeichnete der Schweizer Detailhandel eine sehr kräftige Korrektur.

Die Industrienachfrage bleibt währenddessen zwar solid. Das dicke Auftragspolster kann jedoch, wegen bereits gut ausgelasteter Kapazitäten oder der hartnäckigen Lieferengpässe, oft nicht so schnell abgearbeitet werden. Notwendige Produktionsanpassungen und -kürzungen bremsen die weitere Expansion ab. Gut zwei Drittel der Geschäftskontakte der SNB berichten für das dritte Quartal von einer erschweren Beschaffungssituation. Die Unternehmen wollen ihre Belegschaft dabei jedoch weiter ausweiten, insbesondere im Gesundheitssektor und der Gastronomie.

Insgesamt dürfte die Schweizer Wirtschaft im dritten Quartal erst einmal nicht weiter gross vom Fleck gekommen sein, nachdem das BIP im zweiten Quartal mit einem kräftigen Quartalplus von 1.8% fast wieder das Vorkrisenniveau erreicht hat. Der wöchentliche SECO-Aktivitätsindikator für die Schweizer Wirtschaft weist nahezu auf eine Vollbremsung bei der Dynamik hin.

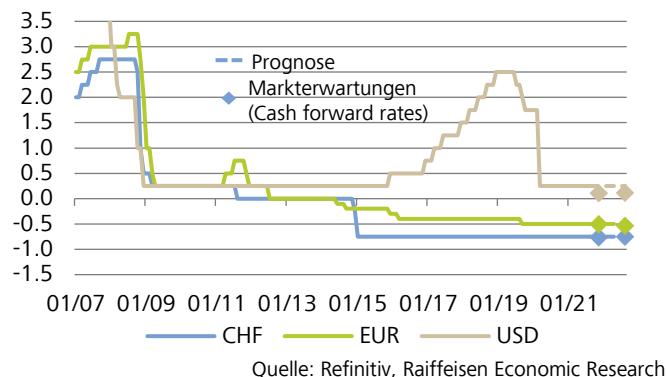
## Engpässe nehmen noch kein Ende

Bei den globalen Lieferengpässen ist nach wie vor keine allgemeine Entspannung zu beobachten. Der Preisdruck bleibt entsprechend hoch. Und die Unternehmen planen die höheren Beschaffungskosten vermehrt an die Endverbraucher weiter zu geben. Insbesondere stärkere Preisaufschläge bei einzelnen Konsumgütern dürften aber, wenn sich Angebot und Nachfrage wieder eingependelt haben, schlussendlich wieder weitgehend korrigiert werden. Je länger allerdings die Engpässe bestehen bleiben, desto mehr Preiskategorien werden betroffen sein. Und damit steigt die Wahrscheinlichkeit von Zweitrundeneffekten, u.a. von höheren allgemeinen Lohnforderungen. Vor allem in den USA könnte sich ein stärkerer Rückgang der aktuell stark erhöhten Inflationsraten dann länger als erwartet hinziehen. In der Schweiz bleibt der Preisdruck hingegen wieder einmal vergleichsweise gering, nicht zuletzt wegen des weiterhin starken Franken.

# Zinsen



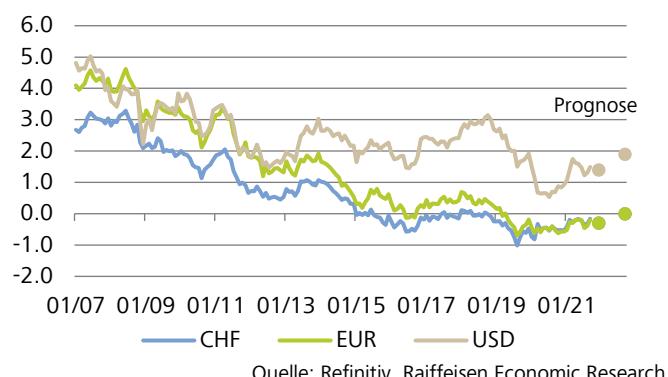
## LEITZINSEN, IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



