

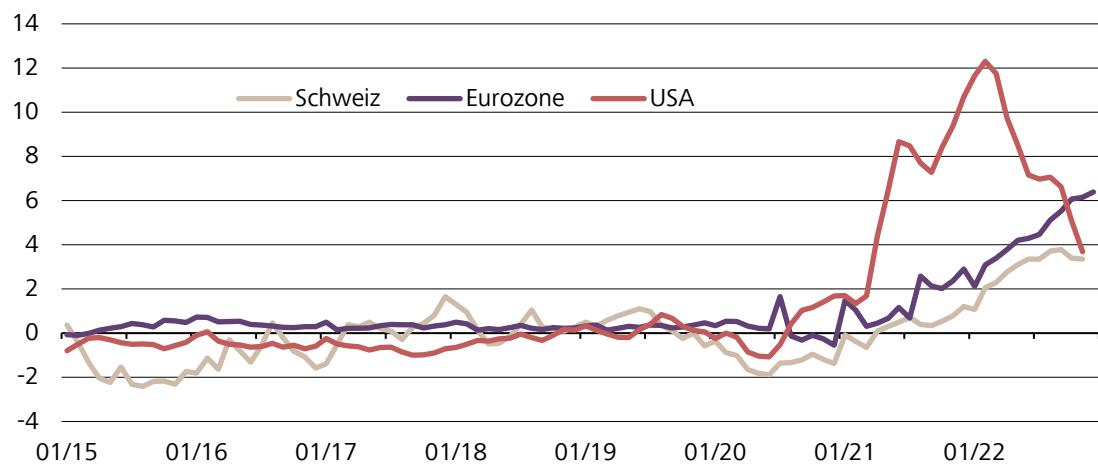
Konjunkturcheck

In den USA kühlt sich die Stimmung der Unternehmen von robusten Niveaus zusehends ab, während der Ausblick der europäischen Unternehmen deutlich weniger düster geworden ist. Dabei hilft nicht zuletzt das milde Winterwetter, das eine Energiemangellage immer unwahrscheinlicher macht. Auch die Schweizer Hersteller haben ihre Erwartungen für das erste Halbjahr wieder etwas weiter nach oben geschraubt. Gleichzeitig gehen sie von einer Abflachung der Inflation aus, was die geringen Risiken stärkerer Zweit rundeneffekte in der Schweiz unterstreicht. Damit sehen wir auch weiter gute Chancen, dass die SNB nach einem nochmaligen präventiven Zinsschritt im März nicht mehr unbedingt nachlegen muss, und vielleicht mehr mit weiteren Devisenverkäufen feinjustiert.



CHART DES MONATS: PEITSCHENEFFEKT BEI GÜTERPREISEN

Konsumentenpreise, Nicht-Energie-Güter, in % gegenüber Vorjahr



Quelle: Eurostat, BLS, Raiffeisen Economic Research

Die globalen Lieferketten wurden durch die Pandemie und anschliessend durch den Ukraine-Krieg für einen längeren Zeitraum aus dem Tritt gebracht und haben das Güterangebot dezimiert. Gleichzeitig hat der erzwungene Dienstleistungskonsumverzicht, zusammen mit den generösen staatlichen Hilfszahlungen an die Haushalte, die Güternachfrage angefacht. Dies hat allen voran in den USA zu Preisexzessen geführt. Gebrauchtwagen waren vorübergehend bei manchen Modellen teurer als die (nicht verfügbaren) Neuwagen.

Schliesslich lösen sich die Lieferengpässe aber immer mehr und zügiger auf. Speziell die Schifffrachtraten haben sich erstaunlich schnell wieder den Vor-Pandemie-Niveaus angenähert. Die wieder «normalere» Nachfrage lässt die Beschaffungskosten nun teilweise wieder sinken. Und die Endverbraucherpreise für Nicht-Energie-Güter geben in den USA ebenfalls deutlich nach. Dies lässt die zuvor aufgeblähte

Jahresrate mit dem sogenannten Peitscheneffekt zuletzt regelrecht purzeln. In Europa bleiben der Vorstufenpreisdruck und die Preiserwartungen bei den Unternehmen, wegen des später erfolgten heftigen Energiepreisschocks, bislang hingegen noch erhöht. Aber auch hier deutet sich zumindest das Erreichen des Höhepunkts an.

