

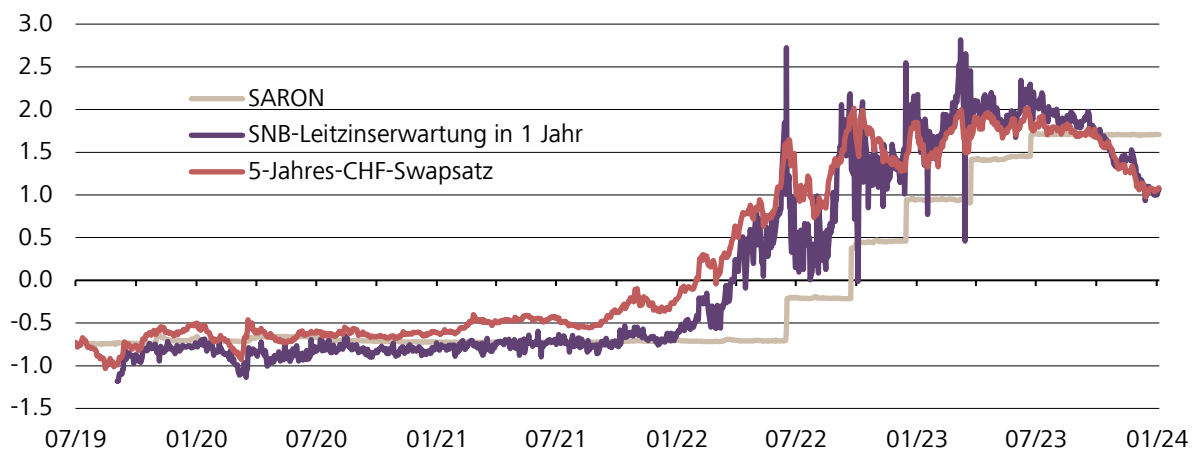
Konjunkturcheck

Die Stimmung der europäischen Unternehmen und Verbraucher hat sich vor dem Jahreswechsel stabilisiert. Vor allem in der Industrie bleibt der Geschäftsausblick jedoch stark eingetrübt. Dagegen kann sich der Dienstleistungssektor dank des widerstandsfähigen Arbeitsmarktes deutlich besser behaupten. Während in der Schweiz administrierte Preissteigerungen die Lohnzuwächse auffressen, stabilisiert die stärkere Korrektur der Inflation die Kaufkraft in der Eurozone und den USA, und lässt die EZB und die Fed allmählich über Zinssenkungen nachdenken.



CHART DES MONATS: AMBITIONIERTE ZINSENKUNGSERWARTUNGEN

Schweizer Zinssätze in %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Die Schweizerische Nationalbank hat ihren Leitzins bei der vierteljährlichen geldpolitischen Sitzung im Dezember erneut unverändert bei 1.75% belassen. Die SNB vergütet den Leitzins auf den Grossteil der hohen Sichteinlagen der Banken bei ihr, welche durch die massiven Devisenkäufe gegen Franken seit der Finanzkrise entstanden sind. Mit dem Einlagenzins und zusätzlichen Geldmarkttransaktionen zu ähnlichen Konditionen hält die Notenbank den Tagesgeldsatz SARON nahe beim Leitzins, zuletzt stabil etwas darunter bei 1.70%.

Obwohl der Leitzins seit Juni unverändert geblieben ist, und somit auch die Konditionen für SARON-Hypotheken, haben die Zinssätze für längerfristige Festhypotheken erheblich nach unten korrigiert. Dies liegt an den Leitzinserwartungen für dieses und die kommenden Jahre. Im Gegensatz zum Tagesgeldsatz reagieren die Konditionen für Kredite mit einem fixen Zinssatz nicht erst auf tatsächliche Änderungen des SNB-Leitzinses, sondern spiegeln wider, was am Finanzmarkt gerade für ein durchschnittliches Zinsniveau für die jeweilige Laufzeit erwartet wird.

