

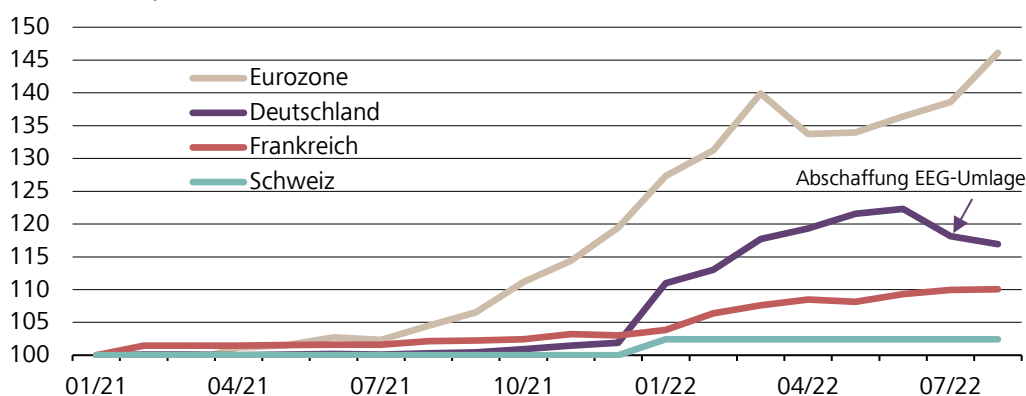
# Konjunkturcheck

Der Konjunkturpessimismus hat in Europa wegen der Energiekrise zum Herbstbeginn weiter zugenommen. Die Energiekostenwelle und die Kaufkraftverluste der Verbraucher machen den Unternehmen zunehmend grössere Sorgen. Die Politik versucht vielerorts mit immer mehr Hilfszahlungen und Preiseingriffen gegenzusteuern, um eine tiefere Rezession abzuwenden. Die Massnahmen bedeuten aber natürlich auch weniger nachfragedämpfende Effekte. Dies erschwert den Kampf gegen die Inflation und dürfte schliesslich mehr Zinsanhebungen erfordern. Die EZB eifert deswegen der Fed zunehmend nach und will die Zinsen ebenfalls zügig und kräftig anheben. Die Situation der SNB bleibt da wesentlich komfortabler, bisher ohne zwingenden Bedarf die Zinsen ähnlich stark zu erhöhen.



## CHART DES MONATS: STROMPREISWELLE

Konsumentenpreisindex, Strompreise, Index (Jan-21=100)



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Die Energiepreiswelle und die allgemein viel zu hohe Inflation haben in Europa das Konsumentenvertrauen und die Unternehmensstimmung in den letzten Monaten sehr stark angekratzt. Dies gilt allen voran für Deutschland, wo die Geschäftserwartungen, abgesehen vom kurzfristigen Corona-Taucher, auf ein neues Rekordtief gefallen sind. Die Auftragsbestände haben auf breiter Front angefangen zu sinken, Stornierungen häufen sich und Preisüberwälzungen auf die Kunden gestalten sich zunehmend schwieriger.

Ohne zeitnahe Hilfen sind allen voran energieintensive Hersteller, die im internationalen Wettbewerb stehen, nicht mehr konkurrenzfähig. Aber auch Unternehmen mit einem bislang niedrigen Energiekostenanteil können bei einem Sprung der Gas- und Stromkosten schnell an den finanziellen Abgrund geraten. Bei einer Anpassung und damit oft Vervielfachung der Energietarife rutschen Betriebe in Branchen mit geringen Margen, wie bspw. dem Gastgewerbe oder – wie oft genannt – der Bäckereizunft, plötzlich tief in die Verlustzone. Auch in der Schweiz steigt damit das Risiko einer

Insolvenzwelle, die während der Pandemie über staatliche Überbrückungshilfen noch abgewendet werden konnte.

