

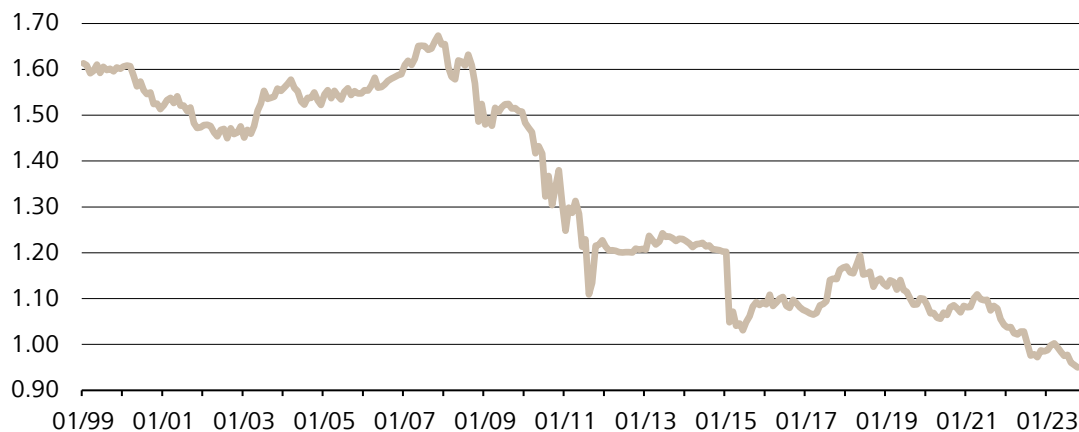
# Konjunkturcheck

Während die US-Wirtschaft im Sommer nochmals durchgestartet ist, stagniert Europa mehr oder weniger. Die anhaltende Konjunkturschwäche hat die EZB sichtlich zurückhaltender werden lassen. Die Latte für weitere Zinserhöhungen wurde viel höher gelegt. Auch in der Schweiz dürften die bevorstehenden administrierten Preiserhöhungen die SNB nicht gleich nochmals nachlegen lassen, da sich parallel dazu das allgemeine Preisumfeld immer entspannter zeigt – auch wegen des zeitweise rekordstarken Frankens.



## CHART DES MONATS: REKORDSTARKER FRANKEN

EUR/CHF-Wechselkurs



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Die EZB hatte im September ihre Leitzinsen nochmals um 25 Basispunkte angehoben, während die SNB überraschend pausierte. Die damit verbundene Ausweitung des Zinsabstands hat den Euro relativ attraktiver gemacht und den Franken kurzfristig etwas abwerten lassen. Die schwachen Konjunkturdaten aus der Eurozone und vor allem der Konflikt im Nahen Osten haben dem Franken als sicherer Hafen jedoch schnell wieder Auftrieb gegeben. Der Franken notierte gegenüber dem Euro zwischenzeitlich sogar so stark wie noch nie, bei einem Kurs von nur knapp über 0.94.

Damit nehmen unweigerlich die Sorgen über die negativen Folgen der starken Währung für den Schweizer Exportsektor zu. Der reine, nominale Wechselkurs allein sagt allerdings wenig über die Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit aus. Denn ein Hauptfaktor hinter der Bewegung des Wechselkurses ist die Inflationsdifferenz, also die Veränderung des Kaufkraftverhältnisses, zwischen den Währungsräumen. Die seit der Pandemie in der Eurozone viel stärker

gestiegenen Preise bedeuten dort erheblich höhere Kostensteigerungen bei den Herstellern als in der Schweiz. Beispielsweise sind die Preise für importierte Halbfertigprodukte zur weiteren Verarbeitung in Deutschland im letzten Jahr mit knapp 20% fast doppelt so stark angestiegen wie in der Schweiz. Die unterschiedliche Kostenentwicklung hat die Wechselkursentwicklung weitgehend ausgeglichen.