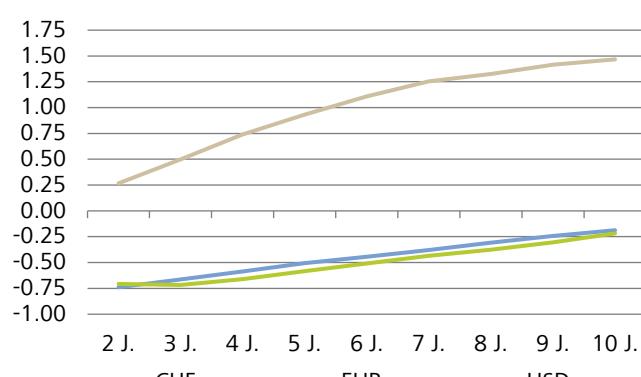
## 10-JAHRES-STAATSANLEIHEN, IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## ZINSKURVE (STAND: 01.10.21), IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### Fed will schon bald beginnen zu Normalisieren

Mit dem anhaltenden Preisdruck gibt es schnellere Fortschritte beim Erreichen des Inflationsziels der amerikanischen Notenbank. Der Fed-Vorsitzende deutete deshalb an, dass ein Entscheid über die Verringerung der Anleihekäufe bereits bei der nächsten Sitzung im November fallen kann. Offenbar herrscht auch bereits ein breiter Konsens über die «Tapering»-Geschwindigkeit. Man plane die Nettokäufe bis Mitte nächsten Jahres zu beenden.

Die Mitglieder des Offenmarktausschusses (FOMC) gehen mittlerweile auch von einer deutlich früheren Zinsnormalisierung als noch vor einem halben Jahr aus. Die Hälfte der Notenbanker erwartet nun eine erste Zinserhöhung bereits bis Ende nächstes Jahr. Die Zinserwartungen weisen dabei aber eine sehr grosse Bandbreite auf, was die grosse Unsicherheit über die zukünftige Preisentwicklung ausdrückt. Die Fed sieht die erhöhte Inflation grundsätzlich weiterhin als weitgehend vorübergehend an. Die Zinserwartungen können sich im Falle einer Preisberuhigung im nächsten Jahr gut möglich auch wieder nach hinten verschieben. Derzeit bleiben die Inflationsrisiken aber noch klar nach oben gerichtet, was die Langfristzinsen zuletzt schliesslich zumindest etwas von ihren «depressiven» Niveaus angehoben hat.

### EZB rekalibriert Kaufprogramm

Die EZB hat im September beschlossen, die seit März nochmals deutlich erhöhten Anleihekäufe moderat zu drosseln. Ein konkretes Ende des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) steht jedoch noch nicht fest. Und die Nettoanleihekäufe sollen auf jeden Fall unabhängig vom PEPP fortgesetzt und erst kurz vor dem Start einer Zinsnormalisierung beendet werden. Deshalb will EZB-Präsidentin Lagarde die Anpassung des Kauftempo nicht als «Tapering» wie bei der Fed verstanden wissen, sondern als «Rekalibrierung» der flexiblen Käufe. Mit einer mittelfristigen Inflationsprognose von 1.5%, und damit weiterhin erheblich unter dem Zielwert, sieht Lagarde die EZB noch ziemlich weit von einer Zinsnormalisierung entfernt.

### SNB-Negativzins bleibt unangetastet

Damit sieht auch das SNB-Direktorium unverändert keine Möglichkeit die Negativzinspolitik zu beenden. Die Nationalbank will den Zinsabstand zur Eurozone beibehalten. Der SNB-Leitzins von -0.75% bleibt unangetastet. Auch den zunehmenden Ungleichgewichten auf dem Wohnimmobilienmarkt soll nicht mit einer Zinserhöhung entgegnet werden. Hierzu überprüft die SNB eine Reaktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers für die Banken, der wegen der Pandemie vorübergehend ausgesetzt worden ist. Der Kapitalpuffer soll die Banken widerstandsfähiger machen. Effekte auf die weiterhin hohe Immobiliennachfrage sind davon allerdings nicht zu erwarten.