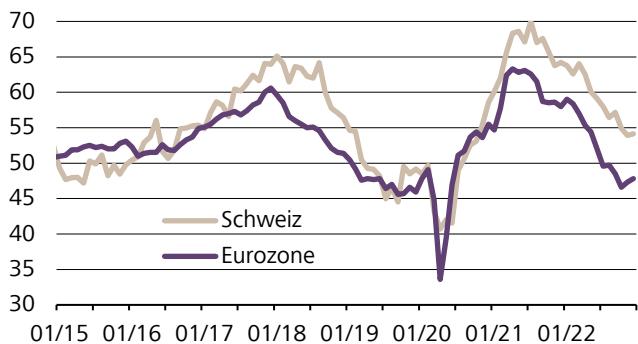
Anders sieht es derzeit noch bei der Dynamik der Dienstleistungspreise aus. Hier gibt es auch in den USA in vielen Bereichen noch unverändert starke Preiserhöhungen. Und viele Unternehmen wollen in den kommenden Monaten die vorangegangenen satten Einkaufspreisseiterungen noch auf ihre Kunden überwälzen. Zudem steigen die US-Löhne nicht mehr ganz so stark aber anhaltend kräftig an. Damit könnte das Tauziehen der Güter- und Dienstleistungspreise noch länger andauern und ein Erreichen des Inflationsziels, trotz rückläufiger Güterpreise, hinauszögern.

Konjunktur



EINKAUFSMANAGERINDIZES (PMIS)

Verarbeitendes Gewerbe, saisonbereinigt

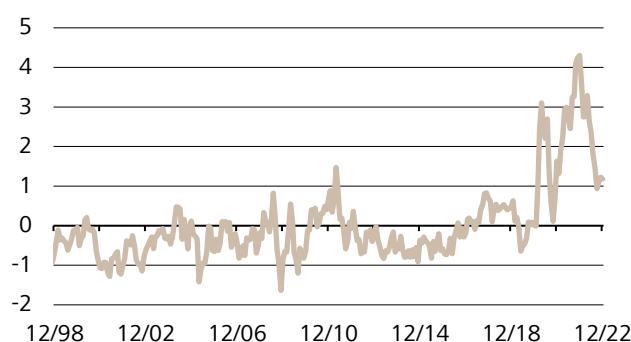


Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



LIEFERENPÄSSE NEHMEN ZÜGIG AB

Globaler Lieferkettenindex

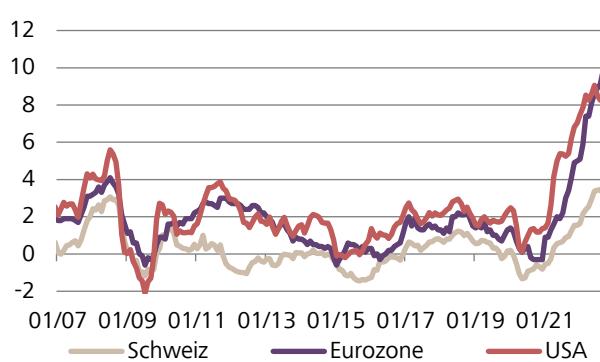


Quelle: New York Fed, Raiffeisen Economic Research



KONSUMENTENPREISE

In % gegenüber Vorjahr



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Gegenwind bläst weniger stark

Die Energiekrise und die hohe Inflation lasten nach wie vor schwer auf der europäischen Wirtschaft. Die Sorgen vor einem massiven Konjunkturabsturz haben zum Jahresende allerdings weiter nachgelassen. Zusätzlich zu vielerorts weitreichenden staatlichen Energiekostenhilfen, hat sich das Risiko einer Gas- bzw. Strommangellage in diesem Winter aufgrund der milden Witterung erheblich verringert - begleitet von einer starken Korrektur der Grosshandelsenergiepreise. Die Energiekosten bleiben bei vielen Unternehmen zwar der grösste Belastungsfaktor. Der Geschäftsausblick fällt jedoch nicht mehr so düster aus. Der Abwärtstrend beim Auftragseingang im Verarbeitenden Gewerbe schwächt sich ab. Zusammen mit den noch komfortablen Auftragsbeständen spricht dies gegen tiefere Einschnitte bei der Produktion. Zudem melden immer weniger Unternehmen noch weitreichende Beeinträchtigungen durch Lieferengpässe.

