



Zwei Jahre nach dem Frankenschock: Perspektiven Schweiz 2017

Martin Neff, Chefökonom Raiffeisen Gruppe

Raiffeisen Research

Zürich, 11.1.2017

0 Geopolitische Umwälzungen?

Was die Weltpolitik 2017 beschäftigen wird

- Wird Trump eher zu Eskalation oder Deeskalation beitragen?
- Entspannt sich der Stellvertreterkrieg in Syrien oder eskaliert er?
- Weitet sich der IS-Terror aus?
- Wie weit geht Erdogan?
- Wer dominiert das Spiel der drei grossen Mächte China, Russland, USA und wie?
- Wahlen im Iran und in China
- Wird die Aushandlung der Modalitäten des Brexit zur Nagelprobe für die EU?
- Und destabilisieren die Wahlen in D, F, I und NL Europas Schlingerkurs weiter?



1 Wirtschaftspolitischer Spurwechsel?

Was die Wirtschaft 2017 beschäftigen wird

International

- Trumps Realitätscheck
- Inflation statt Deflation
- Zinswende statt Zinstief
- Geldpolitik, aber:
- Renaissance der Fiskalpolitik in den USA: Infrastruktur
- Renaissance der Fiskalpolitik in Europa: Ende der Austeritätspolitik

National

- Abstimmung über Schaffung eines Fonds für die Nationalstrassen und den Agglomerationsverkehr
- Abstimmung über erleichterte Einbürgerung von Personen der dritten Ausländergeneration
- Abstimmung über das Referendum zum Unternehmenssteuerreformgesetz (USR III)
- Dazu die «heissen» Themen Migration, Verhältnis zur EU, «Immobilienblase», Altersvorsorge (Negativzinsen, SNB), Gesundheitskosten, Weiterentwicklung der Armee, Umgang mit dem Islam etc...

Vorschlag für das Unwort des Jahres 2017: «Reflationierung»

Früher gab es «nur» Inflation, doch nachdem sich diese verabschiedet hat, ist es den Finanzmarktakteuren und Geldpolitikern unwohl. So kommt es zu paradoxen Wortschöpfungen und hektischen Übertreibungen:

- Desinflation, Disinflation
- Deflation
- und neuerdings Reflation, Reflationierung



Beispiel: das Wechselspiel von Mario Draghi

Oktober 2012: *Risiken gehen von «derzeit fallenden Preisen in einigen Euro-Zonen-Ländern» aus*

Februar 2014: *«Wir befinden uns definitiv nicht in einer Deflation»*

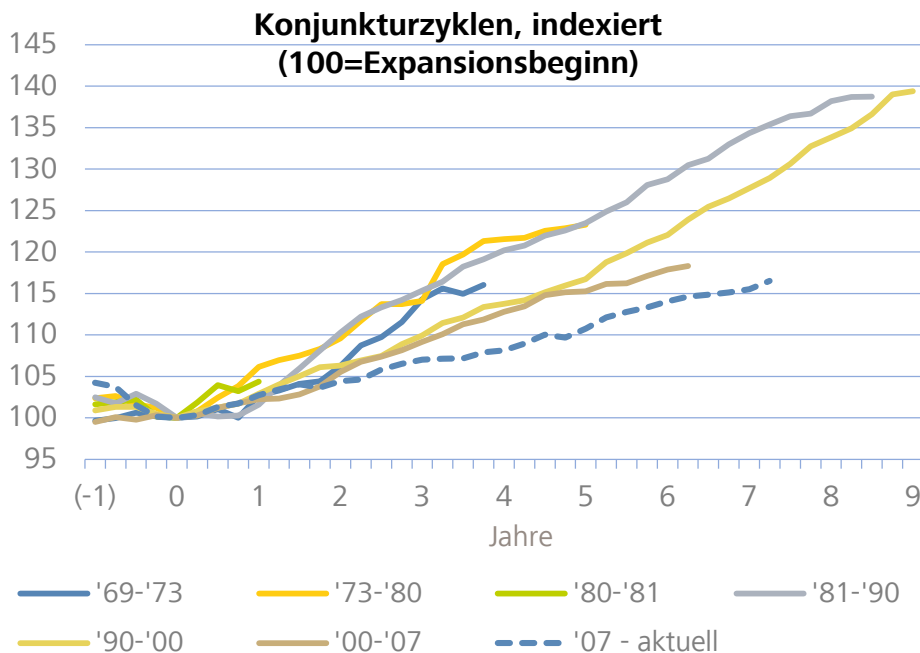
Januar 2015: *«Das Risiko einer Deflation ist begrenzt»*