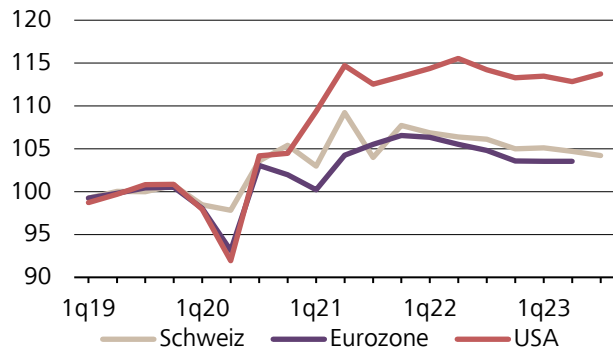
Deshalb waren in den letzten beiden Jahren kaum Klagen von den Unternehmen über die Franken-Stärke zu vernehmen. Dies lag nicht zuletzt auch daran, dass sich der mit Abstand wichtigste Faktor für den Geschäftsgang sehr positiv entwickelt hat, die Nachfrage. Nach dem Ende des Corona-Aufhol-Booms fallen die Geschäftserwartungen mittlerweile aber erheblich gedämpfter aus. Preiserhöhungen können, unabhängig von der Kostenentwicklung, nicht mehr so einfach durchgesetzt werden. Dabei wirkt sich nun auch jeder Rappen Wechselkursveränderung wieder stärker auf die Ertragslage aus, weshalb der Franken bei den Unternehmen jüngst wieder vermehrt zum Sorgenthema wird.

# Konjunktur



## DETAILHANDELSUMSÄTZE

Index (2019=100), real

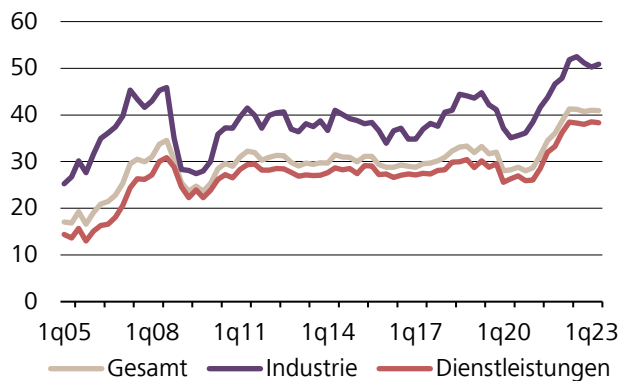


Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## ARBEITSKRÄFTEMANGEL

Schweizer Firmen mit Rekrutierungsschwierigkeiten, in %

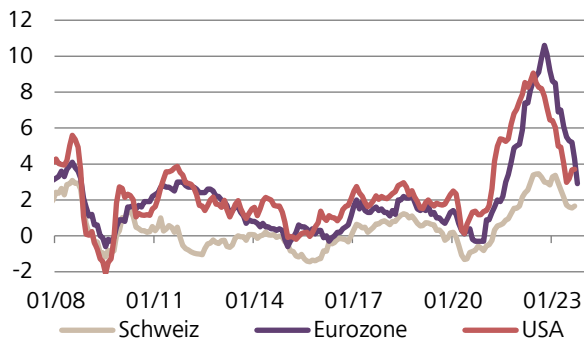


Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research



## KONSUMENTENPREISE

In % gegenüber Vorjahr



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### USA resistenter

Die USA bleiben der Fels in der Brandung der sonst eher stürmischen Weltwirtschaft. Gestützt durch den soliden Arbeitsmarkt entwickelt sich der US-Konsum bislang weiter ausserordentlich kräftig und lässt das BIP weit überdurchschnittlich wachsen, im dritten Quartal um annualisiert fast 5%. In Europa hat der private Verbrauch wegen der hohen Inflation stärker gelitten, auch wenn sich die Erholung der Tourismus- und Freizeitausgaben von der Pandemie während des Sommers noch fortgesetzt hat. Das Eurozone BIP ist insgesamt leicht um -0.1% geschrumpft. Eine sinkende Arbeitskräftenachfrage, wegschmelzende Überschusserparnisse und die höheren Zinsen sollten allerdings auch in den USA die Luft für den Konsum dünner werden lassen.

### Europa anfälliger

Die Industrie behauptet sich in den USA ebenfalls besser als in Europa, wo der Energiekostenschub eine zusätzliche Belastung für die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen bleibt. Die Stimmung der europäischen Unternehmen ist zuletzt zwar nicht weiter abgerutscht. Die Hersteller melden jedoch einen nahezu unverändert starken Rückgang der Auftragsgänge. Da die Auftragspolster inzwischen weitgehend abgearbeitet worden sind, gehen die Unternehmen für die kommenden Monate von einer sinkenden Produktionstätigkeit aus. Auch in der Schweiz wird insgesamt ein gedämpftes Umsatzwachstum erwartet. Die Gastronomie kann nicht mehr an die Dynamik der Vorquartale anknüpfen. Der Detailhandel spürt mehr Zurückhaltung vor allem bei grösseren Anschaffungen. Und wie in den Nachbarländern meldet vor allem das Verarbeitende Gewerbe eine negative Auftragsentwicklung. Die Arbeitskräftenachfrage hat sich damit merklich verringert. Viele Unternehmen versuchen aber, auch bei tendenziell zu viel Personal, einen Stellenabbau erst einmal zu vermeiden, um einer künftigen Personalknappheit vorzubeugen.