Dies gilt auch für die Schweizer Industrie. Die Hersteller berichten von einem schwächeren aber zumeist weiterhin positiven, realen Umsatzwachstum. Und die Zuversicht für das erste Halbjahr 2023 hat wieder leicht zugenommen. Lediglich in energieintensiveren Branchen wie Papier oder Metall bleiben die Aussichten trüber. Gleichzeitig wollen die Unternehmen sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor unverändert neues Personal einstellen. Insbesondere in der Schweiz ist damit zu Jahresbeginn keine stärkere Schrumpfung der Wirtschaftsleistung angezeigt. Wir erwarten nach gut 2% BIP-Wachstum in 2022 für dieses Jahr weiterhin ein, zwar deutlich bescheideneres, aber noch ordentliches Plus von 1%.

Milde Witterung verringert Preisdruck

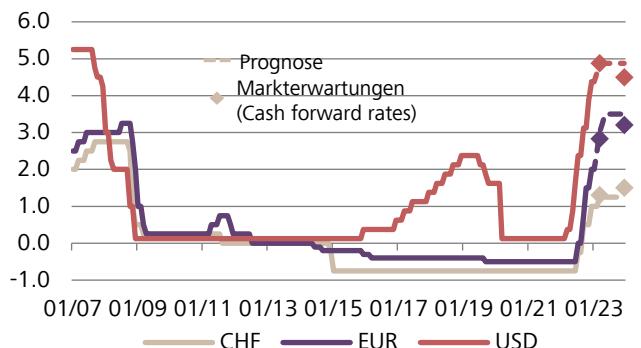
Die nachlassenden Lieferengpässe und die schwächere Nachfrage wirken sich währenddessen zunehmend dämpfend auf die Beschaffungskosten aus. Der geringere Vorstufenpreisdruck führt allen voran in den USA bei den zuvor emporgeschnellten Güterpreisen zu Korrekturen. Bei zahlreichen Dienstleistungen lässt nicht zuletzt der nach wie vor enge US-Arbeitsmarkt die Preisanstiege hingegen noch hoch ausfallen.

In Europa hält der vorausgegangene heftige Energiepreisschub den Preisdruck zum Jahreswechsel insgesamt noch höher. Aber auch hier dürfte der Höhepunkt der Inflation nahe oder bereits überschritten worden sein. Die Eurozone-Inflation ist von 10.6% im Oktober bis zum Jahresende auf 9.2% gesunken. Auch in der Schweiz hat sich der Abwärtstrend der Jahresrate im Dezember mit einem Rückgang auf 2.8% fortgesetzt. Im Januar sollte die Inflation, aufgrund der Anhebung der Stromtarife um durchschnittlich 27%, nochmals über die 3%-Marke springen. Danach lassen weniger hohe Preiserwartungen der Unternehmen hierzu lande aber ebenfalls einen kontinuierlichen Rückgang der Preisdynamik im Jahresverlauf erwarten.

Zinsen



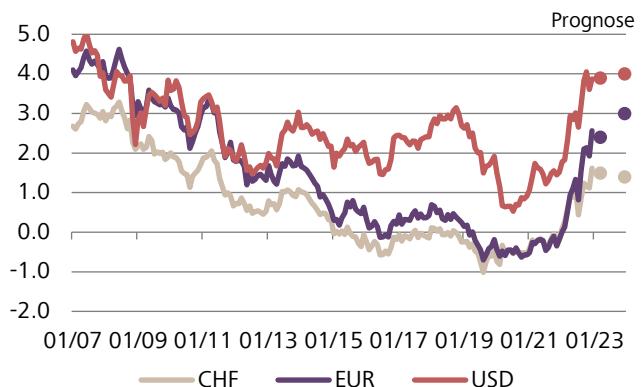
LEITZINSEN, IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