März 2016: *«Die EZB hat eine desaströse Deflation verhindert»*

2 Globales Umfeld

USA – auf schwachem Wachstumskurs, mit viel Vorschuss

	2014	2015	2016 p	2017 p
BIP	2.4%	2.6%	1.6%	2.2%
Inflation	1.8%	0.1%	1.3%	2.1%
Arbeitslosenrate	6.2%	5.3%	4.9%	4.7%



- Die US-Wirtschaft ist unter den G20 zyklisch am weitesten fortgeschritten.
- Sie dürfte weiter zulegen, ist aber nach wie vor auf Schützenhilfe angewiesen.
- Das Konsumentenvertrauen ist auf den höchsten Stand seit 2007 angestiegen. Der private Konsum dürfte damit weiter eine tragende Rolle spielen.
- Jüngste Zeichen weisen Richtung eines weiteren Inflationsanstiegs, nicht zuletzt auch wegen höheren Lohndrucks.
- Der aktuelle Aufschwung ist, historisch betrachtet und was Länge und Ausmass betrifft, äusserst schwach.
- Dies umso mehr, als Unsummen investiert wurden, um der US-Wirtschaft wieder Schwung zu verleihen.

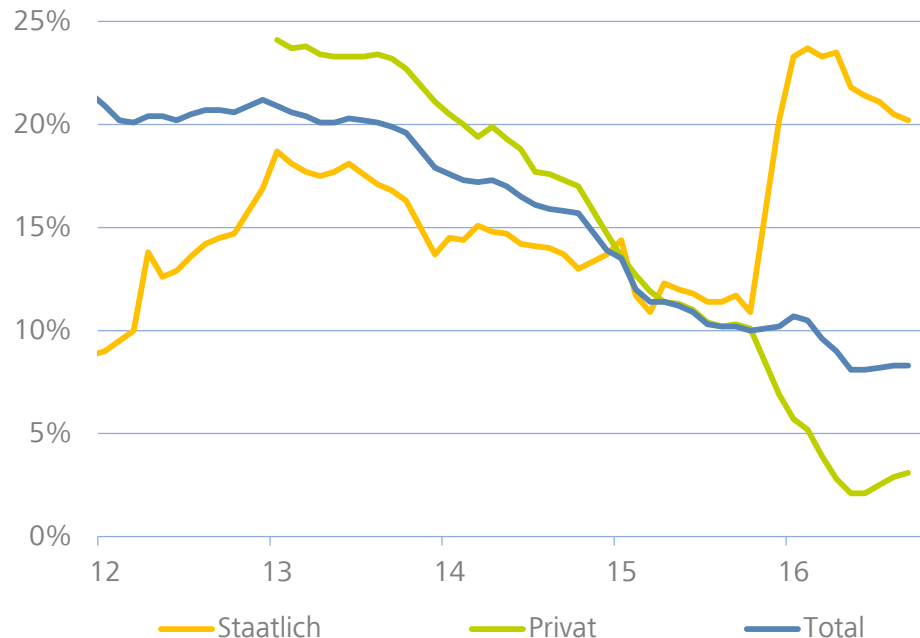
Quelle: Bloomberg, Fed, Raiffeisen Research

China – Trump verunsichert auch das Reich der Mitte

	2014	2015	2016 p	2017 p
BIP	7.3%	6.9%	6.7%	6.3%
Inflation	2.0%	1.4%	2.0%	2.3%

Massive Ausweitung der staatlichen Investitionen

Investitionen in Sachanlagen, nominal, yoy



- Die Unsicherheit in den Schwellenländern ist durch den Wahlsieg Trumps gestiegen, auch wenn er viele Ankündigungen aus dem Wahlkampf kaum 1:1 umsetzen dürfte.
- China bleibt aber davon unabhängig ein Kandidat für Enttäuschungen an der Wachstumsfront.
- Wir erwarten, dass die chinesische Regierung ein etwas schwächeres Wachstum zulassen wird, um den «Leverage» der Volkswirtschaft besser in den Griff zu kriegen.
- Der Umbau Chinas von der Werkbank der Welt in Richtung einer stärkeren Binnenwirtschaft geht unaufhaltsam weiter.