# Schweizer Branchen - Energiekosten

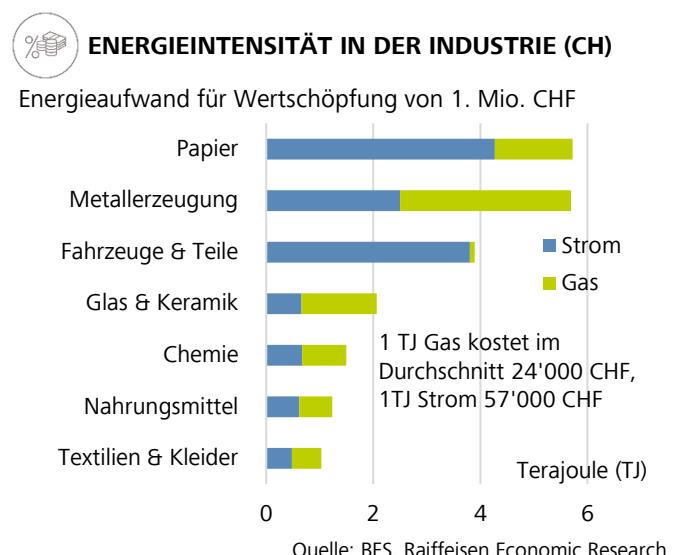
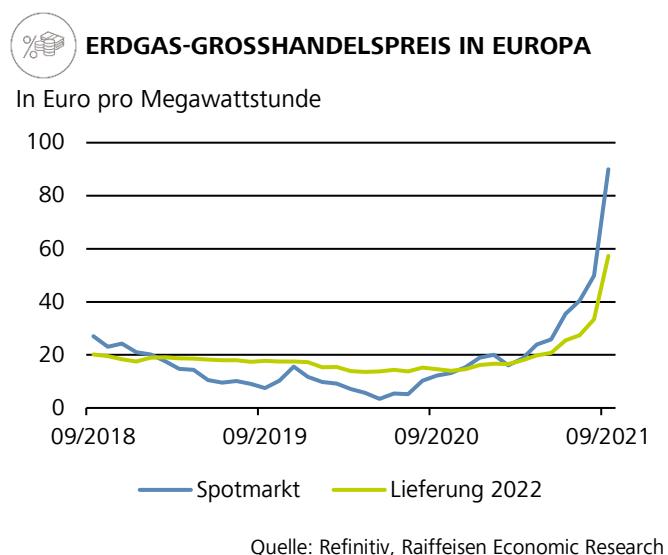
Nach dem starken Anstieg bei Industriemetallen und vielen anderen Rohstoffen sind auch die Energiepreise in die Höhe geschnellt, vor allem in der EU und Grossbritannien. Betroffen ist insbesondere Erdgas, das mittlerweile um ein Vielfaches mehr kostet als vor der Pandemie. Entsprechend ist auch die Stromversorgung deutlich teurer geworden, denn Erdgas macht in vielen europäischen Ländern einen bedeutenden Anteil am Strommix aus, durchschnittlich etwa 20%. Die Gründe für den Gaspreisschock sind vielfältig. Die nationalen Gasspeicher werden jeden Sommer und Herbst zur Vorbereitung auf den Winter gefüllt, was sich diesmal jedoch schwierig gestaltet. Die Lagerbestände sind nach wie vor tief, weil im letzten Winter überdurchschnittlich viel geheizt werden musste und die Nachfrage nach Erdgas aufgrund der globalen Konjunkturerholung anschliessend hoch blieb. Zudem musste dieses Jahr mehr Erdgas für die Stromgewinnung umgeleitet werden, da Windkraftwerke wegen ungewöhnlichen Flauten weniger Energie lieferten.

