

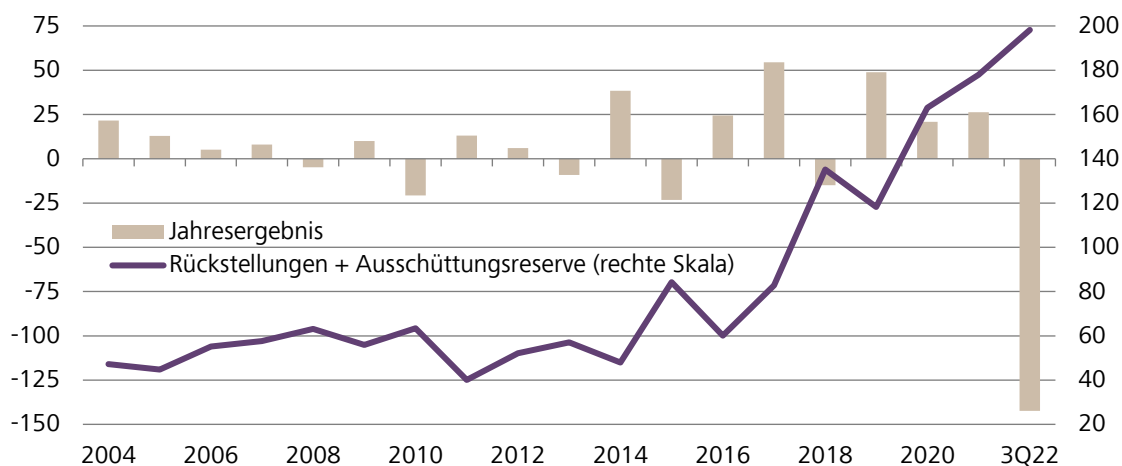
Konjunkturcheck

Die europäische Konjunktur hält sich ungeachtet der teilweise depressiven Stimmung noch recht gut. Die Aufstockung der Energiekostensubventionen und die deutlich gesunkenen Grosshandelsgaspreise haben die Existenzängste zuletzt etwas zurückgedrängt und senken die Wahrscheinlichkeit einer tieferen Rezession. Angesichts des gleichzeitig unverändert viel zu hohen Preisdrucks erhöht dies allerdings tendenziell den Handlungsbedarf der EZB. Auch die SNB-Direktoriumsmitglieder sehen die Arbeit der Geldpolitik in der Schweiz noch nicht ganz getan. Die zuletzt wieder rückläufige Schweizer Inflation schreit jedoch keineswegs nach sehr viel höheren Zinsen.



CHART DES MONATS: SNB HAT VORGESORGT

SNB-Bilanzpositionen, in Mrd. CHF



Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research

In der Negativzinswelt hat die SNB, auf die von ihr durch Devisenkäufe ins Finanzsystem gepumpte CHF-Liquidität, Zinserträge erwirtschaftet. Um ihren aktuellen Leitzins von +0.5% am Geldmarkt durchsetzen zu können, muss die SNB nun im Gegenzug aber die Überschussliquidität entsprechend verzinsen. Sonst würde der Marktzins nicht wie gewünscht ansteigen. Dies belastet das SNB-Ergebnis.

Noch viel mehr hat im bisherigen Jahresverlauf jedoch ein Bewertungsverlust der Devisenreserven die Bilanz in Mitleidschaft gezogen. Aufgrund des weltweiten Zinsschubs, der gefallen Aktienkurse sowie des starken Franken verbuchte die SNB in den ersten drei Quartalen einen einzigartigen Verlust von über 140 Mrd. CHF. Da in den letzten ertragreichen Jahren ein Grossteil des Gewinns zur Reservebildung verwendet wurde, ist das Eigenkapital jedoch noch nicht aufgezehrt. Und auch wenn das Eigenkapital vorübergehend negativ werden könnte, sollte die Nation-

bank über die Zeit mit ihren eher längerfristigen Anlagen höhere Erträge erzielen, als sie für ihre überwiegend kurzfristigen Verbindlichkeiten bezahlen muss. Kurzfristig ist eine Rückkehr in die Gewinnzone allerdings recht unwahrscheinlich. Dafür bedürfte es einer massiven Rally an den Aktienmärkten sowie vor allem wieder erheblich tieferer Zinsen.

