

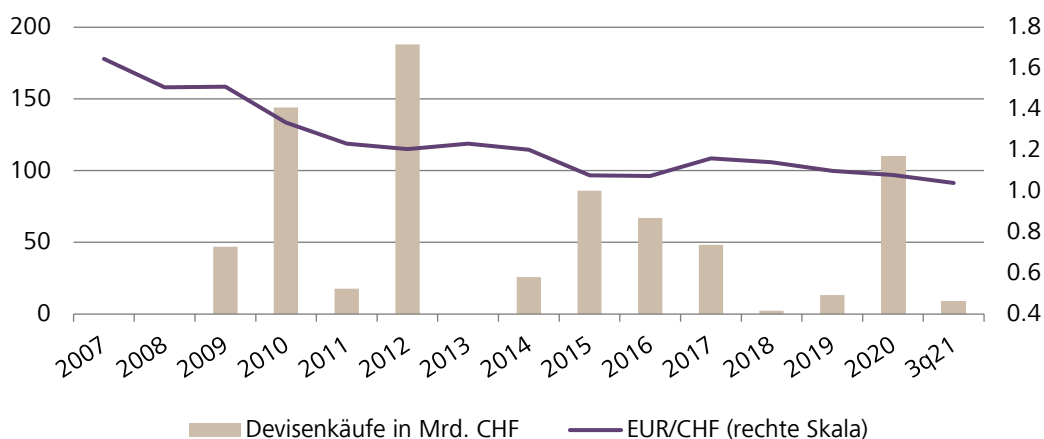
Konjunkturcheck

Erneute Massnahmen zur Eindämmung der Omikron-Variante legen der globalen Konjunktur erneut Steine in den Weg. Aber ohne länger währende, allgemeine «Lockdowns» sollte der Schaden begrenzt bleiben und den robusten Aufschwung nicht aus dem Tritt bringen. Die Notenbanken legen den Fokus deshalb auch auf die Preisentwicklung. Die Fed beschleunigt ihre geldpolitische Normalisierung wegen der hohen Inflation. Die EZB erkennt zumindest höhere Preisrisiken an als auch schon. Und die SNB toleriert deswegen einen stärkeren Franken.



CHART DES MONATS: SNB LÄSST GEWISSE AUFWERTUNG ZU

SNB-Devisenmarktinterventionen



Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research

Seit der Finanzkrise, also seit 13 Jahren, ist die Nationalbank in «Dauerbereitschaft», bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, um dem Aufwertungsdruck auf den Franken entgegenzuwirken. Bis auf 2013 hat sie auch jedes Jahr Devisen gekauft, von 2.3 Mrd. CHF 2018 bis 188 Mrd. CHF 2012 zum Hochpunkt der Euro-Schuldenkrise. Insgesamt wurde mittlerweile mit rund 760 Mrd. CHF interveniert.

Zu Beginn der Pandemie hat die SNB ebenfalls wieder massiv eingegriffen. Zuletzt fielen die Interventionen, trotz des tiefsten EUR/CHF-Wechselkurses seit 2015, allerdings sehr moderat aus. Während in den ersten drei Quartalen des abgelaufenen Jahres bei einem EUR/CHF-Kurs von durchgehend noch über 1.07 für 8.5 Mrd. CHF Devisen gekauft worden sind, weisen die Daten zu den Sichteinlagen der Banken bei der SNB seitdem nicht auf eine Ausweitung der Eingriffe hin. Seit EUR/CHF im Dezember die 1.04-Marke nach unten durchbrochen hat, sind die Sichteinlagen sogar kaum weiter angestiegen.