Die Schweiz deckt ihren Erdgasbedarf mit Importen aus Europa, wovon rund die Hälfte eigentlich russischen Ursprungs ist. Die Beschaffung erfolgt meistens über den Terminmarkt mit im Voraus fixierten Preisen, so dass sich die höheren Grosshandelspreise erst mit der Zeit auch in steigenden Endkundenpreisen niederschlagen. Die Überwälzung hat aber bereits begonnen. So haben einige der rund hundert lokalen Schweizer Gasversorger ihre Preise bereits um mehr als 10% angehoben, andere wiederum stehen kurz davor. Im Vergleich zur EU sind die Auswirkungen aber weniger drastisch. In Deutschland z.B. wird fast jede zweite Wohnung mit Erdgas beheizt und in Grossbritannien nochmals deutlich mehr. In der Schweiz hingegen heizt nur jeder

fünfte Haushalt mit Erdgas. Zudem wird hierzulande im Gegensatz zur EU kaum Strom mit Erdgas generiert. Die Stromtarifanpassungen der Netzbetreiber für das kommende Jahr fallen deshalb moderat aus. Der typische Haushalt zahlt 3% mehr, für KMU erhöht sich die Stromrechnung 2022 um durchschnittlich 2%. Für die Industrie, die 40% ihres Energiebedarfs mit Strom abdeckt, sollte dieser Anstieg verkraftbar sein.

Erdgas wiederum macht etwa 30% des Industriebedarfs aus und wird vor allem für Prozesswärme eingesetzt, also für Wärme, die für technische Verfahren benötigt wird. Die restlichen 30% des Energiebedarfs bestehen aus mehreren kleineren Kategorien, wie z.B. Heizöl. In fast allen der besonders energieintensiven Industriebranchen wird sogar gleich viel Erdgas eingesetzt wie Strom oder noch mehr (siehe Grafik). Am grössten ist der Erdgasverbrauch in den Branchen «Papier», «Metallerzeugung und -bearbeitung», «Glas & Keramik» sowie «Chemie». In diesen vier Branchen machen die Gaskosten derzeit durchschnittlich zwischen 2.5% bis 7.5% der Wertschöpfung aus, was für einzelne Unternehmen durchaus zu einer grossen Belastung werden kann, wenn der Preisdruck über längere Zeit anhält.

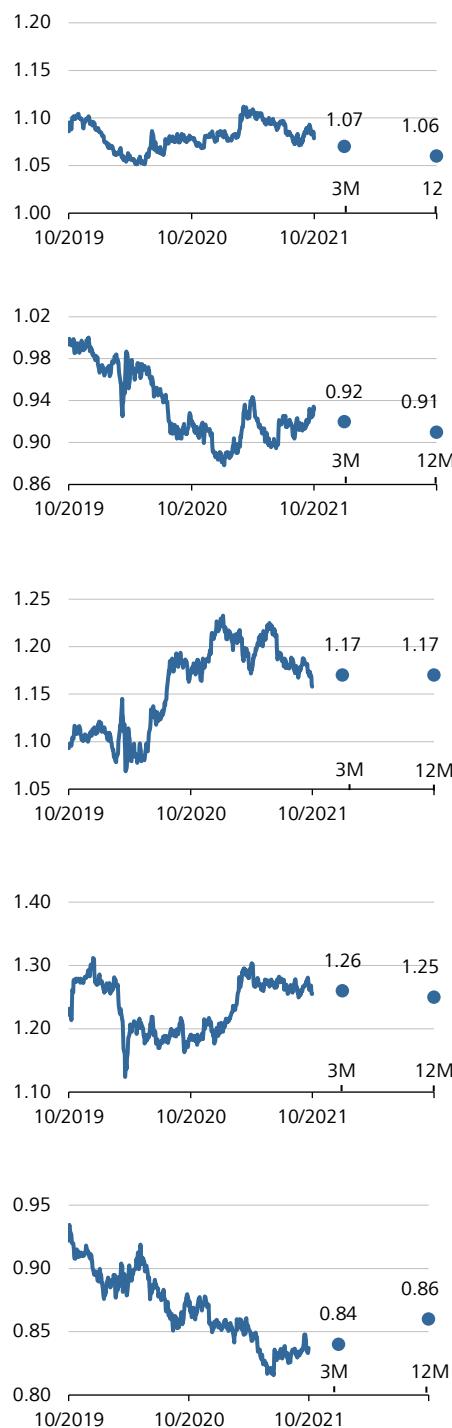
In der restlichen Industrie ist die Kostenbelastung zwar deutlich geringer. Das gilt allen voran für die Pharmabranche, die relativ gesehen am wenigsten Energie verbraucht. Doch auch hier droht eine Verschlechterung der Geschäftslage, sollte der Energiepreisschock noch länger anhalten, z.B. weil der Winter ungewöhnlich kalt wird. Denn dann kann die europäische Konjunktur das aktuelle, robuste Wachstumstempo wohl kaum noch halten.