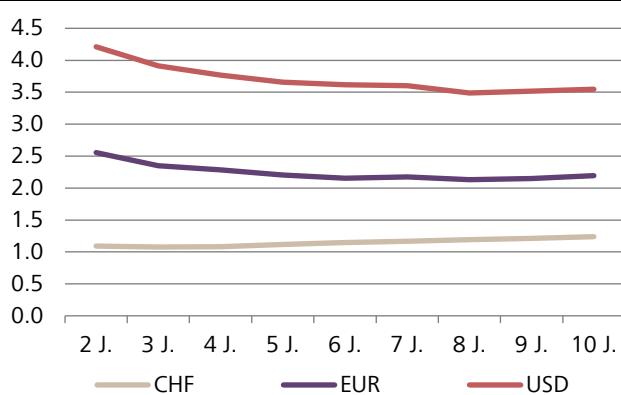
10-JAHRES-STAATSANLEIHEN, IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



ZINSKURVE (STAND: 11.01.23), IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Fed plant keine schnelle Zinsumkehr

Die amerikanische Notenbank hat aufgrund des nachlassenden Preisdrucks ihr Straffungstempo im Dezember ganz wie erwartet gedrosselt. Nach vier 75-Basispunkte-Erhöhungen in Folge wurde die Fed-Funds-Zielrate im Dezember um 50 Basispunkte auf 4.375% angehoben. Alleine der Peitscheneffekt bei den während der Pandemie in die Höhe geschossenen Güterpreisen, dürfte nach Einschätzung von Jerome Powell jedoch nicht ausreichen das Inflationsziel schnell zu erreichen. Und die jüngste Lockerung der Finanzierungskonditionen über steigende Aktienkurse, sinkende Risikoprämien und sinkende langfristige Zinserwartungen habe zudem einen Teil der Anstrengungen der Fed zunichte gemacht. Deshalb will die Fed derzeit die Zinsen zwar langsamer aber dafür sogar ein Stück weiter als noch im September erwartet anzuheben, ohne Pläne für darauffolgende schnelle Zinssenkungen. An den Zinsmärkten ist man jedoch offenbar nicht von einer beharrlichen Fed überzeugt. Ab dem zweiten Halbjahr 2023 werden weiterhin Zinssenkungen erwartet, was die langfristigen Treasury-Renditen dämpft.

EZB plant noch mehrere Anhebungen

Die EZB hat das Straffungstempo, ungeachtet des in der Eurozone noch höheren und breiteren Preisdrucks, ebenfalls verlangsamt. Sie erkennt jedoch ganz klar weiteren Handlungsbedarf an, und will bei den kommenden Sitzungen stetig und beträchtlich weiter nachlegen. Dies bedeutet noch mehrere geplante 50er-Schritte, solange die Eurozone-Wirtschaft nicht in eine tiefere Rezession rutscht – wonach es zuletzt immer weniger aussieht. Darüber hinaus soll bereits im März mit einer passiven Abschmelzung der Anleihebestände um monatlich 15 Mrd. Euro begonnen werden. Im Gegensatz zur Fed scheint die EZB derzeit gewillt die Zinsen noch ein gutes Stück weiter zu erhöhen, was vergleichsweise noch mehr Aufwärtspotenzial für die längerfristigen Zinsen in der Eurozone bedeuten sollte.

SNB gibt noch keine endgültige Entwarnung

Schliesslich hat auch die SNB den Leitzins vor dem Jahresende um weitere 50 Basispunkte auf nunmehr 1.0% angehoben. Um die importierte Inflation abzumildern hat die Nationalbank in den letzten Monaten zudem Devisenverkäufe vorgenommen. Obwohl die Schweizer Inflation zuletzt erfreulicherweise zurückgegangen ist, sieht die SNB mit dem aktuellen Zinsniveau mittelfristig eine Rückkehr ins Inflationszielband als noch nicht garantiert. Das Preisrisiko bleibe insbesondere wegen der hohen Inflation im Ausland auch hierzulande noch erhöht. Deshalb schliesst sie weitere Zinserhöhungen nicht aus. Da die neue SNB-Inflationsprognose zum Ende des mittelfristigen Prognosehorizonts auch leicht über dem Zielband bei 2.1% liegt, sehen wir die Bereitschaft für eine weitere präventive Zinserhöhung im März. Weisen danach aber die Preisdaten - wie von uns erwartet - keine Beschleunigung, sondern eine Abflachung auf, kann sich die SNB erst einmal wieder auf der Seitenlinie positionieren.