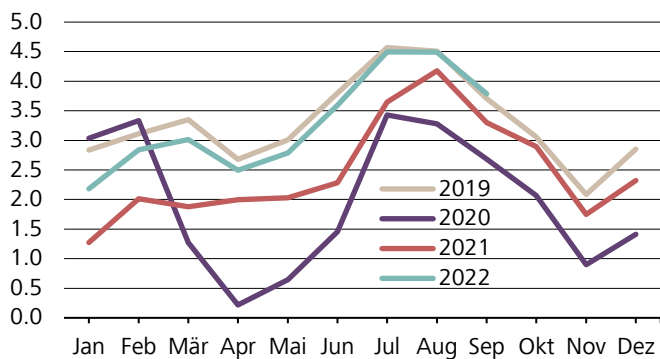
Mit einem riesigen Jahresverlust würde im kommenden Jahr auch die mit dem Bund und den Kantonen vereinbarte maximale Gewinnausschüttung von 6 Mrd. CHF komplett ausfallen. Einige Kantone haben wie die SNB dafür Vorsorge getroffen. Andere Kantone haben den Zustupf hingegen fest eingeplant, was Sparmassnahmen erfordern könnte. Mit der kräftigen Corona-Erholung haben sich die Schweizer Staatsfinanzen jedoch wieder einmal besser als erwartet entwickelt. Weder die Finanzen der SNB noch des Staates drohen also in eine dauerhafte Schieflage zu geraten.

Konjunktur



REKORDÜBERNACHTUNGEN

Schweiz Logiernächte Hotellerie, in Mio.

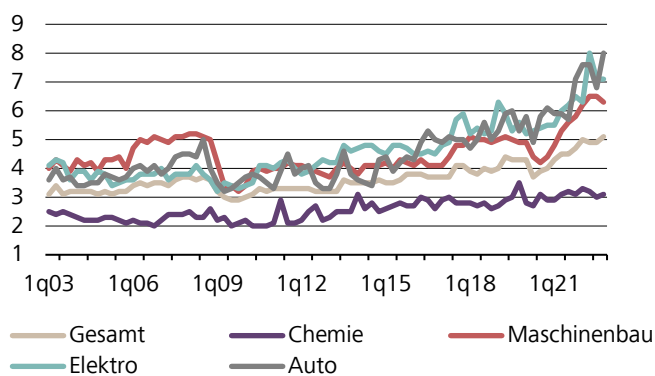


Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research



KOMFORTABLES AUFTRAGSPOLSTER

Eurozone-Industrie, Auftragsreichweite in Monaten

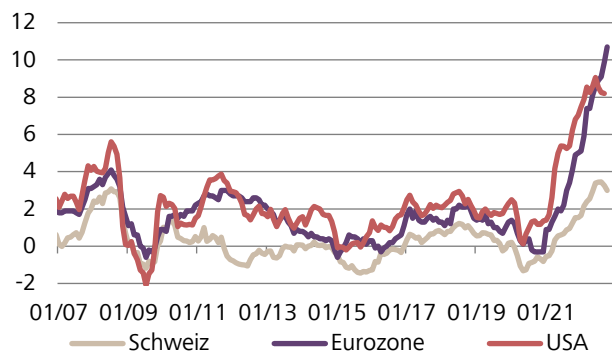


Quelle: EU-Kommission, Raiffeisen Economic Research



KONSUMENTENPREISE

In % gegenüber Vorjahr



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Noch nicht im Abwärtsszenario

Die Unternehmens- und Konsumentenstimmung ist im Zuge der Energiekrise und der emporschnellenden Inflation in Europa auf depressive Niveaus gefallen. Auch das SECO-Konsumentenvertrauen ist zuletzt weiter auf ein neues Rekordtief abgerutscht. Der private Konsum zeigt sich in der Schweiz aber bis in den Herbst hinein widerstandsfähig. Die Detailhandelsumsätze haben zum Ende des dritten Quartals sogar wieder Fahrt aufgenommen. Und die Logiernächte in der Schweizer Hotellerie verbuchten im Sommerquartal einen neuen Höchststand. Eine ähnliche Entwicklung verbuchten die südlichen Mitgliedsländer der Eurozone. Vor allem die italienische Wirtschaft konnte damit im dritten Quartal noch weiter deutlich zulegen. Auch deshalb ist die Eurozone, ungeachtet des kräftigen Gegenwindes von den explodierten Energiepreisen, noch nicht in eine Rezession gerutscht.