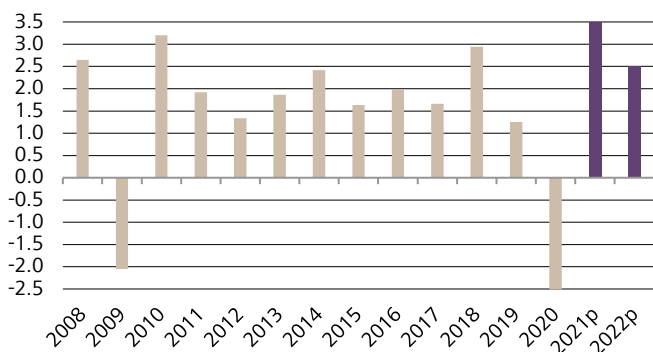
Die üblichen erhöhten Barabhebungen zum Zwecke der «Steuroptimierung» zum Jahresende dürften hier zwar wohl eine leicht dämpfende Rolle spielen. Aber die SNB selbst hat bei ihrer letzten Sitzung bestätigt, eine «gewisse» Aufwertung zuzulassen. Laut SNB-Präsident Thomas Jordan hilft die nominale Aufwertung des handelsgewichteten Franken-Wechselkurses dabei einen grösseren Anstieg der Inflation in der Schweiz zu verhindern. Und vor allem hat sich der reale handelsgewichtete Wechselkurs, bei dem die Inflationsunterschiede zwischen dem In- und Ausland berücksichtigt werden, seit Pandemiebeginn wegen der aussergewöhnlich hohen Inflationsunterschiede kaum bewegt. Ein verstärkter Aufwertungsdruck könnte nach Einschätzung der SNB jedoch rasch wieder die Konjunktur belasten und je nachdem sogar die Inflation wieder in den negativen Bereich fallen lassen. Deshalb will die SNB bei Bedarf weiter reagieren und will die Parität zum Euro deshalb wahrscheinlich noch nicht so schnell preisgeben.

Konjunktur



KONJUNKTUR

Schweizer BIP, real, in % gegenüber Vorjahr

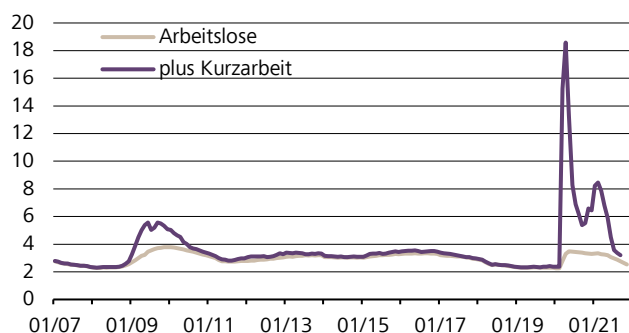


Quelle: SECO, Eurostat, Raiffeisen Economic Research



SCHWEIZER ARBEITSMARKT

Arbeitslosenrate in %, saisonbereinigt

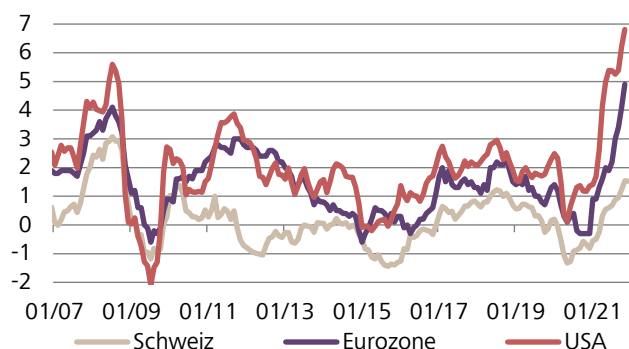


Quelle: SECO, Raiffeisen Economic Research



KONSUMENTENPREISE

In % gegenüber Vorjahr



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Mutationen bremsen

Die starke Erholung der Schweizer Wirtschaft ist zum Jahresende wieder ins Stocken geraten. Die vorangegangenen Aufhol- und Nachholeffekte haben erheblich nachgelassen oder sich teilweise sogar umgekehrt. Darüber hinaus führen die erneuten Eindämmungsmassnahmen abermals zu Geschäftseinbussen in den personennahen Dienstleistungssektoren. Die Gastronomie und Event-Branche verzeichnen wieder eine starke Zunahme der Annullationen. Und auch die Detailhändler berichten nach einem noch positiven und sehr frühen Anziehen der Weihnachtseinkäufe von stagnierenden Umsätzen. Entsprechend haben die Indikatoren für den privaten Verbrauch das KOF-Konjunkturbarometer im Dezember weiter nach unten gezogen.