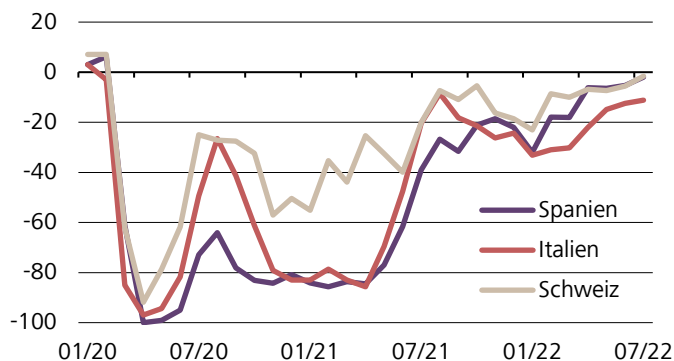
Die Politik in den Nachbarländern greift deshalb bereits immer tiefer in die Taschen, um die Wirtschaft vor einer «Überforderung» zu schützen. Die französische Regierung hat die Strom- und Gaspreise für die Haushalte und kleinere Unternehmen gedeckelt und damit einen ähnlich massiven Stimmungseinbruch wie in Deutschland verhindert. Aber auch in Deutschland wird nun ein Schutzschirm aufgespannt, der bis 2024 sowohl die Haushalte als auch die Unternehmen vor dem Schlimmsten bewahren, und die konjunkturellen Abwärtskräfte abmildern soll. In der Schweiz sieht der Bundesrat mit den administrierten, im Durchschnitt viel weniger stark steigenden Energiekosten der privaten Verbraucher bisher keinen akuten Handlungsbedarf. Vor allem aber bei vielen durch Corona bereits finanziell gebeutelten Unternehmen, die sich grossmehrheitlich die Energie am freien Markt beschaffen, dürften die Einschläge nach den kommenden Tarifierungen ohne Beistand viel häufiger werden.

# Konjunktur



## SOMMERFERIENANSTURM

Hotelübernachtungen, in % ggü. jeweiligem Monat 2019

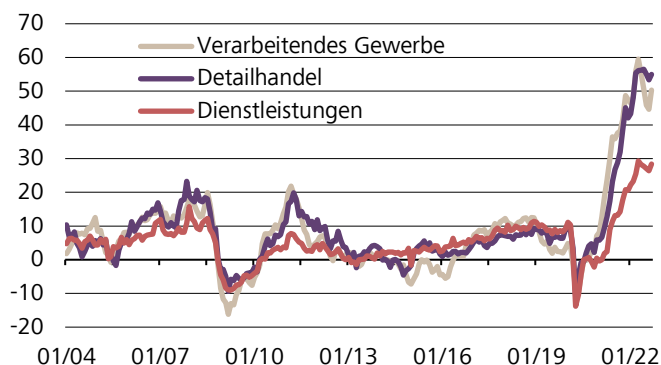


Quelle: Eurostat, Raiffeisen Economic Research



## PIPELINE-PREISDRUCK BLEIBT SEHR HOCH

Eurozone Unternehmens-Verkaufspreiserwartungen

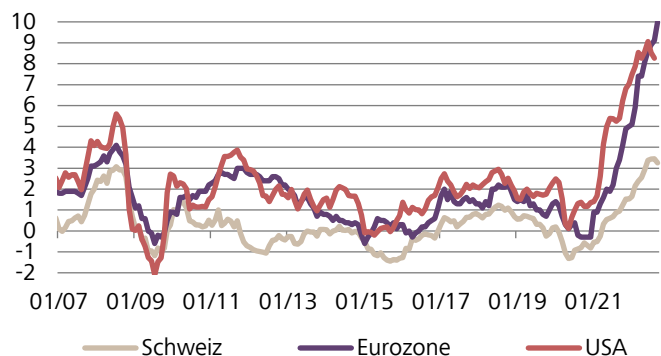


Quelle: EU-Kommission, Raiffeisen Economic Research



## KONSUMENTENPREISE

In % gegenüber Vorjahr



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

## Sommerparty ist vorbei

Die Aufholeffekte von der Pandemie haben den privaten Verbrauch in Europa noch bis in den Spätsommer kräftig gestützt. Die Erholung im Tourismus und der Gastronomie hat vor allem Südeuropa ein starkes Wachstum beschert. Begleitet von deutlichen Aufwärtsrevisionen für die vorangegangenen Quartale stellt sich der BIP-Verlauf in der Eurozone für dieses Jahr deshalb bisher erfreulich solid dar, womit auch wir unsere Jahreswachstumsprognose auf 2.5% nach oben korrigiert haben. Richtung Jahresende nehmen die negativen Auswirkungen der Energiekrise allerdings merklich zu, während gleichzeitig die Corona-Aufholeffekte auslaufen. Auch in der Schweiz haben das Gastgewerbe und der Detailhandel zuletzt stagniert. Trotz der höheren Preissteigerungen in den Nachbarländern bleibt u.a. auch der Einkaufstourismus aufgrund des starken Franken attraktiv, nicht zuletzt an der Zapfsäule wegen der Tankpreisrabatte im Ausland.