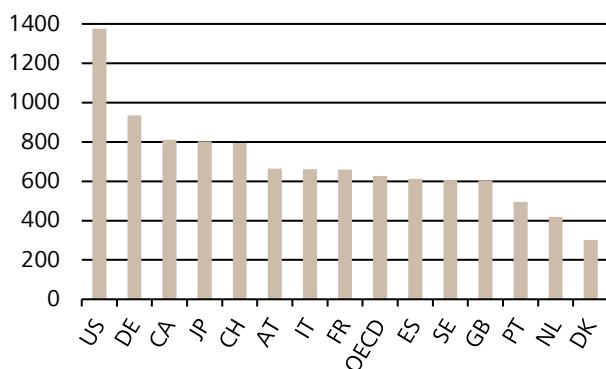
Schweizer Branchen - Fokus Pharma

Mit der globalen Konjunkturverlangsamung hat der Gegenwind für die Schweizer Exporte zugenommen. In vielen Branchen wachsen die Ausfuhren, wenn überhaupt, kaum noch. Im November sind die Exporte gar um rund 10% eingebrochen und damit auf das Niveau von Anfang 2022 zurückgefallen. Das Minus ist diesmal aber hauptsächlich auf den starken Rückgang bei den Medikamentenexporten in die USA zurückzuführen, die zuvor kräftig gestiegen waren. Derart grosse Schwankungen bei den Monatszahlen sind meistens durch Produktionszyklen bedingt und zeigen sich auch bei anderen Waren. Bei der Pharmabranche, die 40% der gesamten Schweizer Exporte ausmacht, fällt die Volatilität aber ungewöhnlich ins Gewicht.

Des Weiteren ist der Ausblick im Pharmasektor immer noch deutlich besser als in anderen Branchen. Der pandemiebedingte Umsatzschub hat zwar nachgelassen, die Nachfrage ist aber wenig konjunktursensitiv und wird von der Wachstumsabschwächung im Ausland kaum in Mitleidenschaft gezogen. Strukturelle Veränderungen, wie z.B. die Alterung der Bevölkerung sorgen zudem unverändert für Rückenwind. Die Risiken im lukrativen Pharmasektor betreffen hauptsächlich den mittel- und langfristigen Ausblick. Denn die Branche ist aufgrund der stetig steigenden Kosten im Gesundheitswesen grossem politischen Druck ausgesetzt. Die Medikamentenpreise werden weltweit stark reglementiert. Einzige Ausnahme sind die USA, wo die Preise deshalb deutlich höher sind. Das gilt insbesondere für neue und innovative Spezialmedikamente. Anders als z.B. in der Schweiz kann es in den USA auch noch Jahre nach der Markteinführung zu teils heftigen Preiserhöhungen kommen, auch bei weniger komplexen Arzneien. Die Pro-Kopf-Ausgaben für Medikamente betragen deshalb mehr als das Doppelte des Durchschnitts aller Industrieländer.

AUSGABEN FÜR MEDIKAMENTE

Pro Kopf, in kaufkraftbereinigten USD, per 2019



Quelle: OECD, Raiffeisen Economic Research

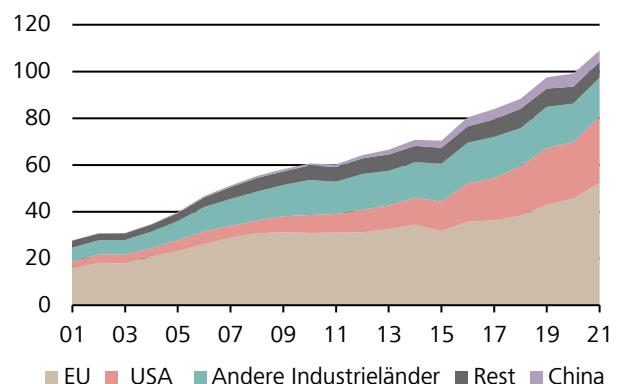
Die hohen Preise machen den wachsenden US-Markt besonders lukrativ, auch für Schweizer Pharma-Unternehmen. Diese haben ihre Exportvolumen in die USA in den letzten zehn Jahren von 8 auf 28 Mrd. USD vervielfacht, was rund 40% des gesamten Exportwachstums der Branche entspricht.