Kein erneuter Einbruch

Ohne einen länger währenden und allgemeinen «Lockdown» sollten die negativen Effekte jedoch überschaubar bleiben und die Wirtschaft nicht gleich wieder bachab schicken. Stabilisierend wirkt sich hier nicht zuletzt die anhaltend robuste Industrienachfrage aus. Bei den Lieferengpässen von Vorprodukten ist zwar noch keine wesentliche Entspannung zu verspüren. Unverändert 2/3 der von der SNB befragten Unternehmen berichten im vierten Quartal von Lieferschwierigkeiten. Sehr stark ausgeprägt sind diese jedoch fast nur im Fahrzeugbereich. Meist finden die Unternehmen Wege, um die Produktionsausfälle zu begrenzen. Nach einem BIP-Wachstum von rund 3.5% im abgelaufenen Jahr, erwarten wir damit für 2022 weiterhin ein wieder niedrigeres aber auch wieder überdurchschnittliches Plus von 2.5%.

Die neuen Corona-Einschränkungen sowie die Lieferverzögerungen in der Industrie haben den steilen Abwärtstrend bei der Kurzarbeit Richtung Jahresende gestoppt. Ungeachtet dessen planen die Unternehmen für das neue Jahr aber auf breiter Front Neueinstellungen, mit zunehmenden Problemen bei der Rekrutierung von Fachkräften, nicht zuletzt im Gastgewerbe. Die saisonbereinigte Arbeitslosenrate ist bis Ende 2021 kontinuierlich auf 2.4% zurückgegangen, und hat damit bereits nahezu das niedrige Vorkrisenniveau wieder erreicht.

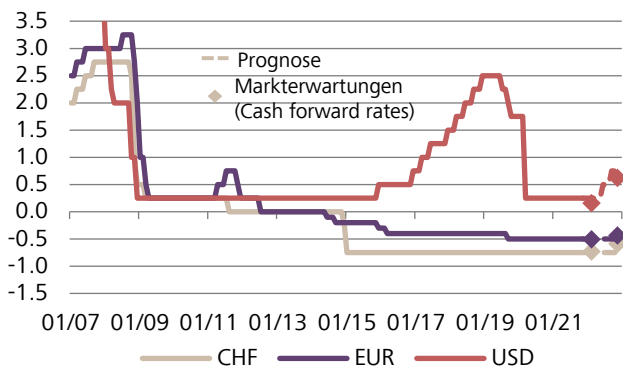
Preisdruck weiter erhöht

Die höheren Rohstoffpreise, knappe Vorprodukte sowie der damit verbundene zusätzliche Aufwand zur Verhinderung von Produktionseinbussen haben die Kosten der Hersteller steigen lassen. Viele Unternehmen können und wollen die gestiegenen Einkaufspreise weiter auf die Endverbraucher überwälzen, auch in der Schweiz. Der Preisauftrieb bleibt hierzulande jedoch vergleichsweise verhalten. Und die Inflationserwartungen liegen komfortabel im Zielkorridor der SNB von 0-2%. Sehr viel stärker steigen wegen der bis zuletzt boomenden Konsumgüternachfrage hingegen vor allem die US-Konsumentenpreise, während die Kaufkraft der Konsumenten in der Eurozone zuletzt viel mehr unter der Gaspreisexplosion leidet.