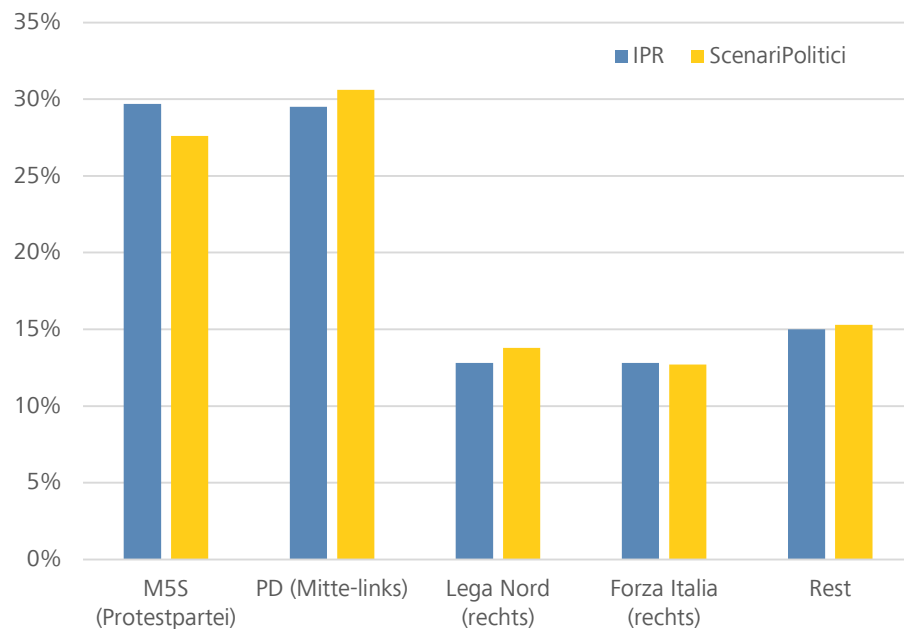
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Research

Eurozone – politische Fragezeichen, Start 2017 gelungen

	2014	2015	2016 p	2017 p
BIP	1.2%	1.9%	1.7%	1.6%
Inflation	0.4%	0.0%	0.2%	1.2%
Arbeitslosenrate	11.6%	10.9%	10.1%	9.7%

Kopf-an-Kopf Rennen zwischen Movimento 5 Stelle und bisheriger Regierungspartei Partito Democratico

Aktuelle Umfrageergebnisse



- Die Wirtschaft in der Eurozone legte einen robusten Jahresstart hin, der Hoffnungen weckt.
- Damit gerät die EZB zusehends in Zugzwang. Sie kann die Konjunktur kaum mehr schwach reden, da sie sonst einen Stimmungsumschwung riskiert und sie muss kommunizieren, wie sie sich die Konsolidierung des geldpolitischen Expansionskurses konkret vorstellt.
- Die Inflation ist unproblematisch (tief), aber der leichte Anstieg spricht ebenso für eine Verabschiedung von der expansiven Geldpolitik.
- Mit den Wahlen in Holland, Frankreich, Deutschland und vermutlich auch Italien stehen wegweisende politische Entscheidungen an, mit ungewissem Ausgang.

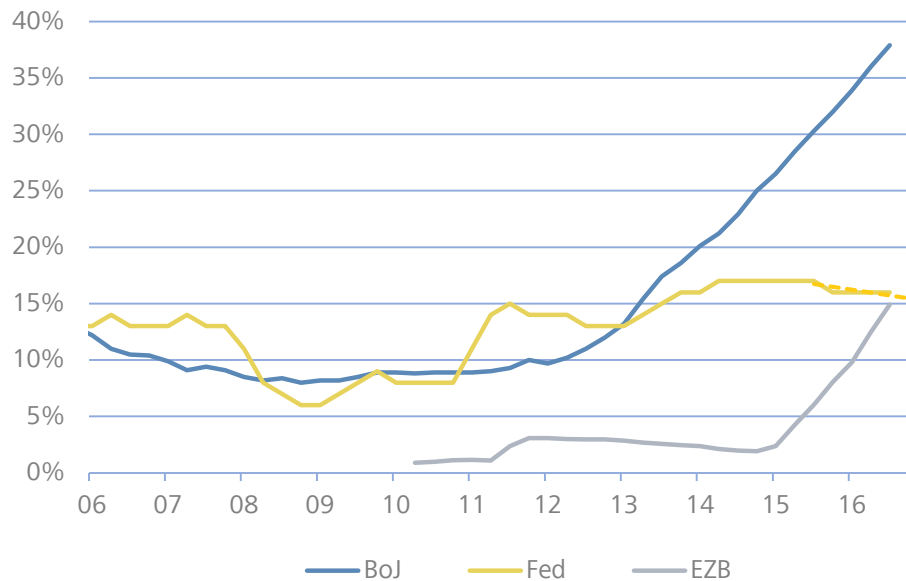
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Research