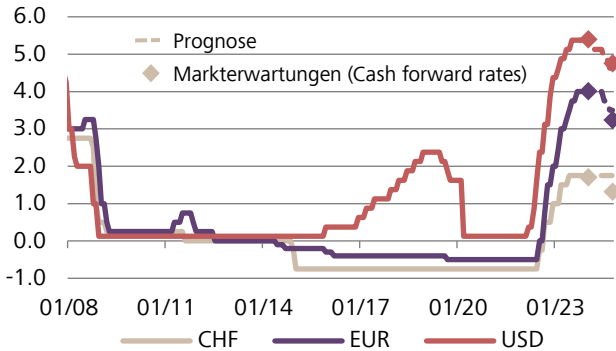
### Preisumfeld entspannter

Die globale Güternachfrageschwäche lässt die Lieferengpässe weiter abflauen. Damit bleibt die Entspannung bei den Beschaffungskosten auf Kurs, ungeachtet des höheren und stark schwankenden Ölpreises. Darüber hinaus können speziell die europäischen Dienstleister die Endverbraucherpreise, wegen des zunehmenden Preiswettbewerbs, nicht mehr so stark anheben. In den USA steht die solide Nachfrage hingegen einem schnelleren Rückgang der unterliegenden Preisdynamik mehr entgegen. In der Schweiz stehen zum Jahreswechsel mehrere verzögerte administrierte Preiserhöhungen an, allen voran bei den Mieten und beim Strom. Deshalb könnte die Inflationsrate vorübergehend nochmals über die 2%-Marke klettern. Abgesehen davon stellt sich das allgemeine Preisumfeld dank des starken Frankens und der moderaten Lohndynamik aber unverändert wesentlich entspannter dar als in den Nachbarländern.

# Zinsen



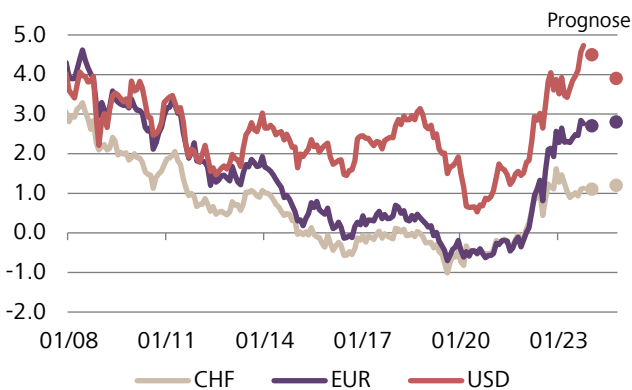
## LEITZINSEN, IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



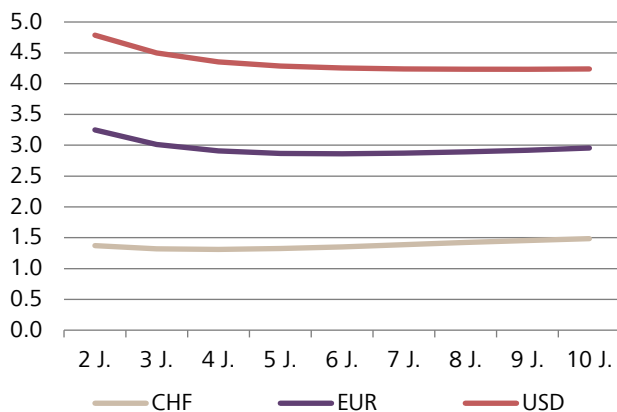
## 10-JAHRES-STAATSANLEIHEN, IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## ZINSKURVE (STAND: 07.11.2023), IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### Fed bleibt geduldig

Die amerikanische Notenbank hat im November zum zweiten Mal in Folge pausiert. Noch höhere Zinsen werden zwar nicht ausgeschlossen, wenn sich die Wirtschaft weiter stark überdurchschnittlich entwickelt. Die Fed stellt aber eine anhaltende Abkühlung bei der Preis- und Lohnentwicklung fest. Und die wohl vor allem wegen der soliden Konjunktur stark gestiegenen Kapitalmarktzinsen bedeuten eine weitere klare Straffung der Finanzierungsbedingungen. Zusammen mit den vorangegangenen drastischen Leitzinserhöhungen sollte dies dazu beitragen auch die US-Wirtschaft allmählich stärker abzubremsen. Damit kann die Fed geduldiger bleiben. Und wir gehen weiterhin eher davon aus, dass der Zinsgipfel in den USA bereits erreicht worden ist.