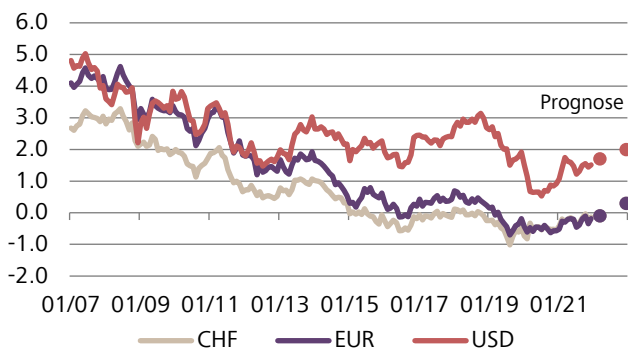
Zinsen



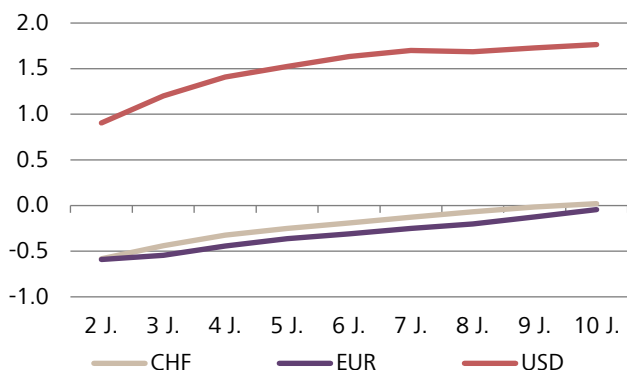
LEITZINSEN, IN %



10-JAHRES-STAATSANLEIHEN, IN %



ZINSKURVE (STAND: 10.1.22), IN %



Fed nähert sich Zinsnormalisierung

Die hohe Inflation von zuletzt fast 7%, sowie grosse Fortschritte am Arbeitsmarkt, haben die US-Notenbank im Dezember zu einer weiteren Beschleunigung der geldpolitischen Normalisierung bewegt. Die Nettoanleihekäufe sollen nun bereits bis März beendet werden. Automatisch muss danach dann zwar nicht unbedingt gleich eine Zinserhöhung folgen. Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell schliesst aber einen zeitnahen Zinsschritt explizit auch nicht aus. Jedenfalls haben die Ausschussmitglieder ihre Zinserwartungen bei der Dezember-Sitzung weiter spürbar nach vorne verschoben. Eine Mehrheit geht jetzt sogar von drei Zinsanhebungen je 25 Basispunkte bis Ende 2022 auf.

Ungeachtet des früher geplanten Starts der Zinsnormalisierung, bleiben die mittelfristigen Zinserwartungen der Fed bislang gut verankert. Mit einer Auflösung der Corona-bedingten Angebots- und Nachfrageungleichgewichte geht man weiterhin von einer verzögerten Preisberuhigung ab dem späteren Jahresverlauf aus. Die Zinsnormalisierung soll deshalb zwar schneller beginnen, dafür im Basisszenario aber auch schneller wieder verlangsamt bzw. abgeschlossen werden. Insgesamt peilt die Fed langfristig unverändert ein erheblich niedrigeres Zinsniveau als in früheren Zyklen an, womit auch die Langfristzinsen derzeit keine grossen Sprünge nach oben machen.

EZB will dieses Jahr noch stillhalten

Die EZB sieht die Eurozone-Konjunktur nach einem schwächeren Jahreswechsel ebenfalls weiter auf einem guten Kurs. Damit werden auch weitere Fortschritte bei der Erreichung des Inflationsziels erwartet. Das Ziel von 2.0% wird nach Einschätzung der europäischen Notenbanker mittelfristig aber noch nicht ganz erreicht, womit für Christine Lagarde eine Zinserhöhung bis Ende 2022 sehr unwahrscheinlich bleibt.

Immerhin hebt die EZB mittlerweile aber die Aufwärtsrisiken für den Preisausblick prominenter hervor: eine schnellere Konjunkturerholung oder eine stärkere Lohnbeschleunigung könnten den Inflationstrend stärker anheben. Ein paar Zehntel würden ja bereits ausreichen, um eine Zinserhöhung dann 2023 in den Bereich des Möglichen zu rücken - wenn nicht wieder einmal etwas dazwischenkommt.

SNB bewegt sich nicht

Damit führt auch die Schweizerische Nationalbank ihre expansive Geldpolitik erst einmal unverändert fort. Die SNB hat zuletzt wegen der steigenden Preise und der Inflationsunterschiede zu anderen Ländern zwar einen stärkeren Franken zugelassen. Sie schätzt den Franken aber weiter als hoch bewertet ein und bleibt am Devisenmarkt aktiv. Genauso hält die SNB den Leitzins von -0.75% unverändert für absolut notwendig.

Schweizer Branchen - Fokus Kreditmarkt

In Krisenzeiten werden in der Regel deutlich weniger neue Firmenkredite vergeben. Die Nachfrage nach Krediten nimmt ab, weil die Unternehmen aufgrund der unsicheren Konjunkturaussichten weniger Investitionen tätigen. Die Banken wiederum verschärfen die Konditionen und gewähren weniger hohe Kreditlimiten. So war nach der Finanzkrise oder nach dem Frankenschock von 2015 das ausstehende Kreditvolumen für einige Zeit rückläufig. Nicht so dieses Mal. Aktuell sind CHF 43 Mrd. mehr Firmenkredite ausstehend als vor der Pandemie. Rund ein Fünftel aller Schweizer Betriebe kam im Rahmen des Covid-19-Kreditprogramms des Bundes zu einer Übergangsfinanzierung, in der Gastronomie waren es sogar 60%. Das Gesamtvolumen des Programms belief sich jedoch «nur» auf CHF 16.9 Mrd., wovon ein Viertel bereits zurückbezahlt wurde. Rund zwei Drittel des Anstiegs von CHF 43 Mrd. ist also auf reguläre Unternehmenskredite der Banken zurückzuführen.