## Energiekostenwelle rollt auf Unternehmen zu

Die Hersteller melden währenddessen auf breiter Front noch anhaltende Lieferengpässe, welche allerdings immer weniger weitreichend ausfallen. Laut den Geschäftskontakten der SNB beschränken sich die Lieferengpässe zunehmend auf spezifische Produkte und nicht mehr auf die ganze Lieferkette. Damit kann vielerorts das angehäuften Auftragspolster besser abgearbeitet werden. Allerdings stockt der Auftragsnachschub immer mehr. Und bei einer Anpassung der Energietarife können die enormen Preissteigerungen auch für viele weniger energieintensive Unternehmen schnell zu einem existenziellen Problem werden. Im Gegensatz zur Schweiz werden in den Nachbarländern die Hilfen sowohl für die Haushalte als auch die Unternehmen immer weiter aufgestockt, um die Kaufkraftverluste zu mildern und die Energiekostensteigerungen verkraftbar zu halten.

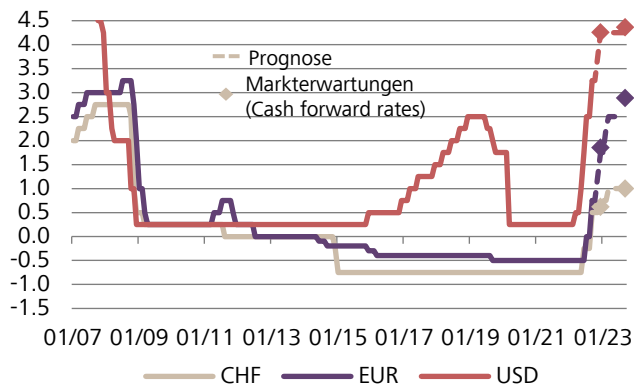
## Inflation verschwindet nicht so schnell

Die nachlassende globale Güternachfrage sowie die Abnahme der Lieferkettenprobleme lassen die Beschaffungskosten vielerorts weniger stark steigen oder teilweise sinken. Der vorangegangene Vorstufenpreisschub und insbesondere die massiv erhöhten Energiekosten halten den Pipeline-Preisdruck bisher aber vor allem in Europa unverändert hoch. Damit findet weiterhin eine stärkere und breite Preisüberwälzung auf die Endverbraucher statt. Die Eurozone-Inflation ist entsprechend im September, ungeachtet der ergriffenen staatlichen Preisdämpfungsmaßnahmen, auf 10% geklettert – nun deutlich über dem US-Niveau. Dort lässt eine allmähliche Beruhigung der coronabedingten Preisüberhebungen die Jahresrate mittlerweile sinken. Der unverändert sehr enge Arbeitsmarkt spricht allerdings auch in den USA gegen eine schnelle Normalisierung der Preisdynamik. In der Schweiz ist die Jahresrate, unterstützt durch den starken Franken, jüngst sogar leicht auf vergleichsweise moderate 3.3% gesunken – weiter ohne Anzeichen stärkerer Zweitrundeneffekte.

# Zinsen



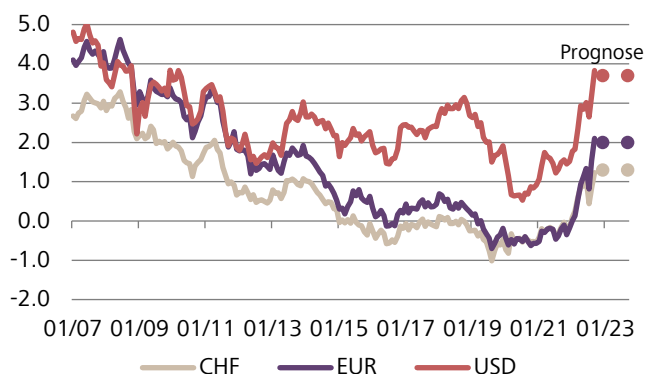
## LEITZINSEN, IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