### EZB zuversichtlicher

Die EZB hatte im September, wegen der zu lange zu hohen Inflation, die Leitzinsen nochmals mit einer soliden Mehrheit um 25 Basispunkte angehoben. Dabei wurde die Latte für eine weitere Zinsstraffung jedoch, wegen der negativen Entwicklung der Konjunkturdaten, bereits viel höher gelegt. Bei der Oktober-Sitzung bestätigte die EZB ihre Einschätzung einer anhaltenden Konjunkturschwäche. Sie ist zuversichtlicher geworden, dass der Preisdruck kontinuierlich abebbt. Damit stimmte der EZB-Rat einstimmig für unveränderte Zinsen. Die EZB geht davon aus, dass das gegenwärtige Zinsniveau ausreichen sollte, um das Inflationsziel mittelfristig wieder erreichen zu können. Aufgrund des volatilen und strafferen Kapitalmarktzinsumfelds wurde im EZB-Rat zudem noch nicht über eine mögliche schnellere Abschmelzung der Anleihebestände diskutiert, was eine zusätzliche quantitative Straffung darstellen würde.

### SNB lässt Langfristzinsen sinken

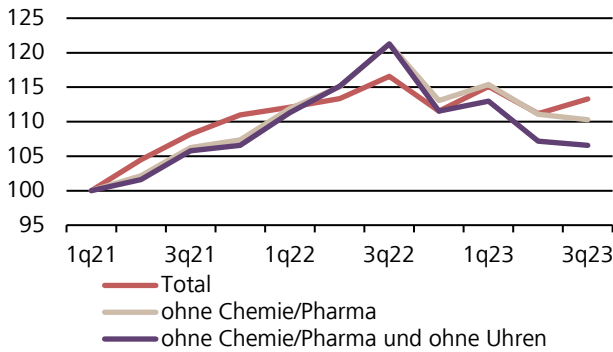
Dahingegen hat die SNB in den letzten Quartalen ihren Devisenberg schneller abgebaut. Die Devisenverkäufe haben geholfen die importierte Inflation in der Schweiz zusätzlich zu dämpfen. Da sich auch in der Schweiz der Konjunkturausblick deutlich eingetrübt hat, hat die SNB ihren präventiven geldpolitischen Pfad überraschend plötzlich verlassen und den Leitzins im September nicht weiter angehoben, sondern bei 1.75% belassen. Die neue mittelfristige Inflationsprognose liegt mit 1.9% jedoch nur knapp im Zielband und schliesst höhere Zinsen noch nicht ganz aus. Ohne ein Wiedererstarken des globalen Preisdrucks dürften die Chancen für ein Ende des SNB-Straffungszyklus, aufgrund des entspannten Preisumfelds hierzulande, allerdings gut stehen. Die Aussicht auf ein tiefer als ursprünglich erwartetes finales SNB-Leitzinsniveau hat die CHF-Langfristzinsen im Gegensatz zu den USA und zur Eurozone zuletzt sogar nach unten tendieren lassen. Der 10-Jahres-Swapsatz ist bis auf 1.6% gefallen, gegenüber einem Hoch von über 2.3% im letzten Herbst.