Neben den auslaufenden Aufholeffekten im Tourismus, zeigt sich aber auch die europäische Industrie bisher erstaunlich robust. Die Hersteller berichten in den letzten Monaten zwar von einem stark rückläufigen Auftragseingang. Dem ging allerdings ein rekordhoher Zuwachs des Auftragsvolumens voraus. Und die Auftragsreichweite ist in einigen Sektoren, wegen der anhaltenden Lieferengpässe, zuletzt sogar noch weiter angestiegen - womit die Unternehmen auch ihre Belegschaft weiter aufstocken.

Zudem helfen die zunehmenden Energiesubventionen und weniger extreme Grosshandelsgas- und -strompreise die Existenzängste etwas zurückzudrängen. Auch wenn die Zeichen weiter auf Rezession stehen, steigen damit die Chancen, dass die Energiepreiseffekte weniger dramatisch als befürchtet ausfallen. In der Schweiz hält der Bundesrat Unterstützungsleistungen weiter nicht erforderlich. Die Kostenbelastung der Unternehmen und die Kaufkraftverluste der Verbraucher seien aufgrund der viel niedrigeren Inflation hierzulande insgesamt verkraftbar.

Preispipeline unterschiedlich voll

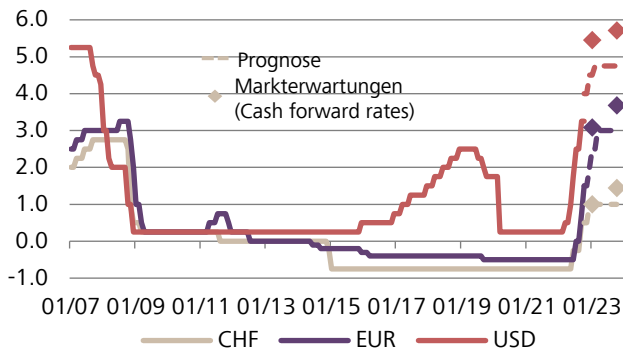
Während die Schweizer Inflation im Oktober den zweiten Monat in Folge stärker als erwartet auf 3.0% gesunken ist, schoss die Jahresrate in der Eurozone über die 10%-Marke hinaus. Neben einem erneut stärkeren Anstieg der Energiepreise, zeigt in der Eurozone auch der unterliegende Preistrend - im Gegensatz zur Schweiz - weiter nach oben. Und für die kommenden Monate signalisieren die Preiserwartungen kein Nachlassen des Preisdrucks.

In den USA melden die Unternehmen zuletzt hingegen weniger stark steigende Preise. Die Gas- und Strompreise weisen in den USA keinen ähnlichen Sprung wie in Europa auf. Und das Nachlassen der Lieferengpässe lässt speziell in den USA corona-bedingte Preisüberbreibungen bei einigen Gütern umkehren. Ohne eine stärkere Konjunkturabschwächung ist aber auch in den USA nicht von einer allzu raschen und vollständigen Normalisierung des Inflationsumfelds auszugehen.

Zinsen



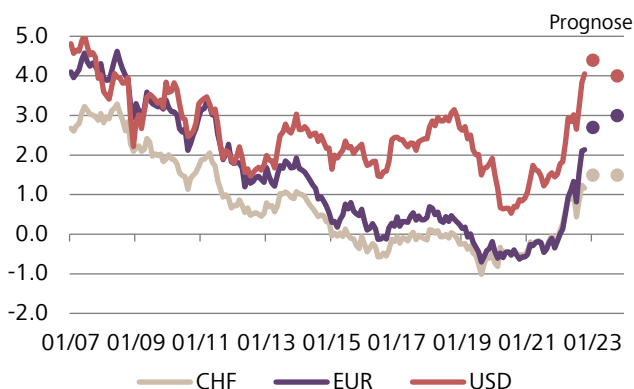
LEITZINSEN, IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