## Währungen



### PROGNOSE



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

### EUR/CHF

Der EUR/CHF-Kurs stabilisierte sich im September über der Marke von 1.08. Die nicht abbrechenden Sorgen um die Corona-Pandemie sowie die Verlangsamung der globalen Konjunkturerholung belasten den Euro aber weiterhin. Darüber hinaus sorgt die zunehmende Inflationsdivergenz zwischen Eurozone und Schweiz für Gegenwind. Für eine Abschwächung des Schweizer Frankens wären etwa deutlich steigende Zinsen in der Eurozone nötig – diese sind jedoch nicht in Sicht. Es dürfte daher für die Schweizerische Nationalbank (SNB) immer schwieriger werden, sich mittels Devisenmarktinterventionen gegen die Frankenstärke zu stemmen.

### USD/CHF

Über den Starttermin zur Drosselung der Anleihekäufe lässt Fed-Chef Jerome Powell die Märkte weiterhin im Unklaren. Er deutete aber jüngst an, dass es sehr bald soweit sein wird. Zudem soll das «Tapering» bereits Mitte 2022 abgeschlossen sein. Ein Teil der Währungshüter hält darüber hinaus einen ersten Zinsschritt bereits kommendes Jahr für möglich. Die Aussicht auf eine restriktivere Geldpolitik hat dem US-Dollar zuletzt Aufwind beschert. Nachteilig dürfte indes die Diskussion um die Schuldenobergrenze in den USA sein. Zudem lastet das «Twin Deficit» strukturell auf dem «Greenback». Wir rechnen daher mit einem leicht tieferen USD/CHF-Kurs.

### EUR/USD

Zu Anfang September versuchte der Euro die charttechnisch wichtige Widerstandsmarke bei 1.19 USD zu durchbrechen, scheiterte jedoch und fiel im weiteren Monatsverlauf bis auf 1.15 USD zurück. Das Pandemiegeschehen sowie die nachlassende Konjunkturdynamik bescheren der europäischen Einheitswährung Gegenwind. Von Nachteil ist zudem die Aussicht auf eine baldige Drosselung der Anleihekäufe der US-Notenbank Fed. Der US-Dollar wird seinerseits von der Schuldenobergrenze und dem daraus resultierenden Damoklesschwert eines «Government Shutdown» in den USA belastet. Wir erwarten eine Seitwärtsbewegung des EUR/USD-Kurses.

### GBP/CHF

Die Inflation in Grossbritannien lag zuletzt mit 3.2% deutlich über dem Zielwert der Bank of England (BoE) von 2.0%. Die zunehmende Divergenz zur Schweizer Teuerung belastet das britische Pfund. Für Gegenwind sorgen zudem die Liefer- und Personalengpässe in Folge des Brexits, welche die britische Wirtschaft ausbremsen. Unterstützung erhält das Pfund Sterling derweil von der Zinsseite: Die Differenz gegenüber dem Schweizer Franken hat sich etwa bei 10-jährigen Staatsanleihen im September um gut 14 Basispunkte vergrößert. Wir belassen daher unsere 3- und 12-Monatsprognosen für das Währungspaar GBP/CHF bei 1.26 respektive 1.25.