# Schweizer Branchen – Exportindustrie



## AUSFUHREN NACH BRANCHEN

Indexiert, Q1 2021 = 100

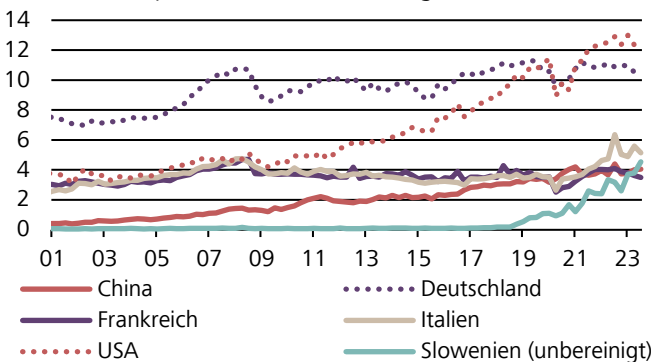


Quelle: BAZG, Raiffeisen Economic Research



## AUSFUHREN NACH ZIELLAND

In Mrd. CHF pro Quartal, saisonbereinigt

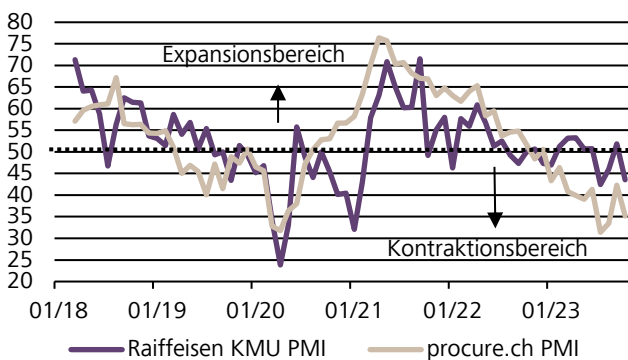


Quelle: BAZG, Raiffeisen Economic Research



## AUFTRAGSBESTAND IN DER INDUSTRIE

Einkaufsmanagerindizes (Auftragskomponente)



Quelle: procure.ch, Raiffeisen Economic Research

### Exportwirtschaft unter Druck

Die Schweizer Exporte nahmen im dritten Quartal um knapp 2% zu und übertrafen damit nach dem deutlichen Rückgang im Vorquartal wieder den Stand zu Jahresbeginn. Die Erholung ist jedoch einzig auf den starken Anstieg bei den chemischen-pharmazeutischen Produkten (+ 4.4%) zurückzuführen, die über die Hälfte der Exporte ausmachen. In den anderen Branchen waren die Ausfuhren insgesamt erneut rückläufig. In der Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie z.B. sanken die Ausfuhren nach einem Minus von 3% im zweiten Quartal um weitere 1%. Einen ebenfalls moderaten Rückgang gab es bei den zuletzt noch florierenden Uhrenexporten. Am schlechtesten entwickelten sich die Ausfuhren hingegen einmal mehr in der Papierbranche (-8.5%). Hier liegen die Aussenhandelsumsätze mittlerweile deutlich unter dem Niveau von vor der Pandemie, genau wie in anderen eher strukturschwachen Branchen, wie z.B. der Textil- oder Holzindustrie.

Das enorme Gewicht der Chemie- und Pharmabranche verzerrt auch das Bild zur Absatzentwicklung in den einzelnen Märkten. Das beste Beispiel dafür ist das 2-Millionen-Einwohner-Land Slowenien, das in wenigen Jahren zu einem der grössten Abnehmer von Schweizer Waren geworden ist, allerdings nur dank des konzerninternen Handels von Novartis. Der Pharmariese hat einen bedeutenden Teil der Produktion ins kleine Alpenland verlagert und betreibt dort zudem auch grosse Verteilzentren für den internationalen Transithandel. Im dritten Quartal nahmen die Ausfuhren nach Slowenien besonders stark zu (saisonbereinigt um knapp 20%) und übertrafen damit sogar erstmals die Exporte nach China (siehe Grafik). Demgegenüber nahm der Pharmaabsatz in Spanien und Italien, wo Novartis ebenfalls wichtige Standorte betreibt, fast eins zu eins ab.

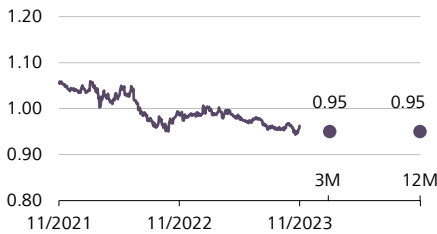
### Auch KMU im Abwärtssog

Über alle EU-Länder gesehen blieben die Schweizer Exporte nach dem Rückgang im Vorquartal nahezu unverändert. Der Ausblick ist aber nach wie vor nach unten gerichtet, denn Europa verharrt weiter in einer Industrieression, die mittlerweile vermehrt auch den Dienstleistungssektor in Mitleidenschaft zieht. Die Auftragslage der Schweizer Industrieunternehmen hat sich bereits deutlich verschlechtert, besonders bei den grossen Unternehmen, die in der Regel stark auf das Exportgeschäft ausgerichtet sind. Bei den kleinen und mittelgrossen Betrieben sind die Auftragsbestände aber ebenfalls rückläufig, wie der KMU PMI von Raiffeisen zeigt.