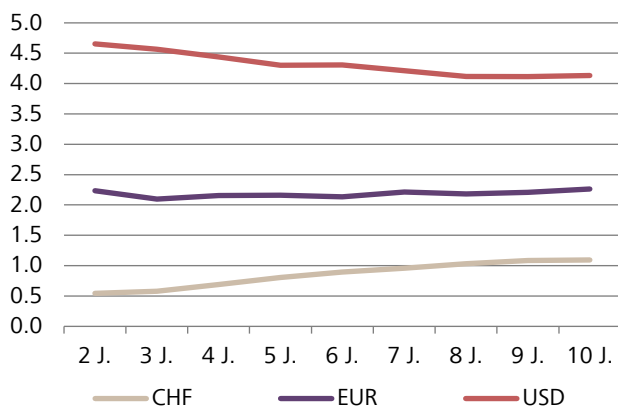
10-JAHRES-STAATSANLEIHEN, IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



ZINSKURVE (STAND: 09.11.22), IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Fed plant langsamer aber weiter zu gehen

Die amerikanische Notenbank lässt in ihren Bemühungen die Inflation einzufangen nicht nach. Die Fed-Funds-Zielrate wurde Anfang November zum vierten Mal in Folge um hohe 75 Basispunkte auf 3.88% angehoben. Nach diesem Sprint hält der Fed-Vorsitzende es zwar für angemessen das Tempo bei einer der nächsten Sitzungen zu drosseln. An eine Pause sei jedoch noch nicht zu denken. Aufgrund der bisher überschaubaren Abkühlung der US-Wirtschaft, und vor allem wegen des anhaltend heissen Arbeitsmarktes, hat Jerome Powell seine Erwartungen für den Endpunkt der Leitzinsen im Vergleich zum September sogar nochmals nach oben korrigiert. Powell bleibt viel besorgter über eine mögliche, zu wenig weitgehende geldpolitische Straffung, als über ein Überschiessen. Die entschlossene Fed-Rhetorik hat die 10-jährigen Treasury-Renditen wieder über der 4%-Marke stabilisiert.

EZB fährt noch stärker auf Sicht

Die EZB behält den Fuss ebenfalls auf dem Gaspedal. Nach dem zweiten 75-Basispunkte-Schritt bei der Oktober-Sitzung liegt der Einlagensatz bei 1.5%. Die Notenbank sieht damit bereits substantielle Fortschritte bei der Verringerung des geldpolitischen Stimulus. Angesichts des viel zu hohen Preisdrucks ist die Arbeit jedoch noch nicht beendet. Die EZB-Präsidentin ist sich auch nicht sicher, ob eine Normalisierung überhaupt ausreicht und nicht doch eine Straffung darüber hinaus notwendig sein wird, u.a. weil die zunehmenden Energiekostensubventionen die konjunkturellen Abwärtskräfte verringern und eine Preisberuhigung hinauszögern können. Aufgrund der im Vergleich zu den USA komplizierteren und nochmals unsichereren Aussichten, will die EZB allerdings noch stärker auf Sicht fahren und von Sitzung zu Sitzung auf Basis der Daten über weitere Schritte entscheiden. Trotz des etwas weniger energischen Tonfalls der jüngsten Lagebeurteilung, bleiben für die EZB auf Jahressicht mehrere weitere Zins-schritte eingepreist. Auch wir können uns ohne eine tiefe Rezession eine Straffung Richtung 3% gut vorstellen.