Das SNB-Direktorium hält das Leitzinsniveau derzeit zwar für angemessen und diskutiert noch nicht über mögliche Zinssenkungen. Mit der Entspannung an der Inflationsfront wird innerhalb der EZB und der Fed hingegen bereits offen über eine Umkehr des Zinszyklus im Verlauf des Jahres gesprochen. Dies hat die Leitzinserwartungen massiv gedrückt, im Sog auch für die Schweiz. Auf Jahressicht ist aktuell bereits ein SNB-Leitzins von nahezu 1.0% eingepreist. Entsprechend sind die Refinanzierungskonditionen der Banken für Festhypotheken, die Swap-Sätze, nahezu im Gleichschritt gefallen. Festhypotheken sind deshalb meist günstiger geworden als SARON-Hypotheken.

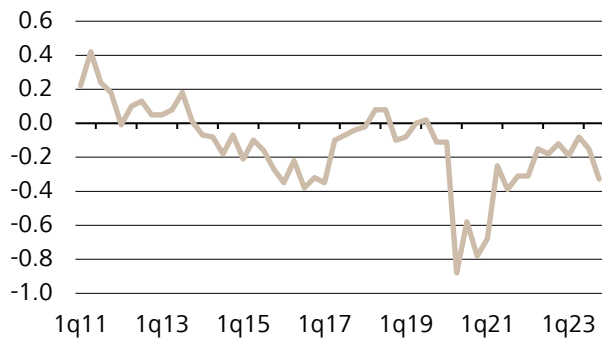
Damit sind aber eben schon einige SNB-Zinssenkungen einkalkuliert. Lockert die SNB nicht ganz so schnell wie jüngst erwartet, wovon wir in unserem Basisszenario ausgehen, können die Swap-Sätze in den kommenden Monaten sogar wieder etwas höher liegen. Für nochmals deutlich niedrigere Langfristzinsen bräuchte es hingegen wohl schon eine Konjunkturkrise mit raschen Notzinssenkungen.