Allerdings weht der Branche durch den Gesetzgeber erstmals seit vielen Jahrzehnten nun auch in den USA stärkerer Wind entgegen. Die staatliche Krankenkasse für Senioren, Medicare, bekommt erstmals das Recht direkt Verhandlungen mit den Medikamentenherstellern zu führen, was die Preise drücken sollte. Die neuen Tarife treten ab 2026 in Kraft, wobei zunächst jedoch nur bei einer kleinen Anzahl von Medikamenten verhandelt wird, die Medicare besonders viel kosten. Schweizer Unternehmen sind bis auf weiteres nicht davon betroffen. Die zweite grosse Neuerung in der Regulierung tritt indes schon dieses Jahr in Kraft und betrifft alle Unternehmen. Die Verkaufspreise dürfen neu nicht mehr stärker steigen als das allgemeine Preisniveau, was derzeit von Jahr zu Jahr bei Tausenden von Medikamenten der Fall ist. Auch wenn als Reaktion darauf die Markteinführungspreise etwas steigen könnten, stellt die Massnahme insgesamt einen bedeutenden Einschnitt in die grosse Preisgestaltungsmacht der Pharmaunternehmen dar.

Insgesamt bleibt der US-Markt damit aber weiter deutlich weniger reguliert als derjenige anderer Länder. Weitere Massnahmen in den kommenden Jahren sind zwar nicht auszuschliessen. Eine weitgehende Angleichung zum europäischen Modell mit noch strikteren Preisvorgaben ist aber wenig wahrscheinlich, da den USA ansonsten der Verlust der Rolle als Innovationsweltmeister droht. Nichtsdestotrotz wird es für die Pharmabranche nun schwieriger, auf dem US-Markt ähnlich hohe Wachstumsraten zu erzielen wie in den vergangenen Jahren.

SCHWEIZER PHARMAEXPORTE

Nach Destination, in Mrd. USD



Quelle: BAZG, Raiffeisen Economic Research

Währungen



PROGNOSE



EUR/CHF

Der Euro hat gegen den Schweizer Franken im abgelaufenen Jahr 4.6% verloren. Im Dezember bewegte er sich in einer engen Bandbreite zwischen 0.9825 und 0.9923 Franken. Die Kursparität scheint mittlerweile einen harten Widerstand darzustellen. Dass die Europäische Zentralbank (EZB) ihren Leitzins im Dezember um 50 Basispunkte anhob, ging spurlos an der europäischen Einheitswährung vorbei. Zudem ist der Ausblick für 2023 alles andere als rosig, schliesslich ist durch die wirtschaftliche Abkühlung und die gestiegenen Zinsen die Gefahr einer Rezession angestiegen. Auf Sicht von 12 Monaten rechnen wir deshalb mit einem schwächeren Euro.

USD/CHF

Die Geldpolitik der US-Notenbank Fed bleibt restaktiv, auch wenn das Tempo etwas nachlassen dürfte. Obwohl der Höhepunkt der Inflation wahrscheinlich hinter uns liegt, befindet der aktuelle Wert immer noch weit über dem langfristigen Ziel der Währungshüter. Das hat den Wert des «Greenback» pro Franken im Dezember um 2.2% von 0.9457 auf 0.9245 gedrückt. Da sich die US-Wirtschaft aber in einer robusten Verfassung befindet, und die Zinsdifferenz für die US-Valuta spricht, gehen wir davon aus, dass der US-Dollar im Verlauf des Jahres wieder leicht aufwertet.