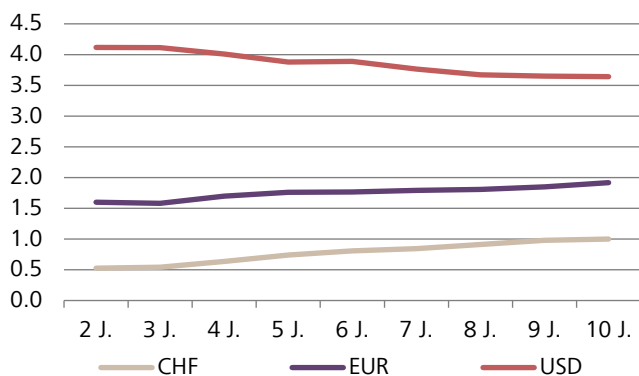
## 10-JAHRES-STAATSANLEIHEN, IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## ZINSKURVE (STAND: 06.10.22), IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### Fed will es zu Ende bringen

Der Höhepunkt der US-Inflation ist überschritten. Der bislang unverändert solide Arbeitsmarkt und die «ungesunden» Lohnerhöhungen lassen aber keine schnelle Erreichung des Inflationsziels erwarten. Deshalb hat die Fed die Leitzinsen im September erneut um hohe 75 Basispunkte angehoben und will auch bei den kommenden Sitzungen weiter zügig nach oben gehen, auf deutlich über 4%. Eine viel stärkere Abschwächung der Wirtschaft und ein spürbarer Anstieg der Arbeitslosigkeit sei nötig, um die Inflation in den Griff zu bekommen. Dabei wird es immer schwieriger eine sanfte Landung zu erreichen, weil die Geldpolitik nochmals restriktiver werden und länger restriktiv bleiben müsse. Die energischen Pläne der Fed haben die 10-jährigen Treasury-Renditen auf neue Hochs über die 3.5%-Marke geschickt.

### EZB hat ebenfalls zum Angriff geblasen

Die EZB stellt aufgrund der Energiepreisexplosion ebenfalls eine zunehmende Verbreiterung des Preisdrucks fest. Die viel zu hohe Inflation hat denn auch die europäischen Notenbanker schliesslich ins Lager der energischen Inflationsbekämpfer überlaufen lassen. Bei der letzten Sitzung wurde das Normalisierungstempo ebenfalls auf 75 Basispunkte erhöht. Und auch der EZB-Rat plant weitere Anhebungen, u.a. weil man beim aktuellen Leitzinsniveau die Nachfrage weiterhin noch stimuliere – was ganz klar nicht mehr angemessen sei. Da nebenbei die Fiskalpolitik alles Mögliche versucht eine tiefere Rezession abzuwenden, erhöht sich der Handlungsdruck auf die EZB zusätzlich. Bspw. auch der gemässigte Gouverneur der französischen Notenbank de Gaulhau will deswegen die Leitzinsen bereits bis Jahresende Richtung 2% anheben. Die Aufholpläne der EZB haben die Zinserwartungen und die Langfristzinsen zuletzt entsprechend nochmals stärker als in den USA reagieren lassen.

### SNB weniger alarmiert

Die Preisanstiege haben sich auch in der Schweiz verbreitert, bleiben jedoch unverändert überschaubar. Da die SNB aber nur vierteljährlich tagt und präventiv handeln will, hat sie im September die Gelegenheit genutzt den Leitzins ebenfalls um 75 Basispunkte auf 0.5% in nun wieder positives Terrain anzuheben. Die Lagebeurteilung der Nationalbank fiel aber gleichzeitig weitaus weniger alarmiert aus als bei den anderen Notenbanken. Die SNB schliesst weitere Schritte nicht aus und deutet für Dezember eine weitere Anpassung an. Da sie derzeit aber auch ohne zusätzliche Zinsanhebungen mittelfristig knapp von einem Erreichen des Inflationszielbandes ausgeht, könnte die SNB zum Jahresende bereits wieder auf einen vorsichtigeren Kurs einschwenken. Auf jeden Fall sollte die im Vergleich komfortable Ausgangslage auf Jahressicht ein deutlich weniger aggressives Vorgehen bedeuten. Damit sehen wir auch das Risiko eines weiteren Ausbrechens der Langfristzinsen in der Schweiz am geringsten, bzw. eine gewisse Korrektur von den bereits erreichten Niveaus wahrscheinlicher.