Die Wachstumsdynamik am Kreditmarkt hat sich im Vergleich zu früheren Jahren auch während der Pandemie nicht wesentlich verändert. Die Kreditlimiten und die effektive Kreditbenutzung haben gegenüber Vorjahr um ca. 5% zugenommen und wachsen damit etwa gleich stark wie 2018 oder 2019 (siehe Grafik links). Die Banken haben die Kreditlimiten für Grossunternehmen zwar deutlich stärker erhöht als für KMU, aber bei der Benutzung wachsen beide Segmente derzeit etwa gleich schnell. Grössere Unterschiede gibt es hingegen zwischen den einzelnen Branchen (siehe Grafik rechts). Die Mehrheit der Unternehmen stellt laut der Schweizerischen Nationalbank zwar kein Problem bei der Kreditvergabe fest. In Branchen, die besonders stark durch die Pandemie beeinträchtigt sind oder deren Aussichten unsicher bleiben, spüren die Unternehmen jedoch eine grössere Zurückhaltung der Banken. Zu dieser Gruppe zählen z.B. das Gastgewerbe oder das Transportwesen. Aber auch im verarbeitenden Gewerbe, das bisher gut durch die Krise gekommen ist, scheint die Risikobereitschaft

der Banken bei der Projektfinanzierung jüngst abgenommen zu haben. Die Kreditlimiten waren 2021 deutlich rückläufig. Die Kreditnachfrage der Unternehmen wiederum hat ebenfalls abgenommen und das ausstehende Kreditvolumen ist trotz der Covid-19-Kredite wieder auf das Vorkrisenniveau gesunken. Das deutet darauf hin, dass die Investitionsneigung der Firmen im verarbeitenden Gewerbe zuletzt gedämpft ausfiel.

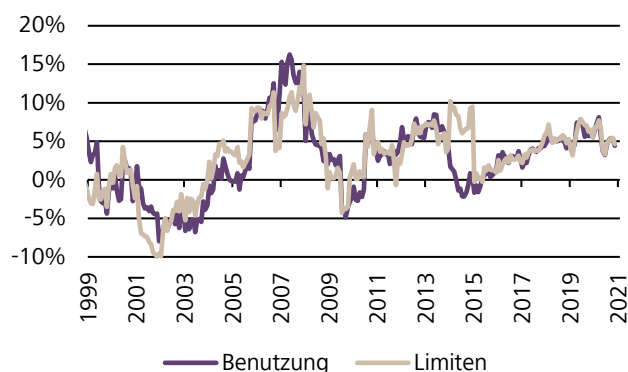
Insgesamt gibt es aber keine Anzeichen für eine Kreditrationierung seitens der Banken. Auch die weiterhin unterdurchschnittliche Anzahl an Konkursen sowie der Boom bei den Neugründungen sind Anzeichen dafür, dass der Kreditmarkt nach wie vor gut funktioniert. Die Konkurse sind letztes Jahr zwar gestiegen, liegen aber nach wie vor deutlich unter dem Vorkrisenniveau. Die Neugründungen wiederum sind auf Rekordwerte geklettert. Derzeit entstehen z.B. im Detailhandel überdurchschnittlich viele neue Unternehmen, vor allem im Bereich des Online-Handels und das spiegelt sich auch in der Kreditstatistik wider. Die Kreditbenutzung in der Kategorie «Handel» ist letztes Jahr so kräftig gestiegen wie in keiner anderen Branche.

Neben dem Gastgewerbe ist auch die Freizeit- und Unterhaltungsbranche stark von der Pandemie betroffen. Doch während sich die Banken bei der Kreditvergabe für Restaurants und Hotels vorsichtig zeigen, sind die Kreditlimiten für Unternehmen aus der Freizeit- und Unterhaltungsbranche deutlich gestiegen und diese werden auch in Anspruch genommen. Hier kam es zwar nicht zu einem Gründungsboom, aber die Branche weist trotz der aktuellen Unsicherheit mittelfristig weiterhin gute Wachstumsperspektiven auf, denn der Strukturwandel im Privatkonsum hin zu mehr Dienstleistungen im Freizeitbereich setzt sich fort.