# Währungen

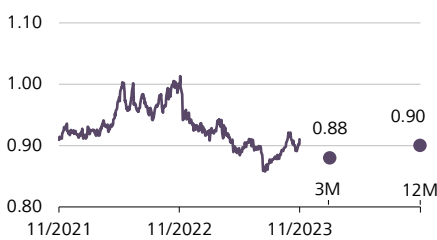


## PROGNOSE



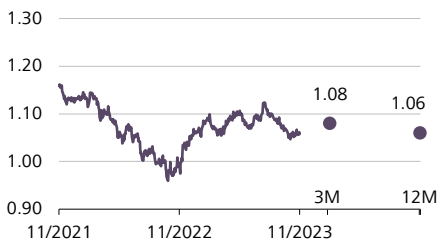
### EUR/CHF

Der Euro hat im Oktober gegenüber dem Schweizer Franken eine Achterbahnfahrt hingelegt. Mit dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten büsste die Gemeinschaftswährung zunächst an Wert ein und tauchte auf ein Allzeittief von 0.9417, weil Anleger in den sicheren Schweizer Franken flüchteten. Aufgrund der anschließenden Erholung resultierte auf Monatsicht ein Minus von nur noch einem halben Prozent. An unserer Prognose einer Seitwärtsbewegung halten wir aufgrund der sich abkühlenden Konjunkturdynamik fest.



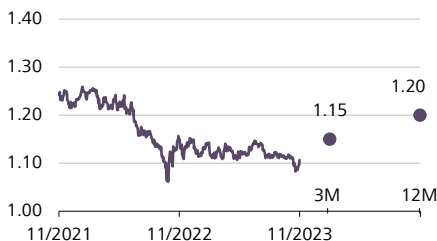
### USD/CHF

Die US-Wirtschaft befindet sich in einer beneidenswert robusten Verfassung. Vor allem der Konsum stützt gegenwärtig die Konjunktur. Dennoch hat auch der US-Dollar seinen seit dem Sommer anhaltenden Aufwärtstrend gegenüber der Schweizer Valuta aufgrund der gestiegenen geopolitischen Unsicherheiten unterbrochen. Hinzu kommt, dass der Zinsgipfel erreicht ist, was weiteres Aufwärtspotenzial limitiert. Unter dem Strich resultiert im Oktober ein leichtes Minus. Wir gehen davon aus, dass die gestiegenen Zinsen die US-Wirtschaft einbremsen und künftig den «Greenback» schwächen werden.



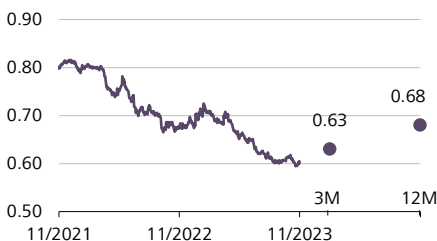
### EUR/USD

Der EUR/USD-Kurs bewegte sich im Oktober in einem Zickzack-Kurs seitwärts. Die Aussichten sind sowohl für den Dollar, als auch den Euro bescheiden. Während die Wirtschaft der Eurozone im dritten Quartal schrumpfte und damit den Weg in eine Rezession ebnete, hat die US-Konjunktur diese noch vor sich. Grund sind die stark gestiegenen Zinsen, welche die Wirtschaftsentwicklung bremsen. Die Einkaufsmangerindizes, die als vorlaufende Indikatoren gelten, prognostizieren bereits eine Kontraktion der US-Wirtschaft. Wir erachten den Euro als kurzzeitig überverkauft und rechnen mit einer leichten Gegenbewegung.



### GBP/CHF

Das britische Pfund hat im abgelaufenen Monat gegenüber dem Schweizer Franken zeitweise fast 3.5% eingebüsst. Ende Monat resultiert ein Minus von 1%. Grund ist die hartnäckige Inflation von über 6%, gepaart mit einer stagnierenden Wirtschaft. Damit ist der Grat der Bank of England (BoE) zwischen Bekämpfung der Teuerung und Abwürgen der Konjunktur besonders schmal. Dennoch gehen wir davon aus, dass das Pfund Sterling Aufwärtspotenzial besitzt.