# Schweizer Branchen - Fokus Bausektor

Das Baugewerbe ist eine der Branchen, die stark vom Tiefzinsumfeld der letzten Jahre profitiert hat. Die Negativzinsen haben institutionelle Investoren dazu veranlasst, vermehrt in Renditeliegenschaften zu investieren, was die Bautätigkeit im Mietwohnungsmarkt steigen lassen hat. Die tiefen Finanzierungskosten haben aber auch zum kräftigen Anstieg der Bauaktivität im Wirtschaftsbau beigetragen. Wie ändern sich nun mit der Zinswende die Aussichten im Bausektor?

Die Stimmung in der Branche ist unabhängig von der Zinswende bereits eingetrübt, vor allem wegen der in die Höhe geschnellten Baukosten. Die Baumeister sind vom Anstieg der Strompreise zwar weitgehend abgesichert, da diese normalerweise vom Auftraggeber getragen werden. Die massiv gestiegenen Materialpreise können aber nur dann beim Bauherren geltend gemacht werden, wenn dies vertraglich vereinbart wurde, was jedoch längst nicht immer der Fall ist. Die Kosten nehmen deshalb gegenwärtig stärker zu als der Umsatz, weshalb die ohnehin schon tiefe branchenübliche Gewinnmarge von 2%-3% weiter gesunken ist. Der Umsatz wiederum nimmt gegenwärtig zwar ebenfalls stark zu, was zu einem grossen Teil aber auf den Preiseffekt zurückzuführen ist. So ist die nominale Wertschöpfung der Branche in den letzten Quartalen kräftig gestiegen. Auf preisbereinigter Basis zeigt sich aber ein ganz anderes Bild: Die reale Wertschöpfung ist seit etwa einem Jahr rückläufig (siehe Grafik links).

Aber auch wenn es Anzeichen dafür gibt, dass sich die Lieferengässe entspannen und die Materialkosten bald wieder sinken könnten, bleibt der Ausblick für die Branche herausfordernd. Der Grund liegt in der Zinswende, von der ein bremsender Effekt auf die Baunachfrage ausgeht. Die steigenden Finanzierungszinsen belasten die Kalkulation potenzieller Bauherren, deren Bauprojekte damit zum Teil unrentabel und

deshalb aufs Eis gelegt werden. Darüber hinaus haben Immobilienprojekte im Vergleich zu anderen Anlagemöglichkeiten aufgrund der höheren Zinsen nun an Attraktivität verloren. Insgesamt schätzt der Baumeisterverband, dass eine Zinserhöhung von 1%, das reale Umsatzwachstum, das im historischen Durchschnitt bei 2% liegt, um 0.5% bremst. Aktuell wächst der reale Umsatz aber praktisch gar nicht mehr und die SNB hat die Zinsen bereits um 1.25% erhöht.

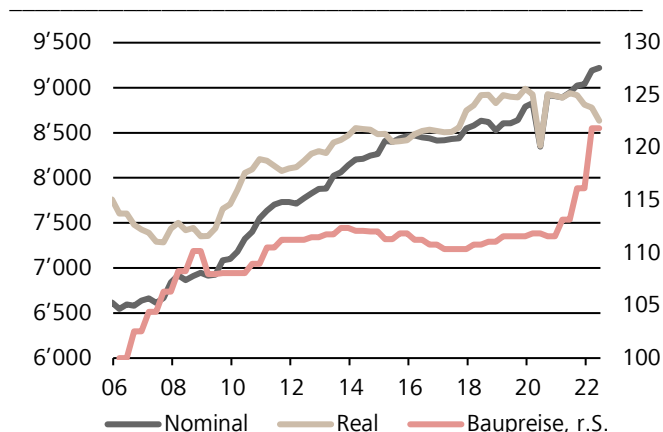
Nichtsdestotrotz gehen wir davon aus, dass die weitere Marktentwicklung in geordneten Bahnen bleibt, auch wenn sich der Ausblick verschlechtert hat. Den meisten Umsatz erzielt das Bauhauptgewerbe im öffentlichen Tiefbau (siehe Grafik rechts) und diese Sparte ist aufgrund vorwiegend staatlicher Nachfrage stabil und weitaus weniger zinssensitiv. Auch im Wohnsegment sind die Zinsen nicht der einzige Einflussfaktor auf die Baunachfrage. Die Alterung der Gesellschaft und der zuletzt nochmals akzentuierte Individualisierungstrend zu immer kleineren Haushalten führen dazu, dass die Nachfrage nach Wohnungen sogar deutlich schneller steigt als die Bevölkerung. Auch die anhaltend robuste Zuwanderung hält die rege Nachfrage nach Wohnungen aufrecht, was die Bautätigkeit nach unten absichert.