Konjunktur



KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

Geschäftskontakte der SNB, Index

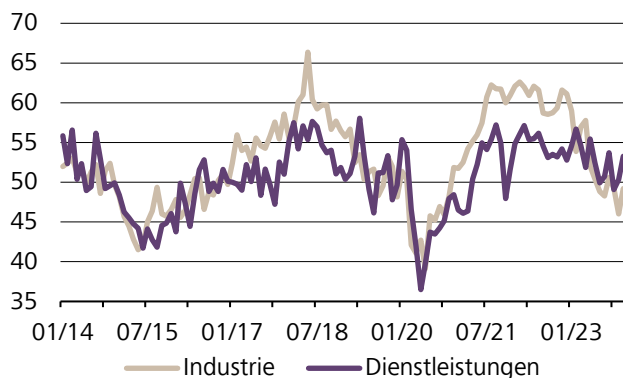


Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research



ARBEITSMARKT

Schweizer Einkaufsmanagerindizes (PMIs), Beschäftigung

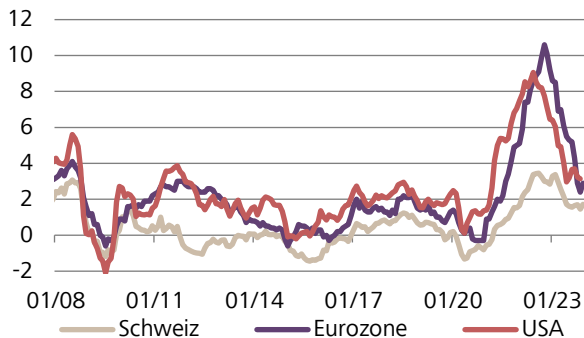


Quelle: procure, Raiffeisen Economic Research



KONSUMENTENPREISE

In % gegenüber Vorjahr



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Zu hohe Kapazitäten

Die Stimmung in der europäischen Industrie hat sich zum Jahresende stabilisiert. Die Auftragseingänge bleiben allerdings nach wie vor stark rückläufig. Auch in der Schweiz schmelzen die Auftragsbestände bei gleichzeitig meist gut gefüllten Lagern weiter ab. Insbesondere die Nachfrage aus Europa und ebenfalls aus China fallen gedämpft aus. Die Kapazitätsauslastung sinkt deshalb mittlerweile deutlich und man wartet bei Investitionsvorhaben eher ab. Zudem planen mehr Hersteller einen Beschäftigungsabbau, bislang jedoch nur in einem bescheidenen Umfang.

Robuster Konsum

Besser behauptet sich unverändert der Dienstleistungssektor. Hier werden weiterhin deutlich steigende Umsätze gemeldet, bei gleichzeitig noch steigendem Personalbedarf. Um ausreichend Personal zu gewinnen bzw. zu halten wollen speziell Gastbetriebe dieses Jahr die Löhne stärker erhöhen. In der Industrie fallen die Anpassungen wegen des eingetrübten Geschäftsumfelds hingegen deutlich moderater aus. Die Geschäftskontakte der SNB haben vor dem Jahreswechsel über die Branchen hinweg Lohnerhöhungspläne von durchschnittlich knapp 2% für 2024 gemeldet, etwas unter dem Wachstum vom Vorjahr. Damit winkt dieses Jahr erneut kein Realeinkommenszuwachs. Dies drückt die Kauflaune. Allzu sehr scheinen sich die Schweizer Konsumenten jedoch nicht einzuschränken. Die Kartenzahlungsumsätze erreichten im Detailhandel im Dezember ein Rekordhoch. Preisbereinigt fiel der Umsatzzuwachs zwar nur moderat aus. Dennoch zeigt sich der Detailhandel zufrieden mit dem Weihnachtsgeschäft. Dies gilt umso mehr für die Bergbahnen, die wesentlich besser in die Wintersaison gestartet sind als im letzten Jahr, als warme Temperaturen nach Weihnachten viele Skilifte in tieferen Lagen zum Stillstand zwangen, und die Feriensaison aufgrund von mehr Feiertagen am Wochenende kürzer ausfiel.

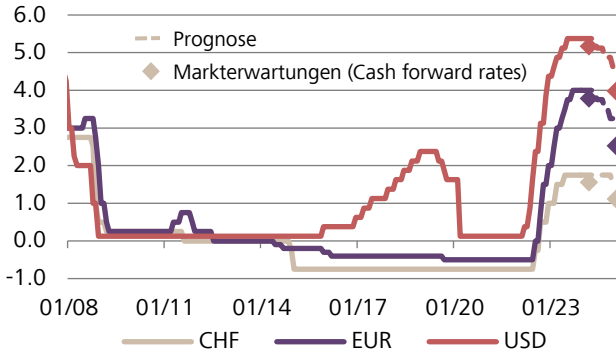
Inflation im Zaum

In den USA und der Eurozone wiesen die Inflationsmasse vor dem Jahresende eine wesentlich niedrigere Dynamik als in den Vorquartalen auf. Das zuletzt noch deutlich erhöhte Lohnwachstum dürfte jedoch vor allem im Dienstleistungssektor die Normalisierung der Preisdynamik bremsen. Dies legen jedenfalls überdurchschnittliche und zuletzt wieder höhere Verkaufspreiserwartungen der Dienstleister nahe. In der Schweiz stellt sich das Preisumfeld währenddessen unverändert entspannter dar. Es gibt zwar mehrere verzögerte administrierte Preisanhebungen. Abgesehen davon weisen zahlreiche andere Preiskategorien aber wieder eine langsamere Gangart auf. Trotz der Mehrwertsteuer-Erhöhung wollen die Schweizer Unternehmen die Preise rund um den Jahreswechsel nur moderat anheben.