Japan – Stimulusprogramm der Notenbank fast verpufft

	2014	2015	2016 p	2017 p
BIP	-0.1%	0.6%	0.7%	0.9%
Inflation	2.8%	0.8%	-0.1%	0.5%
Arbeitslosenrate	3.6%	3.4%	3.1%	3.0%

Bank of Japan bleibt Sonderfall

Notenbankenbestand an Staatsanleihen in % des ausstehenden Gesamtvolumens



- Abenomics ist gescheitert, geht aber davon unabhängig weiter.
- Die Abschwächung des Yen – jüngst auch dank «Trumpbonus» – hat den Exporteuren etwas Luft verschafft.
- Die Investitionsneigung der Unternehmen bleibt gedämpft, auch weil die Regierung praktisch keine der versprochenen Reformen in Gang gebracht hat.
- Die Konsumenten halten sich zurück. Die Reallöhne stagnieren, die Preise legen moderat zu.
- Strukturelle Probleme - vornehmlich die Überalterung - bremsen das Wachstum. Dagegen kommt selbst der massive Stimulus der Notenbank nicht an.

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Research

3 Schweiz zwei Jahre nach dem Wechselkursschock

Frankenschock: „Überwinder“ und „Zweifler“

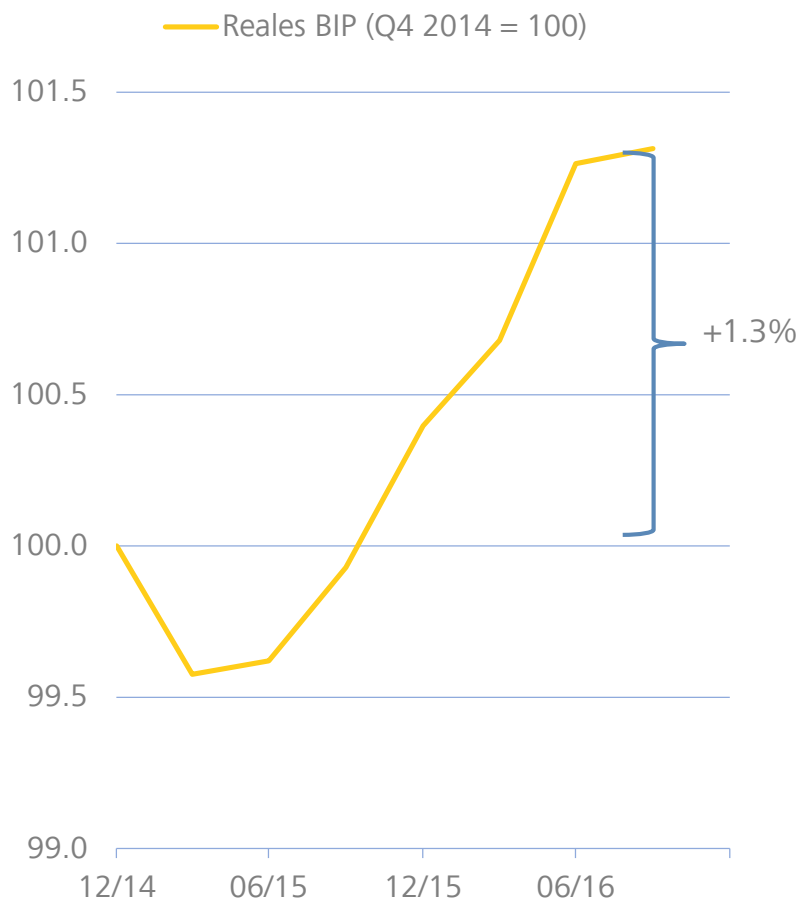
■ Argumente der «Überwinder»