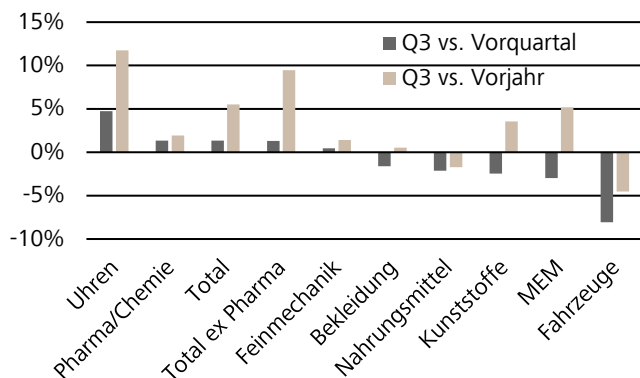
SNB will noch etwas nachsteuern

Die SNB hat bei der Leitzinserhöhung auf 0.5% im September weitere Schritte nicht ausgeschlossen. Die Direktoriumsmitglieder haben seitdem in ihren Äusserungen auch eine weitere notwendige Anpassung für Dezember angedeutet. Man ist nicht überzeugt, ob das mittelfristige Inflationsziel mit dem aktuellen Zinsniveau bereits eingehalten werden kann. Für noch etwas mehr präventives Eingreifen spricht u.a. der zuletzt wieder etwas schwächere Franken. Ohne Anzeichen für eine Beschleunigung der unterliegenden Inflation, bleibt der Handlungsdruck für die SNB aber nach wie vor vergleichsweise gering. Darüber hinaus besteht neben stärkeren Zinsanhebungen die Möglichkeit der importierten Inflation durch Devisenverkäufe entgegenzutreten. Dafür zeigt sich die SNB bei Bedarf auch bereit. Damit sehen wir in der Schweiz einen Leitzins von deutlich über 1% erst einmal weiterhin nicht für notwendig.

Schweizer Branchen



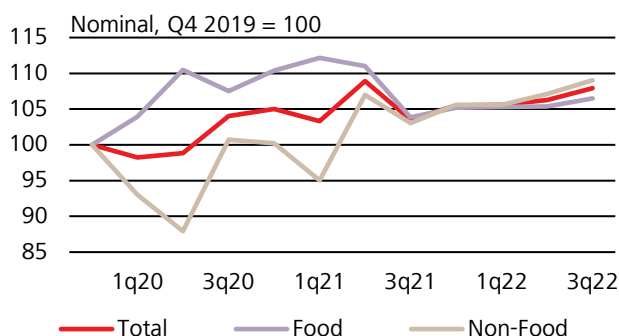
EXPORTWACHSTUM, IN %



Quelle: EZV, Raiffeisen Economic Research



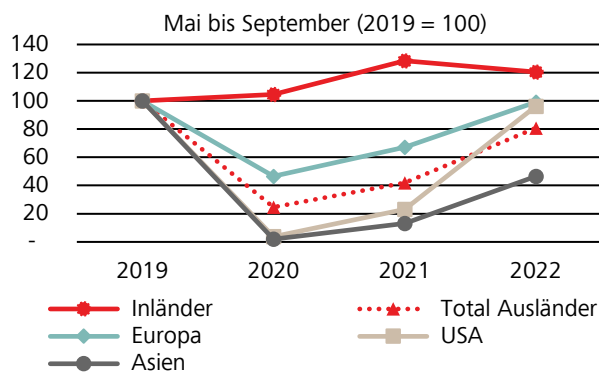
DETAILHANDELSUMSÄTZE



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research



LOGIERNÄCHTE, INDEXIERT



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

Einseitiger Exportanstieg

Das Wachstum der Schweizer Warenausfuhren hat sich dank dem Plus bei den beiden grössten Exportbranchen, Pharma und Uhren, auch im dritten Quartal fortgesetzt. Die Uhrenexporte sind besonders stark gestiegen, da sich die Verkaufszahlen in China nach dem corona-bedingten Einbruch im Frühsommer wieder massiv erholt haben. Im Vergleich zum Vorjahr hat der Umsatz aber auch in anderen grossen Märkten zugelegt, sowohl wert- als auch mengenmässig. In den meisten anderen Branchen waren die Ausfuhren zuletzt allerdings rückläufig, so z.B. in der zuvor stark wachsenden zyklischen MEM-Industrie. Wegen der sich abschwächenden globalen Konjunktur droht die Auslandsnachfrage im Allgemeinen weiter zu sinken. Der starke Exportrückgang in der Fahrzeugbranche wiederum ist nicht unmittelbar konjunkturgetrieben, sondern auf Schwankungen bei Grossaufträgen zurückzuführen.