Zinsen



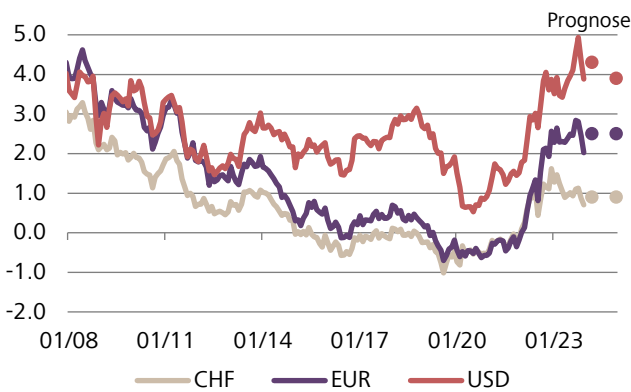
LEITZINSEN, IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



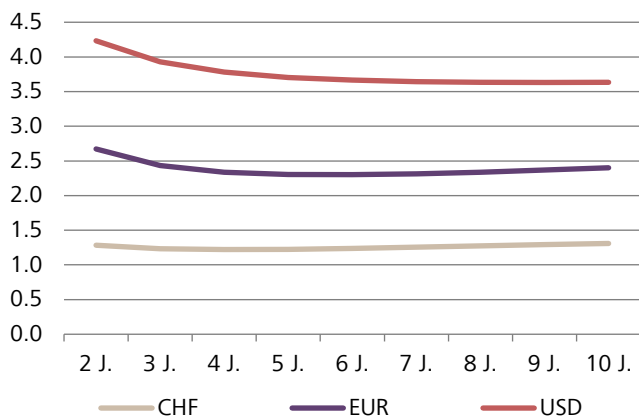
10-JAHRES-STAATSANLEIHEN, IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



ZINSKURVE (STAND: 11.01.2024), IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Fed zeigt sich beeindruckt

Die Fed plant keine Zinserhöhungen mehr. Aufgrund des anhaltenden Abwärtstrends bei der Inflation, gehen die FOMC-Mitglieder, trotz der gleichzeitig anhaltend robusten Konjunktur, derzeit sogar von Zinssenkungen von insgesamt 75 Basispunkten bis Ende 2024 aus. Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell will mit einer Lockerung nicht warten bis die Inflation bei 2% ist, solange die Daten in die richtige Richtung zeigen – zumal das hohe Leitzinsniveau von 5.375% mittlerweile immer höhere Realzinsen bedeutet. An den Zinsmärkten geht man von noch aggressiveren Zinssenkungen bereits ab März aus. Dies hat dem Abwärtstrend bei den Kapitalmarktzinsen vor dem Jahreswechsel einen weiteren Schub verliehen. Nicht zuletzt angesichts des noch soliden Arbeitsmarkts und privaten Verbrauchs erscheint die Korrektur am langen Ende mittlerweile aber weit, vielleicht sogar etwas zu weit fortgeschritten zu sein.

EZB will wachsam bleiben

Die EZB geht bereits seit September davon aus, dass das gegenwärtige Zinsniveau ausreichen sollte, um das Inflationsziel mittelfristig wieder erreichen zu können. Bei der Lagebeurteilung im Dezember wurde der schneller als erwartete Rückgang der Inflation stärker gewürdigt. Allerdings gibt sich die EZB, trotz der deutlich schwächeren Konjunktur als in den USA, wachsender als die Fed. Vor allem wegen der erhöhten Lohnkostensteigerungen will EZB-Präsidentin Christine Lagarde noch viel mehr Daten sehen, welche eine nachhaltige Inflationsberuhigung bestätigen. Dies spricht eher gegen eine allzu schnelle Umkehr des Zinszyklus. Mehrere EZB-Ratskollegen können sich bei einer Fortsetzung der Preisberuhigung aber ab der Jahresmitte eine erste Zinssenkung vorstellen, wovon auch wir im Basisszenario ausgehen.