EUR/USD

Der Euro legte gegen den US-Dollar im Dezember um 2.9% zu und beendete das Jahr mit einem Wert von 1.0705. Da die konjunkturelle Entwicklung der Eurozone der US-Wirtschaft aber in vielerlei Hinsicht hinterherhinkt, rechnen wir nicht mit einer nachhaltigen Euro-Erhöhung. Zu ungewiss ist die künftige Entwicklung der Inflation in Europa, zu schmal der Grat zwischen weiter steigenden Zinsen und einem Abwürgen der Wirtschaft. Die Aussicht auf eine technische Rezession, also zwei Quartale mit negativem Wirtschaftswachstum in Folge, wird vom Markt zwar weitgehend erwartet, dürfte aber dennoch für Abgabedruck beim Euro sorgen.

GBP/CHF

Hohe Inflationsraten, Lohnforderungen und Streiks belasten die britische Wirtschaft und damit die Währung. Aufgrund dieser Unsicherheiten verlor das britische Pfund im Dezember gegenüber dem Franken 1.9%. Die Inflationsrate verharrt über 10% und macht derzeit wenig Anstalten nachzugeben. Die neue Regierung ist gefordert. Aber erst wenn sie Ergebnisse liefert, dürfte sich das Pfund erholen. Bis dahin bleibt es volatil. Aufgrund der chronischen Unterbewertung rechnen wir dennoch mit einer Aufwertung des GBP/CHF-Kurses im Jahresverlauf in Richtung 1.20.

JPY/CHF

Die Aussicht auf eine straffere Geldpolitik hat den japanischen Yen im Dezember gestärkt. Eine weniger starke Zinskurvensteuerung dürfte dem Yen auch im kommenden Jahr Auftrieb verleihen. Gut möglich, dass japanische Anleger ihre im Ausland investierten Gelder nach diesem Schritt zumindest teilweise repatriieren. Auf 12-Monatssicht erwarten wir eine Aufwertung des JPY/CHF-Kurs auf 0.74. Allerdings spricht die Zinsdifferenz zu anderen Leitwährungen immer noch gegen den japanischen Yen. Und erst wenn sich die Bank of Japan (BoJ) nachhaltig von der lockeren Geldpolitik löst, wird sich auch der Yen von seiner Unterbewertung befreien.

* mit 100 multipliziert

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office, Raiffeisen 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	1.0
Eurozone	1.3	-6.8	5.2	2.5	0.0
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	2.8	2.3
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	1.00	1.25	1.25
EUR	-0.50	-0.50	2.00	2.50	3.50
USD	0.00-0.25	0.00-0.25	4.25-4.50	4.75-5.00	4.75-5.00
JPY	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00

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

	2020	2021	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
CHF	-0.58	-0.15	1.23	1.50	1.40
EUR (Germany)	-0.57	-0.18	2.19	2.40	3.00
USD	0.91	1.51	3.53	3.90	4.00
JPY	0.02	0.07	0.51	0.50	0.75

Wechselkurse (Jahresende)

	2020	2021	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
EUR/CHF	1.08	1.04	1.00	0.99	0.95
USD/CHF	0.89	0.91	0.93	0.95	0.96
JPY/CHF (x 100)	0.86	0.79	0.71	0.72	0.74
EUR/USD	1.22	1.14	1.08	1.04	0.99
GBP/CHF	1.21	1.23	1.13	1.15	1.20

Rohstoffe (Jahresende)

	2020	2021	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	52	78	83	80	90
Gold (USD/Unze)	1898	1829	1881	1850	1950

*12.01.2023

Raiffeisen Prognosen (II)



BIP, real, Veränderung in %	2018	2019	2020	2021	Prognose 2022	Prognose 2023
Privater Konsum	2.9	1.2	-2.5	3.7	1.9	1.0
Staatlicher Konsum	0.6	1.4	-3.7	2.7	4.1	1.2
Ausrüstungsinvestitionen	1.0	0.7	3.5	2.7	1.2	-1.3
Bauinvestitionen	2.1	1.3	-2.5	4.0	1.9	2.0
Exporte	0.1	-0.8	-0.5	1.2	-4.3	-1.8
Importe	4.9	1.5	-6.0	11.2	3.9	2.7
Arbeitslosenquote in %	2.6	2.3	3.2	3.0	2.2	2.1
Inflation in %	0.9	0.4	-0.8	0.6	2.8	2.3

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 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 getätigten 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.