BANKKREDITE AN UNTERNEHMEN

Ausstehende Kredite, Wachstum gegenüber Vorjahr

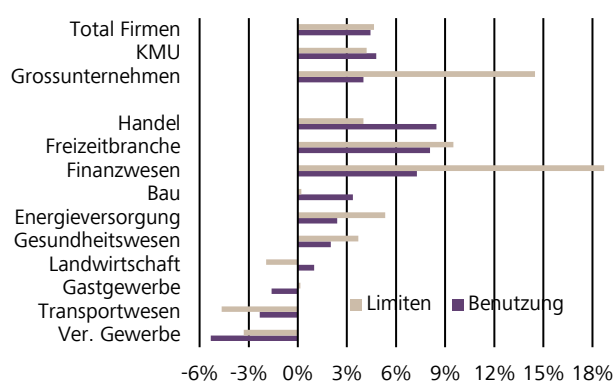


Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research



FIRMENKREDITE IM BRANCHENVERGLEICH

Ausstehende Kredite, Wachstum in 2021

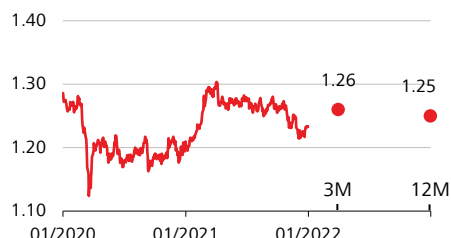


Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research

Währungen



PROGNOSE



*mit 100 multipliziert

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Economic Research, Raiffeisen CIO Office

EUR/CHF

Zunächst sah es für den EUR/CHF-Kurs nach einer Stabilisierung um die Marke von 1.04 aus. Zu Ende Dezember rutschte das Währungspaar aber auf unter 1.035 ab. Die hohe Staatsverschuldung innerhalb der Eurozone, die wachsende Inflationsdifferenz zur Schweiz und nicht zuletzt die latenten Omikron-Sorgen der Anleger schwächen die europäische Einheitswährung. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird sich wohl weiterhin mittels Devisenmarktinterventionen gegen den aus ihrer Sicht überbewerteten Franken stemmen. Über kurz oder lang dürfte die Euro-Parität allerdings unvermeidbar sein. Wir halten daher an unseren bisherigen Prognosen fest.

USD/CHF

Angesichts der hartnäckig hohen Inflation drückt die US-Notenbank Fed beim «Tapering» aufs Gas. Ende März 2022 ist das Anleihekaufprogramm abgeschlossen. Anschliessend dürften Zinserhöhungen ein Thema werden – wir antizipieren aktuell deren zwei. Die Aussicht auf steigende Zinsen spricht grundsätzlich für den US-Dollar. Für Gegenwind werden aber die weiterhin sehr hohe Inflation sowie die Konjunkturverlangsamung in Folge der restriktiveren Geldpolitik der Fed sorgen. Darüber hinaus belastet das US-Zwillingsdefizit (Haushalt, Leistungsbilanz) den «Greenback». In Summe rechnen wir auf 12-Monatssicht mit einem leicht tieferen USD/CHF-Kurs.

EUR/USD

Während die US-Notenbank Fed ihre geldpolitischen Zügel deutlich anzieht, spricht sich die Europäische Zentralbank (EZB) – trotz anhaltenden Preisdrucks – weiterhin gegen eine restriktivere Marschroute aus. Die Aussicht auf steigende Zinsen in den USA sind ein klarer Vorteil für den US-Dollar. Allerdings dürfte nach dem starken Abverkauf der letzten Monate auf Seiten des Euros im Wechselkurs bereits viel Negatives eingepreist sein. Zudem limitieren die explodierenden US-Staatsschulden das Aufwertungspotenzial des «Greenback». Wir erwarten infolgedessen für die kommenden Monate eine Seitwärtsbewegung bei EUR/USD.