- BIP-Wachstum ✓ ☐
- Überschuss der Ertragsbilanz ✓ ☐
- Aussenhandelsentwicklung ✓ ☐
- Stabiler Arbeitsmarkt ✓ ☐

■ Argumente der «Zweifler»

- Exogene Schocks werden nie sofort überwunden
- Exporte nur dank starken Pharmaausfuhren stabil
- «Jobless growth» und wenn, dann nur im Gesundheits- und Sozialwesen
- Stellenabbau in Industrie, Detailhandel (inkl. grenznah) und Gastgewerbe

Details der BIP-Erholung offenbaren Bruchstellen



Beiträge zum Wachstum von 1.3%:

■ Nach Produktionsansatz

- Handel (inkl. Transithandel): 0.6%
- Gesundheits- und Sozialwesen: 0.4%
- Rest: 0.3%

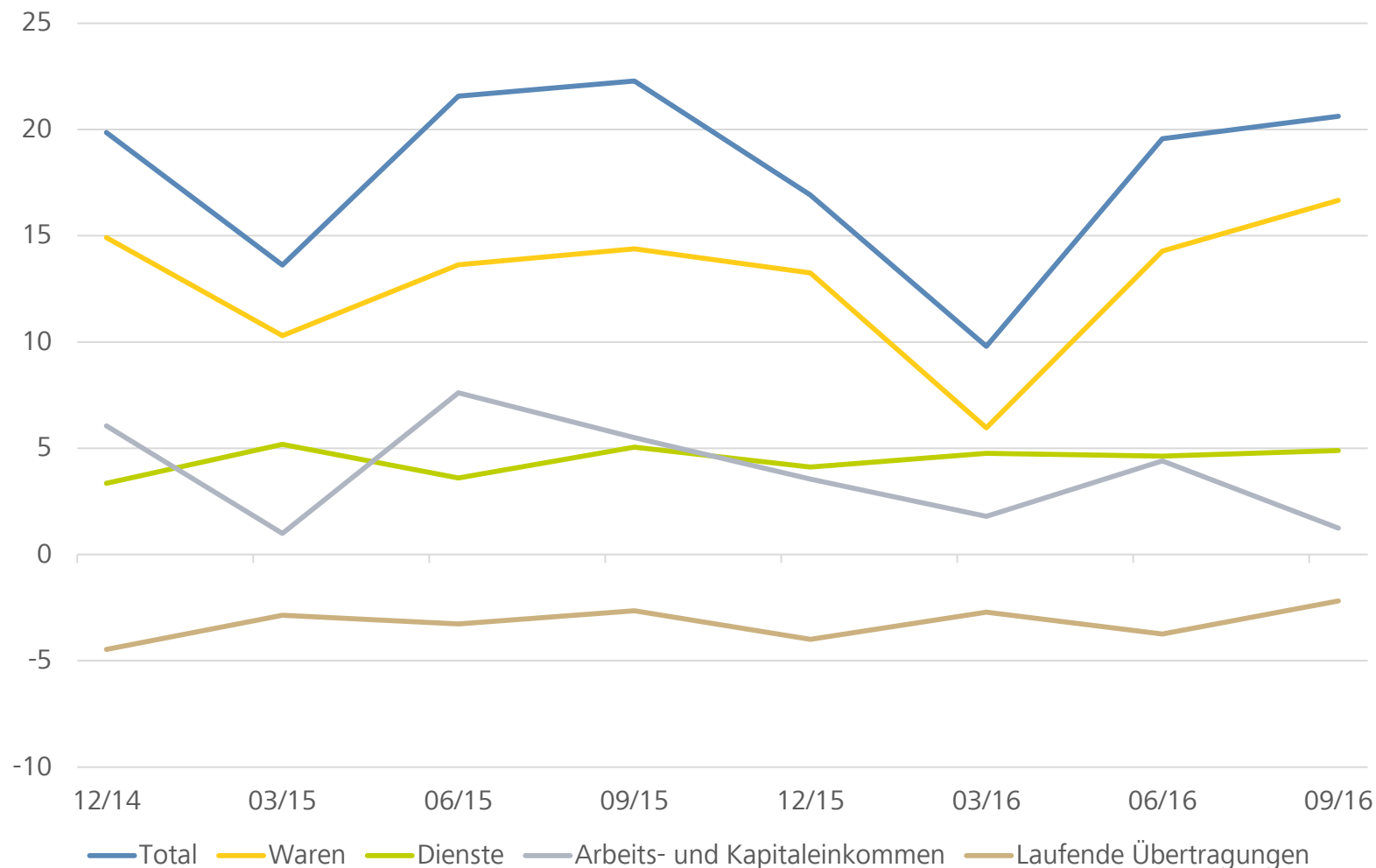
■ Nach Verwendungsansatz

- Beitrag Handelsbilanz: 1.3%
- Privatkonsum: 0.7%
- Staatliche Konsumausgaben: 0.4%
- Bruttoinvestitionen: -1.1%

Quelle: SECO, Raiffeisen Research

Zwar „nur“ temporärer Taucher der Leistungsbilanz...

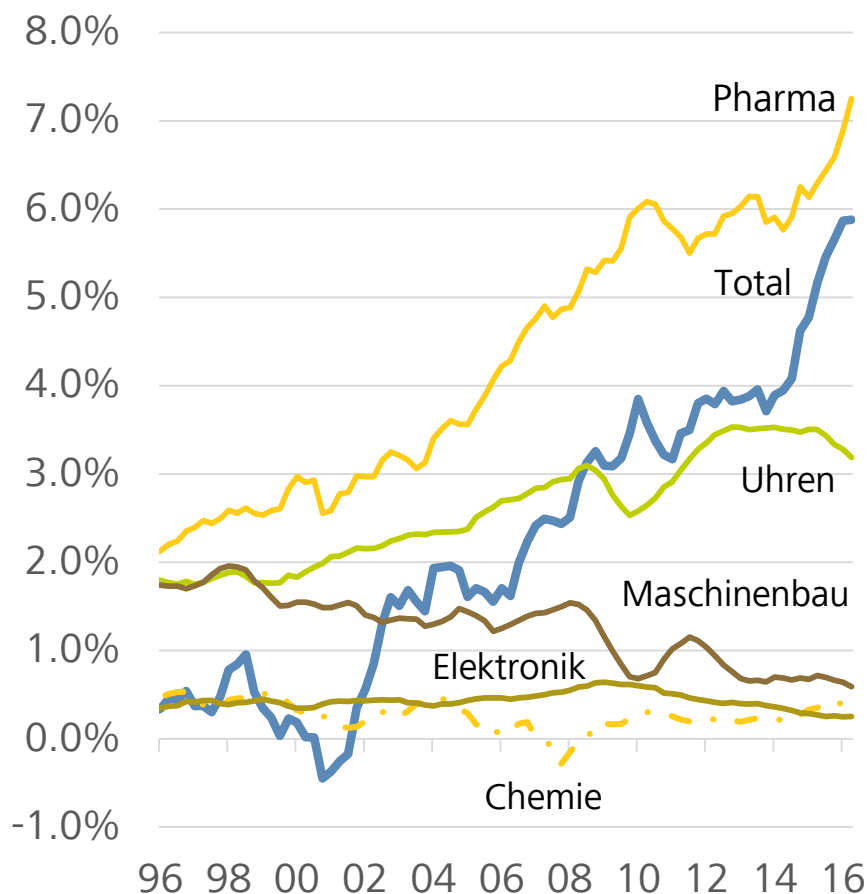
Saldo in Mrd. CHF, total und aufgeschlüsselt nach Komponenten