Und zu guter Letzt rechnen wir nicht damit, dass die Zinsen noch viel weiter steigen und schon gar nicht so massiv wie im Vorfeld der Immobilienkrise der frühen 1990er Jahre als der Geldmarktsatz innert drei Jahren von knapp 2% auf über 8% stieg. Damals betrug die Inflation zwischenzeitlich über 6.5%, wobei die Nominallöhne teilweise noch stärker stiegen. Aktuell gibt es nach wie vor keine Anzeichen für eine Lohn-Preis-Spirale, weshalb wir gute Chance sehen, dass die SNB bei den Zinsen nicht mehr viel weiter nachlegen muss.



## WERTSCHÖPFUNG IM BAUGEWERBE

In Mio. CHF, Baupreise indexiert

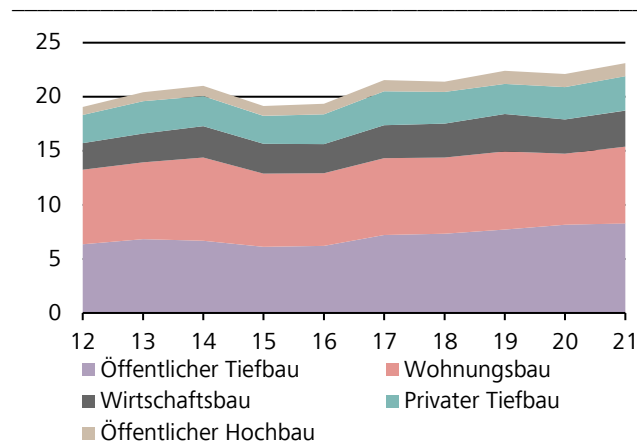


Quelle: BFS, SECO Raiffeisen Economic Research



## UMSATZ IM BAUHAUPTGEWERBE

In Mrd. CHF

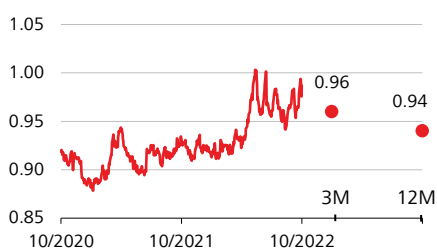
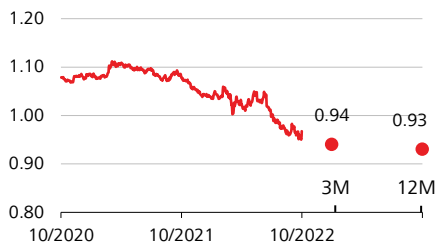


Quelle: SBV, Raiffeisen Economic Research

# Währungen



## PROGNOSE



### EUR/CHF

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat im September den Leitzins um 0.75% angehoben und damit die Ära der Negativzinsen beendet. Infolgedessen hat sich der Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken nochmals verschärft. Der Euro leidet weiter unter der wachsenden Rezessionsgefahr. Gegenwind beschert ihm zudem die Heterogenität seiner Mitgliedsstaaten. Diese erschwert den Kampf der Europäischen Zentralbank (EZB) gegen die Inflation. Eine nachhaltige Gegenbewegung des EUR/CHF-Kurses ist nicht in Sicht. Wir gehen aber davon aus, dass die SNB mit Blick auf die heimische Exportwirtschaft künftig dazu neigen wird, der Frankenaufwertung entgegenzuwirken.