SNB ausgeglichener

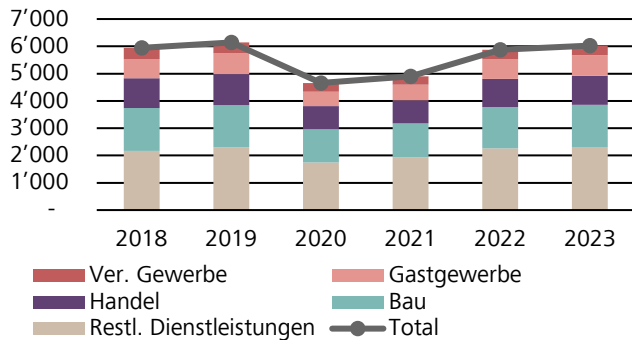
Auch die SNB sieht schliesslich ausgeglichener Preisrisiken. Damit hat sie bei der Dezember-Sitzung ihre Straffungsneigung aufgegeben. Sie spricht nicht mehr explizit von möglichen weiteren Zinserhöhungen. Die neue mittelfristige SNB-Inflationsprognose liegt mit 1.6% sichtlich unter dem Wert von 1.9% vom September, und somit auch klarer im angestrebten Zielband von 0%-2%. Laut SNB-Präsident Thomas Jordan aber nicht tief genug, um Zinssenkungen bereits in Betracht zu ziehen, auch weil wegen administrierter Preiserhöhungen vorübergehend nochmals mit einem Anstieg der Inflationsrate zu rechnen ist. Vom moderaten Leitzinsnivea von 1.75% aus hat die SNB im Vergleich den geringsten Bedarf für mögliche Leitzinssenkungen im kommenden Jahr. Speziell bei einer kräftigeren Verringerung des Zinsabstands zur Eurozone, aufgrund von EZB-Zinssenkungen, besteht allerdings das Risiko einer unerwünschten Frankenstärke. In diesem Fall dürfte die SNB ebenfalls nicht viel länger mit einer Zinssenkung abwarten, anstatt alternativ wieder massiv Devisen aufzukaufen.