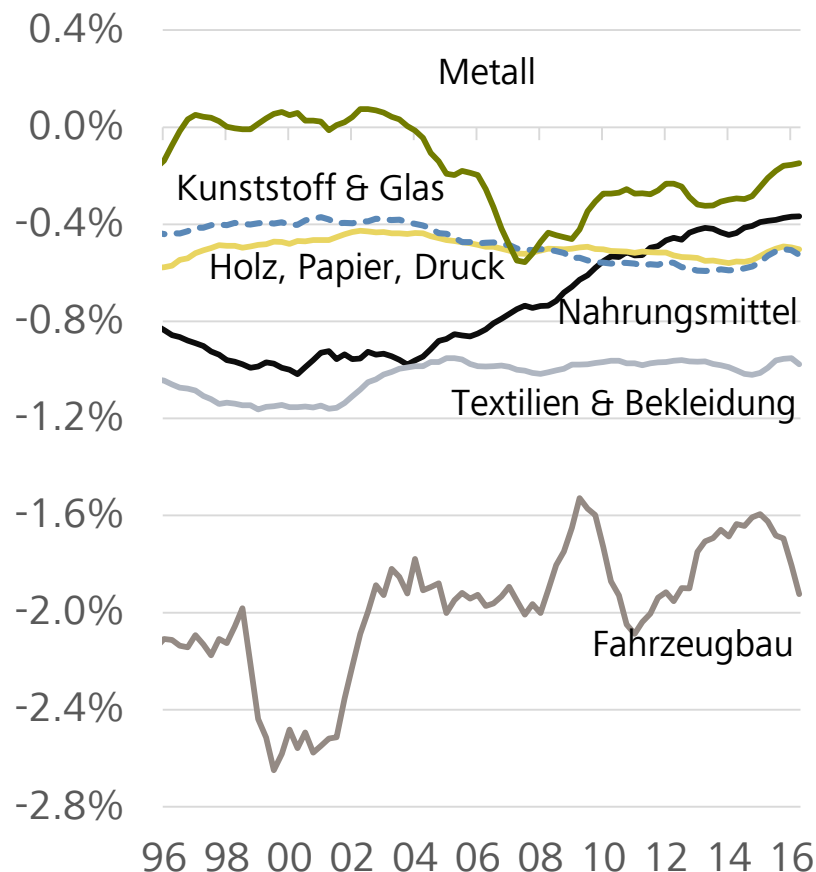
Quelle: SNB, Raiffeisen Research

...doch immer massivere Verzerrung der Handelsbilanz

Branchen mit positivem Handelssaldo (in % des BIP)

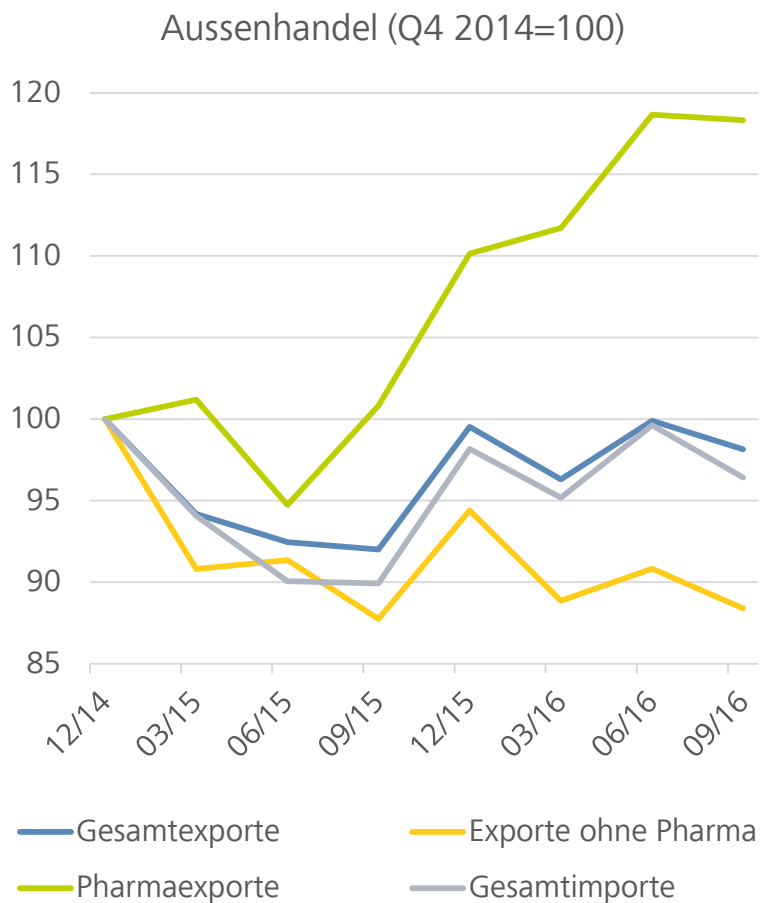


Branchen mit negativem Handelssaldo (in % des BIP)