Detailhandel wächst weiter

Beim Privatkonsum zeigen sich hingegen wenig bis keine Bremsspuren. Aufgrund der höheren Teuerung sind die Real-löhne dieses Jahr leicht gesunken. Aber dank Vollbeschäftigung und Zuwanderung bleibt die Konsumdynamik weiter robust, wie z.B. die Detailhandelsumsätze zeigen. Diese sind im dritten Quartal kräftig gestiegen, auch preisbereinigt. Anders als letztes Jahr steigen die Umsätze im Non-Food-Bereich nun schneller als im Food-Segment, wobei es aber grosse Unterschiede innerhalb der Warengruppen gibt. In der Heimelektronik und bei Sportartikeln hält der Boom laut Zahlen des BFS weiter an. Aber in der Do-it-yourself- und der Einrichtungssparte ist die starke Wachstumsdynamik dieses Jahr praktisch zum Erliegen gekommen. Derweil kommen die Umsätze im Bereich Bekleidung/Schuhe weiterhin kaum vom Fleck.

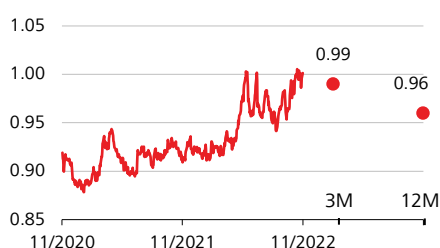
Touristen aus Asien kehren nur langsam zurück

Auch im Tourismus fiel die Bilanz zuletzt positiv aus, denn die Sommersaison war deutlich besser als im Vorjahr. Von Mai bis September trafen genauso viele Touristen aus Europa und den USA ein wie vor der Pandemie. Die Einheimischen zog es zwar wieder stärker ins Ausland, trotzdem verbrachten auch diesen Sommer wieder überdurchschnittlich viele Inländer ihren Urlaub in der Schweiz. Damit haben die Logiernächte das Vorkrisenniveau fast wieder erreicht, auch wenn das Minus bei den asiatischen Gästen weiterhin enorm ist. In China wird die Bevölkerung nach wie vor von Auslandsreisen abgehalten, während sich die Übernachtungszahlen von Gästen aus anderen asiatischen Ländern ebenfalls nur sehr langsam erholen. Ungeachtet dieses Potentials sind die Prognosen für 2023 wegen der Abkühlung der globalen Konjunktur dennoch eher zurückhaltend.

Währungen



PROGNOSE



EUR/CHF

Nach seiner monatelangen Talfahrt hat der Euro im Oktober zu einer Gegenbewegung angesetzt. Mit einem Plus von gut 2.3% notiert die Gemeinschaftswährung, erstmals seit Anfang Juli, wieder knapp unter Franken-Parität. Auslöser ist in erster Linie die Erwartung der Marktteilnehmer, dass die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen konsequenter anheben wird als die Schweizerische Nationalbank (SNB). Für eine nachhaltige Erholung des EUR/CHF-Kurses dürfte dies aber nicht reichen. Der Euro leidet aufgrund seines zyklischen Charakters stärker unter der sich abschwächenden Konjunkturdynamik als der Schweizer Franken. Unsere 12-Monatsprognose liegt bei 0.95 Franken.

USD/CHF

Obwohl sich die Konjunkturaussichten für die USA eingetrübt haben, wird die US-Notenbank Fed ihre Geldpolitik weiter straffen. Die Währungshüter werten die Kosten einer zu zaghaften Inflationsbekämpfung höher als die Kosten einer möglichen Rezession. Infolgedessen ist der US-Dollar im letzten Monat zeitweise bis auf 1.0148 Franken gestiegen: Das ist der höchste Stand seit 2019. Angesichts der strukturellen Ungleichgewichte in den USA ist eine weitere Aufwertung des «Greenback» aus unserer Sicht aber unwahrscheinlich. Darüber hinaus spricht die in der Schweiz deutlich tiefere Teuerungsrate für einen stärkeren Franken. Wir sehen den USD/CHF-Kurs auf Jahressicht bei 0.96.