Schweizer Branchen



SCHWEIZER FIRMENKONKURSE

Ohne Fälle wegen Mängel in der Organisation

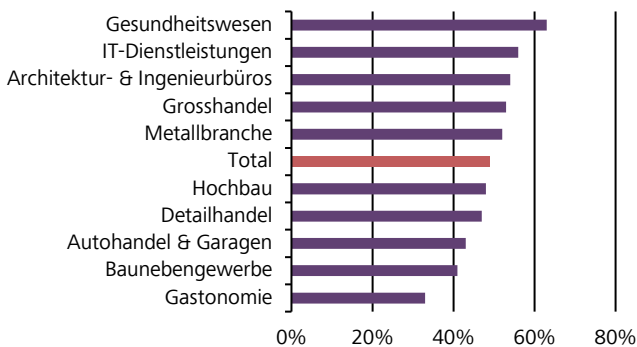


Quelle: Statistisches Amt Kanton Zürich, Raiffeisen Economic Research



RÜCKZAHLUNG COVID-19-KREDITE

Vollständig zurückbezahlte Kredite in %, per Ende 2023

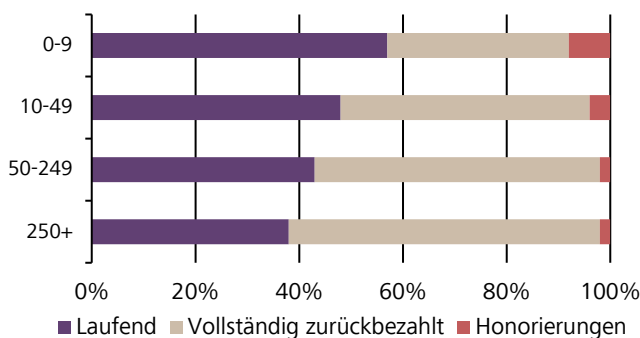


Quelle: SECO, Raiffeisen Economic Research



COVID-19-KREDITE NACH FIRMENGRÖSSE

Nach Anzahl Beschäftigter, per Juni 2023



Quelle: SECO, Raiffeisen Economic Research

Weiterhin keine Konkurswelle

Fast jedes vierte Schweizer Unternehmen beanspruchte vor knapp drei Jahren einen Covid-19-Kredit, im Gastgewerbe gar mehr als jedes zweite. Die Überbrückungskredite des Bundes verhinderten eine Konkurswelle ungeahnten Ausmasses, allerdings kamen auch hoch unprofitable und verschuldete Unternehmen zu Liquidität. Die Anzahl der Insolvenzen ging so zunächst stark zurück. Doch die Sorge vor einer verzögerten Konkurswelle blieb gross, z.B. als im März 2022 die Amortisation der Kredite begann. Die Anzahl der Firmenkongresse stieg 2022 mit 20% schliesslich tatsächlich stark an und nahm letztes Jahr nochmals zu (+3%). Insgesamt gingen aber auch 2023 nicht wesentlich mehr Unternehmen Konkurs als vor der Pandemie. Zudem ist der Firmenbestand erneut gestiegen, womit die Konkursrate weiter niedriger ausfällt als 2019.

In einigen Branchen ist die Liquiditätssituation bei den Unternehmen durchaus angespannt, so z.B. in der Gastrobranche, wo bisher nur ein Drittel der Covid-19-Kredite vollständig zurückbezahlt wurde. Auch im Bau, im Autogewerbe und im Detailhandel scheint es bei einigen Unternehmen an Liquidität zu fehlen, um die Covid-Kredite schnell zu amortisieren. Das Rückzahlungstempo ist besonders bei den Mikrounternehmen langsam und hier kommt es auch am häufigsten zu Bürgschaftshonorierungen, d.h. zu Kreditausfällen, die dazu führen, dass die Banken die Bürgschaft des Bundes in Anspruch nehmen.

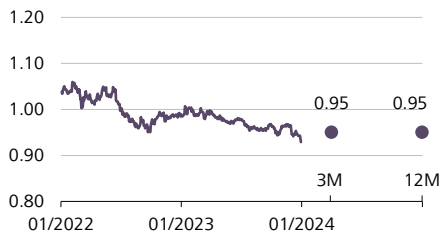
Covid-Kredite auch nach Zinserhöhung tragbar

Der Bund hat im März 2023 die Kreditkonditionen wegen des allgemeinen Zinsanstiegs verteuert und sich dadurch schnellere Amortisationen erhofft. Die Rückzahlungen fielen insgesamt aber geringer aus als 2022. Auf der anderen Seite ist letztes Jahr aber auch die Anzahl und das Volumen der Bürgschaftshonorierungen gesunken, was darauf hindeutet, dass die höheren Zinsen für die meisten Unternehmen zumindest kurzfristig tragbar sind. Die Konkurszahlen sind in den besonders betroffenen Branchen jedenfalls auch zuletzt nicht ausserordentlich angestiegen. Zwar ist anzunehmen, dass die Anzahl der Konkurse wegen der schwachen wirtschaftlichen Lage weiter steigt. Eine regelrechte Konkurswelle ist aber nach wie vor nicht in Sicht. Denn bei den meisten Unternehmen ist die Liquiditätssituation trotz der schwierigen Geschäftsentwicklung weiter komfortabel, wie die Geschäftskontakte der SNB melden. Auch die Rückzahlung der Covid-Kredite ist für die Mehrheit der Unternehmen kein grosser Belastungsfaktor. Bis Ende 2023 wurde jedenfalls bereits die Hälfte der Kredite vollständig zurückbezahlt und für den Rest bleibt den betreffenden Unternehmen noch lange sieben Jahre Zeit.