### USD/CHF

Der US-Dollar befindet sich seit April in einem volatilen Seitwärtstrend zwischen 0.95 und 1.00 Franken. Gestützt wird der «Greenback» insbesondere von der zunehmend restriktiveren US-Geldpolitik. Fed-Chef Jerome Powell betonte an der letzten FOMC-Sitzung erneut, dass die Bekämpfung der Inflation derzeit höchste Priorität habe. Angesichts der strukturellen Ungleichgewichte in den USA ist eine weitere Aufwertung des Dollars aus unserer Sicht aber unwahrscheinlich. Darüber hinaus spricht die in der Schweiz deutlich tiefere Teuerungsrate für einen leicht stärkeren Franken. Wir halten entsprechend an unseren USD/CHF-Prognosen unverändert fest.

### EUR/USD

Der Euro hat seine Talfahrt gegenüber dem US-Dollar weiter fortgesetzt. Seit Monatsmitte bewegt er sich gar unter Parität. Charttechnisch notiert das Währungspaar rund 8.5% unter seinem 200-Tagesschnitt. Insbesondere der straffe, geldpolitische Kurs der US-Notenbank Fed – diese hat zuletzt zum dritten Mal in Folge die Zinsen um 0.75 Prozentpunkte angehoben – verhilft dem «Greenback» zur Stärke. Darüber hinaus präsentiert sich die Wirtschaft in Amerika deutlich robuster als in Europa. Mittlerweile dürfte jedoch sehr viel Negatives auf Seiten des Euro eingepreist sein. Wir rechnen entsprechend über die nächsten Monate mit einer Seitwärtsbewegung.

### GBP/CHF

Das britische Pfund hat im vergangenen Monat ein Allzeittief bei 1.0186 Franken markiert. Schuld ist die Divergenz von Geld- und Fiskalpolitik. In ihrem Kampf gegen die Inflation erhöht die Bank of England (BoE) stetig die Zinsen. Zugleich versucht die Regierung die Konjunktur mittels fiskalpolitischer Stimuli anzukurbeln – dies erfordert die Emission neuer Bonds. Dem Kurseinbruch bei den Staatsanleihen musste die BoE in der Folge zuletzt mit Anleihenkäufen entgegenzutreten. Der GBP/CHF-Kurs dürfte nach unten überschossen haben. Für eine echte Trendwende langt die Unterbewertung der britischen Währung allerdings nicht. Wir haben daher unsere Prognosen zurückgenommen.

### JPY/CHF\*

Die Inflation in Japan ist im August auf den höchsten Stand seit über drei Jahrzehnten geklettert (+2.8%). Dennoch hält die Bank of Japan (BoJ) an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik fest. Der infolgedessen wachsende Zinsnachteil zum Ausland hat den japanischen Yen Mitte September auf ein gut 40-jähriges Tief bei 0.6651 Franken fallen lassen. Nach einer Devisenmarktintervention der BoJ hat sich dieser im weiteren Monatsverlauf dann allerdings um die Marke von 0.68 Franken stabilisiert. Für etwas Aufwind dürfte mittelfristig die chronische Unterbewertung der japanischen Valuta sorgen. Unsere Jahresprognose für das Währungspaar JPY/CHF liegt bei 0.74.

\* mit 100 multipliziert

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office, Raiffeisen Schweiz Economic Research

# Raiffeisen Prognosen (I)



## KONJUNKTUR

### BIP (Durchschnittliches jährliches Wachstum in %)

|              | 2019 | 2020 | 2021 | Prognose 2022 | Prognose 2023 |
|--------------|------|------|------|---------------|---------------|
| Schweiz      | 1.2  | -2.5 | 3.7  | 1.9           | 1.5           |
| Eurozone     | 1.3  | -6.8 | 5.2  | 2.5           | 0.5           |
| USA          | 2.2  | -3.5 | 5.7  | 1.5           | 1.0           |
| China        | 6.0  | 2.3  | 8.1  | 3.0           | 4.0           |
| Japan        | 0.3  | -4.8 | 1.9  | 1.5           | 0.5           |
| Global (PPP) | 2.8  | -3.1 | 5.9  | 2.3           | 2.0           |

### Inflation (Jahresdurchschnitt in %)

|          | 2019 | 2020 | 2021 | Prognose 2022 | Prognose 2023 |
|----------|------|------|------|---------------|---------------|
| Schweiz  | 0.4  | -0.8 | 0.6  | 3.0           | 2.5           |
| Eurozone | 1.2  | 0.3  | 2.6  | 8.0           | 4.5           |
| USA      | 1.8  | 1.2  | 4.7  | 8.5           | 4.0           |
| China    | 2.9  | 2.5  | 0.9  | 2.2           | 2.0           |
| Japan    | 0.5  | 0.0  | -0.3 | 1.9           | 1.0           |