### JPY/CHF\*

Der Trend scheint ungebrochen: Der japanische Yen hat gegenüber dem Schweizer Franken im Oktober rund 2% verloren. Zeitweise notierte er unter 0.6 und markierte damit ein weiteres Allzeittief. Seit Anfang Jahr summiert sich das Minus damit auf fast 15%. Grund ist die anhaltend lockere Geldpolitik der Bank of Japan (BoJ) – die niedrigen Zinsen drücken den Wert der Währung. Wir gehen davon aus, dass die BoJ die Zügel in den kommenden Monaten straffen wird, was den Yen stärken dürfte.

\* mit 100 multipliziert

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

# Raiffeisen Prognosen (I)



## KONJUNKTUR

### BIP (Durchschnittliches jährliches Wachstum in %)

	2020	2021	2022	Prognose 2023	Prognose 2024
Schweiz	-2.1	5.4	2.6	1.0	0.8
Eurozone	-6.8	5.2	3.4	0.5	-0.1
USA	-2.2	5.8	1.9	2.2	0.5
China	2.3	8.1	3.0	5.0	4.5
Japan	-4.3	2.4	1.1	1.7	1.0
Global (PPP)	-2.8	6.3	3.5	2.8	2.3

### Inflation (Jahresdurchschnitt in %)

	2020	2021	2022	Prognose 2023	Prognose 2024
Schweiz	-0.7	0.6	2.8	2.3	1.8
Eurozone	0.3	2.6	8.4	5.5	2.0
USA	1.2	4.7	8.0	4.0	2.5
China	2.5	0.9	2.0	0.5	1.5
Japan	0.0	-0.3	2.5	3.1	1.5



## FINANZMÄRKTE

### Leitzinsen (Jahresende in %)\*

	2021	2022	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
CHF	-0.75	1.00	1.75	1.75	1.75
EUR	-0.50	2.00	4.00	4.00	3.50
USD	0.00-0.25	4.25-4.50	5.25-5.50	5.25-5.50	4.75-5.00
JPY	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00

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

	2021	2022	Aktuell**	Prognose 3M	Prognose 12M
CHF	-0.15	1.58	1.15	1.10	1.20
EUR (Deutschland)	-0.18	2.57	2.69	2.70	2.80
USD	1.51	3.87	4.61	4.50	3.90
JPY	0.07	0.41	0.89	0.80	0.90

### Wechselkurse (Jahresende)

	2021	2022	Aktuell**	Prognose 3M	Prognose 12M
EUR/CHF	1.04	0.99	0.96	0.95	0.95
USD/CHF	0.91	0.92	0.90	0.88	0.90
JPY/CHF (x 100)	0.79	0.71	0.60	0.63	0.68
EUR/USD	1.14	1.07	1.07	1.08	1.06
GBP/CHF	1.23	1.12	1.11	1.15	1.20

### Rohstoffe (Jahresende)

	2021	2022	Aktuell**	Prognose 3M	Prognose 12M
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	78	86	84	88	80
Gold (USD/Unze)	1829	1824	1965	2000	2070

\*jeweils der für die Geldmarktzinsen relevante Leitzins (SNB-Einlagensatz, EZB-Einlagensatz, Zinskorridor für Fed-Funds-Zielrate)

\*\*07.11.2023

## Raiffeisen Prognosen (II)



SCHWEIZ - DETAILPROGNOSEN

	2019	2020	2021	2022	Prognose 2023	Prognose 2024
<b>BIP, real, Veränderung in %</b>	<b>1.2</b>	<b>-2.1</b>	<b>5.4</b>	<b>2.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>
Privater Konsum	1.2	-3.4	1.8	4.2	1.9	0.8
Staatlicher Konsum	0.8	3.8	3.3	-0.8	-0.3	-0.2
Ausrüstungsinvestitionen	1.8	-1.5	5.9	4.5	2.8	1.4
Bauinvestitionen	-0.9	-1.0	-3.1	-5.5	-1.5	0.5
Exporte	1.6	-5.2	13.8	5.9	5.2	2.1
Importe	2.8	-3.2	5.7	6.2	5.9	2.3
<b>Arbeitslosenquote in %</b>	<b>2.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>
<b>Inflation in %</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>

## Herausgeber

Raiffeisen Economic Research  
Fredy Hasenmaile, 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.