Währungen

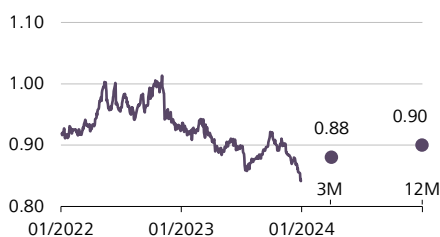


PROGNOSE



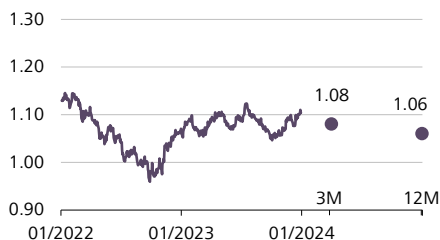
EUR/CHF

Der Euro hat im Dezember gegenüber dem Schweizer Franken rund 2.5% an Wert eingebüsst. Zu Monatsende markierte er ein Rekordtief bei 0.9248 Franken. Auslöser für seine jüngsten Kursverluste ist zum einen die sich im neuen Jahr weiter abschwächende Konjunkturdynamik. Zum anderen dürfte die Europäische Zentralbank (EZB) im Sommer 2024 erste Zinssenkungen beschliessen, die Schweizerische Nationalbank (SNB) dagegen wird wohl bis mindestens bis ins dritte Quartal hinein am bisherigen Zinsniveau festhalten. Unserer Meinung nach hat der EUR/CHF-Kurs aber zuletzt gegen unten überschossen. Wir sehen das Währungspaar daher auf 12-Monatssicht leicht höher.



USD/CHF

Die US-Notenbank Fed hat den geldpolitischen Schlüsselsatz im Dezember unangetastet gelassen. Sie signalisierte zudem ein Ende des Erhöhungszyklus und für 2024 erste Zinssenkungen. In der Schweiz werden die Zinsen indes wohl noch längere Zeit auf dem aktuellen Niveau verharren. Die sinkende Zinsdifferenz beschert dem US-Dollar spürbaren Gegenwind. Verschärfend kamen über die Festtage die geringen Handelsvolumina an den Devisenbörsen hinzu. Mit 0.8332 Franken war der «Greenback» im Dezember zwischenzeitlich so günstig wie zuletzt Anfang 2015. Wir gehen jedoch davon aus, dass auf Seiten des Dollars zu viel Negatives eingepreist ist und erwarten mittelfristig eine Gegenbewegung.



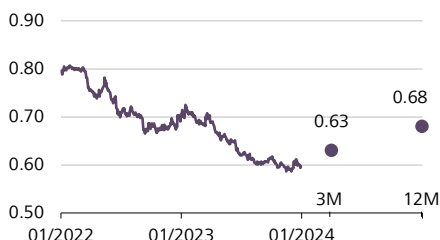
EUR/USD

Der Euro legte im Dezember gegen den US-Dollar um gut 1.3% zu und beendete das Jahr mit einem Kurs von 1.1039. Auf Jahressicht resultierte damit für die europäische Einheitswährung ein sattes Kursplus von knapp 3.1%. Im Gegensatz zur US-Wirtschaft dürfte jene im Euroraum 2024 allerdings in eine Rezession abrutschen. Infolgedessen wird die EZB vor der US-Notenbank Fed mit Leitzinssenkungen beginnen. Unter dem Strich erwarten wir deswegen keine nachhaltige Aufwertung beim Euro. Unsere Prognosen sehen das Devisenpaar EUR/USD sowohl auf 3- als auch auf 12-Monatssicht leicht tiefer.