## FINANZMÄRKTE

### Leitzinsen (Jahresende in %)

|     | 2020      | 2021      | Aktuell*  | Prognose 3M | Prognose 12M |
|-----|-----------|-----------|-----------|-------------|--------------|
| CHF | -0.75     | -0.75     | 0.50      | 0.75        | 1.00         |
| EUR | -0.50     | -0.50     | 0.75      | 1.75        | 2.50         |
| USD | 0.00-0.25 | 0.00-0.25 | 3.00-3.25 | 4.00-4.25   | 4.00-4.25    |
| JPY | -0.10     | -0.10     | -0.10     | -0.10       | -0.10        |

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

|               | 2020  | 2021  | Aktuell* | Prognose 3M | Prognose 12M |
|---------------|-------|-------|----------|-------------|--------------|
| CHF           | -0.58 | -0.15 | 1.20     | 1.30        | 1.30         |
| EUR (Germany) | -0.57 | -0.18 | 2.11     | 2.00        | 2.00         |
| USD           | 0.91  | 1.51  | 3.83     | 3.70        | 3.70         |
| JPY           | 0.02  | 0.07  | 0.25     | 0.30        | 0.50         |

### Wechselkurse (Jahresende)

|                 | 2020 | 2021 | Aktuell* | Prognose 3M | Prognose 12M |
|-----------------|------|------|----------|-------------|--------------|
| EUR/CHF         | 1.08 | 1.04 | 0.97     | 0.94        | 0.93         |
| USD/CHF         | 0.89 | 0.91 | 0.99     | 0.96        | 0.94         |
| JPY/CHF (x 100) | 0.86 | 0.79 | 0.68     | 0.72        | 0.74         |
| EUR/USD         | 1.22 | 1.14 | 0.98     | 0.98        | 0.99         |
| GBP/CHF         | 1.21 | 1.23 | 1.11     | 1.11        | 1.12         |

### Rohstoffe (Jahresende)

|                           | 2020 | 2021 | Aktuell* | Prognose 3M | Prognose 12M |
|---------------------------|------|------|----------|-------------|--------------|
| Rohöl (Brent, USD/Barrel) | 52   | 78   | 94       | 100         | 95           |
| Gold (USD/Unze)           | 1898 | 1829 | 1710     | 1800        | 1950         |

\*06.10.2022

## Raiffeisen Prognosen (II)



SCHWEIZ - DETAILPROGNOSEN

|                                    | 2018       | 2019       | 2020        | 2021       | Prognose 2022 | Prognose 2023 |
|------------------------------------|------------|------------|-------------|------------|---------------|---------------|
| <b>BIP, real, Veränderung in %</b> | <b>2.9</b> | <b>1.2</b> | <b>-2.5</b> | <b>3.7</b> | <b>1.9</b>    | <b>1.5</b>    |
| Privater Konsum                    | 0.6        | 1.4        | -3.7        | 2.7        | 3.7           | 1.0           |
| Staatlicher Konsum                 | 1.0        | 0.7        | 3.5         | 2.7        | 0.7           | -0.3          |
| Ausrüstungsinvestitionen           | 2.1        | 1.3        | -2.5        | 4.0        | 1.5           | 2.4           |
| Bauinvestitionen                   | 0.1        | -0.8       | -0.5        | 1.2        | -2.1          | 0.7           |
| Exporte                            | 4.9        | 1.5        | -6.0        | 11.2       | 1.1           | 2.3           |
| Importe                            | 3.5        | 2.3        | -7.8        | 5.4        | 6.1           | 4.2           |
| <b>Arbeitslosenquote in %</b>      | <b>2.6</b> | <b>2.3</b> | <b>3.2</b>  | <b>3.0</b> | <b>2.2</b>    | <b>2.2</b>    |
| <b>Inflation in %</b>              | <b>0.9</b> | <b>0.4</b> | <b>-0.8</b> | <b>0.6</b> | <b>3.0</b>    | <b>2.5</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 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.