GBP/CHF

Die Bank of England (BoE) hat ihren Leitzins um 15 Basispunkte auf 0.25% erhöht. Sie hat damit als erste grosse Notenbank weltweit an der Zinsschraube gedreht. Infolgedessen hat sich das Britische Pfund, nach seiner jüngsten Talfahrt, Ende 2021 oberhalb von 1.23 Franken stabilisiert. In den kommenden Wochen dürften die im Vergleich zum Schweizer Franken höheren Zinsen für etwas Auftrieb sorgen. Grosse Sprünge sind vom Pfund Sterling dennoch nicht zu erwarten, zu schwer lasten die wirtschaftlichen Folgen des Brexits sowie die globalen Virussorgen auf ihm. Auf Jahressicht sehen wir den GBP/CHF-Kurs bei 1.25.

JPY/CHF*

Dem japanischen Yen ist es nicht gelungen sich im Dezember nachhaltig oberhalb der Marke von 0.81 Franken festzusetzen. Die Omikron-Sorgen der Börsianer sowie der Entscheid der Bank of Japan (BoJ) an ihrer ultra-expansiven Geldpolitik festzuhalten drückten die Nachfrage nach der japanischen Währung. Am 30. Dezember markierte der JPY/CHF-Kurs mit 0.7938 seinen tiefsten Stand seit Sommer 2015. Längerfristig wird die japanische Valuta aber durch die positive Zinsdifferenz und die starke Unterbewertung zum Schweizer Franken gestützt. Wir gehen daher auf 12-Monatssicht von einem leicht stärkeren Yen aus.

Raiffeisen Prognosen (I)



KONJUNKTUR

BIP (Durchschnittliches jährliches Wachstum in %)

	2018	2019	2020	Prognose 2021	Prognose 2022
Schweiz	2.9	1.2	-2.5	3.5	2.5
Eurozone	1.9	1.3	-6.8	5.0	3.8
USA	3.0	2.2	-3.5	6.0	3.5
China	6.7	6.0	2.3	8.0	4.8
Japan	0.6	0.3	-4.8	3.0	2.5
Global (PPP)	3.6	3.3	-3.5	5.5	3.9

Inflation (Jahresdurchschnitt in %)

	2018	2019	2020	Prognose 2021	Prognose 2022
Schweiz	1.0	0.4	-0.8	0.6	1.0
Eurozone	1.8	1.2	0.3	2.5	2.3
USA	2.5	1.8	1.2	4.5	4.5
China	2.1	2.9	2.5	1.5	2.2
Japan	1.0	0.5	0.0	0.2	0.7



FINANZMÄRKTE

Leitzinsen (Jahresende in %)

	2019	2020	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
CHF	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
EUR	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
USD	1.50-1.75	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	0.50-0.75
JPY	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

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

	2019	2020	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
CHF	-0.50	-0.58	0.02	-0.10	0.30
EUR (Germany)	-0.19	-0.57	-0.05	-0.10	0.30
USD	1.88	0.91	1.76	1.70	2.00
JPY	-0.02	0.02	0.15	0.10	0.10

Wechselkurse (Jahresende)

	2019	2020	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
EUR/CHF	1.09	1.08	1.05	1.03	1.01
USD/CHF	0.97	0.89	0.93	0.92	0.90
JPY/CHF (x 100)	0.89	0.86	0.80	0.82	0.84
EUR/USD	1.12	1.22	1.13	1.12	1.12
GBP/CHF	1.27	1.21	1.26	1.26	1.25

Rohstoffe (Jahresende)

	2019	2020	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	68	52	82	75	75
Gold (USD/Unze)	1515	1898	1807	1900	1950

*11.01.2022

Raiffeisen Prognosen (II)



SCHWEIZ - DETAILPROGNOSEN

	2017	2018	2019	2020	Prognose 2021	Prognose 2022
BIP, real, Veränderung in %	1.7	2.9	1.2	-2.5	3.5	2.5
Privater Konsum	1.2	0.6	1.4	-3.7	2.6	3.5
Staatlicher Konsum	0.6	1.0	0.7	3.5	5.2	-1.0
Ausrüstungsinvestitionen	4.9	2.1	1.3	-2.5	3.8	2.9
Bauinvestitionen	1.4	0.1	-0.8	-0.5	1.4	-0.2
Exporte	3.7	4.9	1.5	-6.0	8.6	4.5
Importe	3.9	3.5	2.3	-7.8	4.9	5.3
Arbeitslosenquote in %	3.1	2.6	2.3	3.2	3.0	2.3
Inflation in %	0.5	0.9	0.4	-0.7	0.6	1.0

Herausgeber

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