EUR/USD

Der EUR/USD-Kurs hat sich zuletzt in einer Preisspanne zwischen 0.96 und 1.01 bewegt. Aufwind erhält die europäische Einheitswährung vor allem von der Geldpolitik. Angesichts der hohen Inflation erwarten die Anleger, dass die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Geldpolitik weiter straffen wird – diese hatte im Oktober das zweite Mal in Folge den Leitzins um 0.75% angehoben. Gegenwind schlägt dem Euro derweil von der Konjunkturseite entgegen. Während die Eurozone auf eine (technische) Rezession zusteuert, ist die wirtschaftliche Verfassung der USA aufgrund des starken Arbeitsmarktes relativ robust. In Summe rechnen wir für die nächsten Monate mit einer Seitwärtsbewegung des Währungspaares.

GBP/CHF

Das britische Pfund leidet unter der Konjunkturschwäche. Als zusätzlicher Belastungsfaktor erwiesen sich zuletzt die Pläne der Regierung die Wirtschaft mittels schuldenfinanzierter Steuersenkungen zu stützen. Diese zwangen die Bank of England (BoE) im Oktober zweimal ihr Not-Anleihekaufprogramm anzupassen und so einen Finanzkollaps abzuwenden. Das Eingreifen der Währungshüter sowie der Rücktritt von Premierministerin Liz Truss – mit ihr sind die Steuersenkungen vom Tisch – haben die Talfahrt des Pfund gestoppt. Unserer Meinung nach ist auf Seiten der britischen Valuta zu viel Negatives eingepreist. Wir haben daher unsere GBP/CHF-Prognosen etwas angehoben.

JPY/CHF*

Trotz der kontinuierlich steigenden Inflation (September: +3.0%) stemmt sich die Bank of Japan (BoJ) weiterhin gegen den globalen Trend hin zu einer restriktiveren Geldpolitik. Infolgedessen tendierte der japanische Yen gegenüber dem Schweizer Franken im vergangenen Monat abermals schwächer. Charttechnisch notiert dieser mittlerweile fast 10% unter seinem 200-Tagesschnitt. Wir gehen davon aus, dass die chronische Unterbewertung der japanischen Valuta mittelfristig etwas Auftrieb bescheren wird. Für eine echte Trendwende dürfte das allerdings nicht reichen. Wir haben unsere Prognosen für das Währungspaar JPY/CHF leicht nach unten revidiert.

* 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	2.3	-2.8	5.9	1.5	1.0
China	6.0	2.3	8.1	3.0	4.0
Japan	0.3	-4.8	1.9	1.5	1.0
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	5.5
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	1.00	1.00
EUR	-0.50	-0.50	1.50	2.00	3.00
USD	0.00-0.25	0.00-0.25	3.75-4.00	4.25-4.50	4.25-4.50
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	1.09	1.50	1.50
EUR (Germany)	-0.57	-0.18	2.26	2.70	3.00
USD	0.91	1.51	4.14	4.40	4.00
JPY	0.02	0.07	0.26	0.30	0.50

Wechselkurse (Jahresende)

	2020	2021	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
EUR/CHF	1.08	1.04	0.99	0.99	0.95
USD/CHF	0.89	0.91	0.98	0.99	0.96
JPY/CHF (x 100)	0.86	0.79	0.68	0.70	0.70
EUR/USD	1.22	1.14	1.01	1.00	0.99
GBP/CHF	1.21	1.23	1.14	1.15	1.20

Rohstoffe (Jahresende)

	2020	2021	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	52	78	95	100	95
Gold (USD/Unze)	1898	1829	1713	1800	1950

*09.11.2022

Raiffeisen Prognosen (II)



SCHWEIZ - DETAILPROGNOSEN

	2018	2019	2020	2021	Prognose 2022	Prognose 2023
BIP, real, Veränderung in %	2.9	1.2	-2.5	3.7	1.9	1.5
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
Arbeitslosenquote in %	2.6	2.3	3.2	3.0	2.2	2.2
Inflation in %	0.9	0.4	-0.8	0.6	3.0	2.5

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.