GBP/CHF

Die zähe Inflation (November: 3.9%) sowie die restriktive Geldpolitik der Bank of England (BoE) belasten die britische Wirtschaft und damit die Währung. Das Pfund Sterling hat entsprechend im Jahr 2023 zum Schweizer Franken über 4% an Wert verloren. Ende Dezember kostete es noch 1.0716 Franken. Eine weitere Erhöhung der Leitzinsen durch die BoE ist nicht auszuschliessen, angesichts der konjunkturellen Abschwächung ist die Hürde dafür allerdings hoch. Darüber hinaus ist unserer Meinung nach auf Seiten des britischen Pfunds mittlerweile zu viel Negatives eingepreist. Wir rechnen deshalb auf Jahressicht mit einer Erholung des GBP/CHF-Kurses.



JPY/CHF*

Die Bank of Japan (BoJ) hat sich 2023 als einzige grosse Notenbank gegen den globalen Trend hin zu einer restriktiveren Geldpolitik gestemmt. Die Währungshüter wollten damit die Inflation ankurbeln und so die hohe Staatsverschuldung des Landes (2022: rund 260% des Bruttoinlandsproduktes) finanzierbar halten. Der Preis dafür war eine regelrechte Talfahrt des Yen: Zum Schweizer Franken verlor dieser im Jahresverlauf über 14%. Mittelfristig wird die BoJ aber nicht an einer Anhebung der Zinsen vorbeikommen, wodurch sich der gegenwärtig markante Zinsnachteil der japanischen Valuta reduzieren wird. Das dürfte zu einer Gegenbewegung beim JPY/CHF-Kurs führen.

* 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	2.1	1.5
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	2.0



FINANZMÄRKTE

Leitzinsen (Jahresende in %)*

	2021	2022	Aktuell*	Prognose 3M	Prognose 12M
CHF	-0.75	1.00	1.75	1.75	1.50
EUR	-0.50	2.00	4.00	4.00	3.25
USD	0.00-0.25	4.25-4.50	5.25-5.50	5.25-5.50	4.50-4.75
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	0.81	0.90	0.90
EUR (Deutschland)	-0.18	2.57	2.20	2.50	2.50
USD	1.51	3.87	4.00	4.30	3.90
JPY	0.07	0.41	0.61	0.80	0.90

Wechselkurse (Jahresende)

	2021	2022	Aktuell**	Prognose 3M	Prognose 12M
EUR/CHF	1.04	0.99	0.93	0.95	0.95
USD/CHF	0.91	0.92	0.85	0.88	0.90
JPY/CHF (x 100)	0.79	0.71	0.59	0.63	0.68
EUR/USD	1.14	1.07	1.09	1.08	1.06
GBP/CHF	1.23	1.12	1.09	1.12	1.15

Rohstoffe (Jahresende)

	2021	2022	Aktuell**	Prognose 3M	Prognose 12M
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	78	86	78	85	80
Gold (USD/Unze)	1829	1824	2032	2070	2150

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

**10.01.2024

Raiffeisen Prognosen (II)



SCHWEIZ - DETAILPROGNOSEN

	2019	2020	2021	2022	Prognose 2023	Prognose 2024
BIP, real, Veränderung in %	1.2	-2.1	5.4	2.6	1.0	0.8
Privater Konsum	1.2	-3.4	1.8	4.2	2.1	0.7
Staatlicher Konsum	0.8	3.8	3.3	-0.8	0.6	0.2
Ausrüstungsinvestitionen	1.8	-1.5	5.9	4.6	-0.9	0.0
Bauinvestitionen	-0.9	-1.0	-3.1	-5.5	-2.1	0.4
Exporte	1.6	-5.1	12.5	4.6	5.0	3.8
Importe	2.8	-6.0	5.9	5.9	6.2	2.0
Arbeitslosenquote in %	2.3	3.2	3.0	2.2	2.0	2.2
Inflation in %	0.4	-0.7	0.6	2.8	2.1	1.5

Herausgeber

Raiffeisen Economic Research
Fredy Hasenmaile, 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.