### JPY/CHF\*

Mit über 3'100 Amtstagen leitet Haruhiko Kuroda die Bank of Japan (BoJ) länger als jeder seiner 29 Vorgänger. Beständig ist die japanische Notenbank aber nicht nur bei ihren Gouverneuren. An der September-Sitzung beschlossen die Währungshüter unverändert an ihrer sehr lockeren Geldpolitik festzuhalten. Kurzfristig ändert sich somit wenig für den japanischen Yen – trotz seiner jüngsten Avancen in Richtung von 0.85 CHF. Längerfristig sprechen die positive Zinssdifferenz sowie die starke Unterbewertung gegenüber dem Schweizer Franken aus unserer Sicht für eine leichte Aufwärtsbewegung des JPY/CHF-Kurs.

# Raiffeisen Prognosen (I)



## KONJUNKTUR

### BIP (Durchschnittliches jährliches Wachstum in %)

	2018	2019	2020	Prognose 2021	Prognose 2022
<b>Schweiz</b>	2.9	1.2	-2.5	2.8	2.5
<b>Eurozone</b>	1.9	1.3	-6.8	4.0	3.8
<b>USA</b>	3.0	2.2	-3.5	6.0	3.5
<b>China</b>	6.7	6.0	2.3	8.0	5.3
<b>Japan</b>	0.6	0.3	-4.8	3.0	2.0
<b>Global (PPP)</b>	3.6	3.3	-3.5	5.5	4.0

### Inflation (Jahresdurchschnitt in %)

	2018	2019	2020	Prognose 2021	Prognose 2022
<b>Schweiz</b>	1.0	0.4	-0.8	0.4	0.6
<b>Eurozone</b>	1.8	1.2	0.3	2.0	1.5
<b>USA</b>	2.5	1.8	1.2	4.2	2.3
<b>China</b>	2.1	2.9	2.5	1.5	2.2
<b>Japan</b>	1.0	0.5	0.0	0.2	0.2



## FINANZMÄRKTE

### Leitzinsen (Jahresende in %)

	2019	2020	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
<b>CHF</b>	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
<b>EUR</b>	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
<b>USD</b>	1.50-1.75	0.00-0.25	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 %)

	2019	2020	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
<b>CHF</b>	-0.50	-0.58	-0.12	-0.30	0.00
<b>EUR (Germany)</b>	-0.19	-0.57	-0.16	-0.30	0.00
<b>USD</b>	1.88	0.91	1.60	1.40	1.90
<b>JPY</b>	-0.02	0.02	0.08	0.10	0.10

### Wechselkurse (Jahresende)

	2019	2020	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
<b>EUR/CHF</b>	1.09	1.08	1.07	1.07	1.06
<b>USD/CHF</b>	0.97	0.89	0.93	0.92	0.91
<b>JPY/CHF (x 100)</b>	0.89	0.86	0.83	0.84	0.86
<b>EUR/USD</b>	1.12	1.22	1.15	1.17	1.17
<b>GBP/CHF</b>	1.27	1.21	1.26	1.26	1.25

### Rohstoffe (Jahresende)

	2019	2020	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
<b>Rohöl (Brent, USD/Barrel)</b>	68	52	83	72	68
<b>Gold (USD/Unze)</b>	1515	1898	1757	1900	1950

\*08.10.2021

# Raiffeisen Prognosen (II)



SCHWEIZ - DETAILPROGNOSEN

	2017	2018	2019	2020	Prognose 2021	Prognose 2022
<b>BIP, real, Veränderung in %</b>	<b>1.7</b>	<b>2.9</b>	<b>1.2</b>	<b>-2.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>
Privater Konsum	1.2	0.6	1.4	-3.7	1.6	3.1
Staatlicher Konsum	0.6	1.0	0.7	3.5	8.0	1.0
Ausrüstungsinvestitionen	4.9	2.1	1.3	-2.5	4.6	4.0
Bauinvestitionen	1.4	0.1	-0.8	-0.4	1.6	-0.5
Exporte	3.7	4.9	1.5	-6.0	5.2	4.2
Importe	3.9	3.5	2.3	-7.8	2.3	4.5
<b>Arbeitslosenquote in %</b>	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>
<b>Inflation in %</b>	<b>0.5</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>

## **Herausgeber**

Raiffeisen Economic Research  
Martin Neff, Chefökonom Raiffeisen Gruppe  
The Circle 66  
8058 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 Kotierungsinsert 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 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.