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Raiffeisen Research

Exporte: Pharmaindustrie dominiert extrem



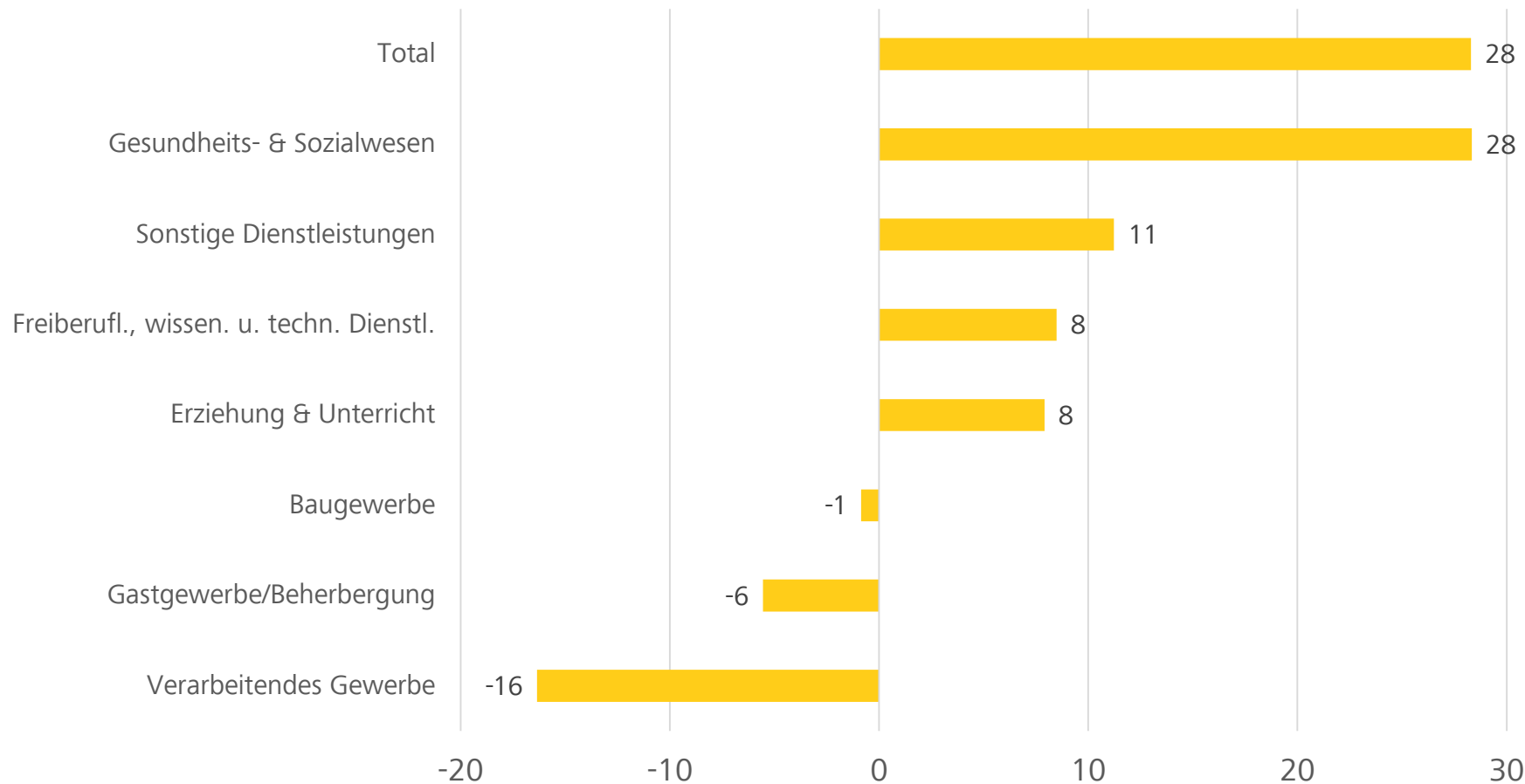
Exportveränderung in Mio. CHF -984

Pharma	+3'170
Textilien & Bekleidung	-51
Holz, Papier & Druck	-76
Elektronik	-87
Kunststoffwaren	-89
Chemie	-128
Nahrungsmittel	-184
Metallerzeugnisse	-260
Fahrzeugbau	-513
Maschinenbau	-818
Uhren & Präzisionsinstrumente	-1'859

Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Raiffeisen Research

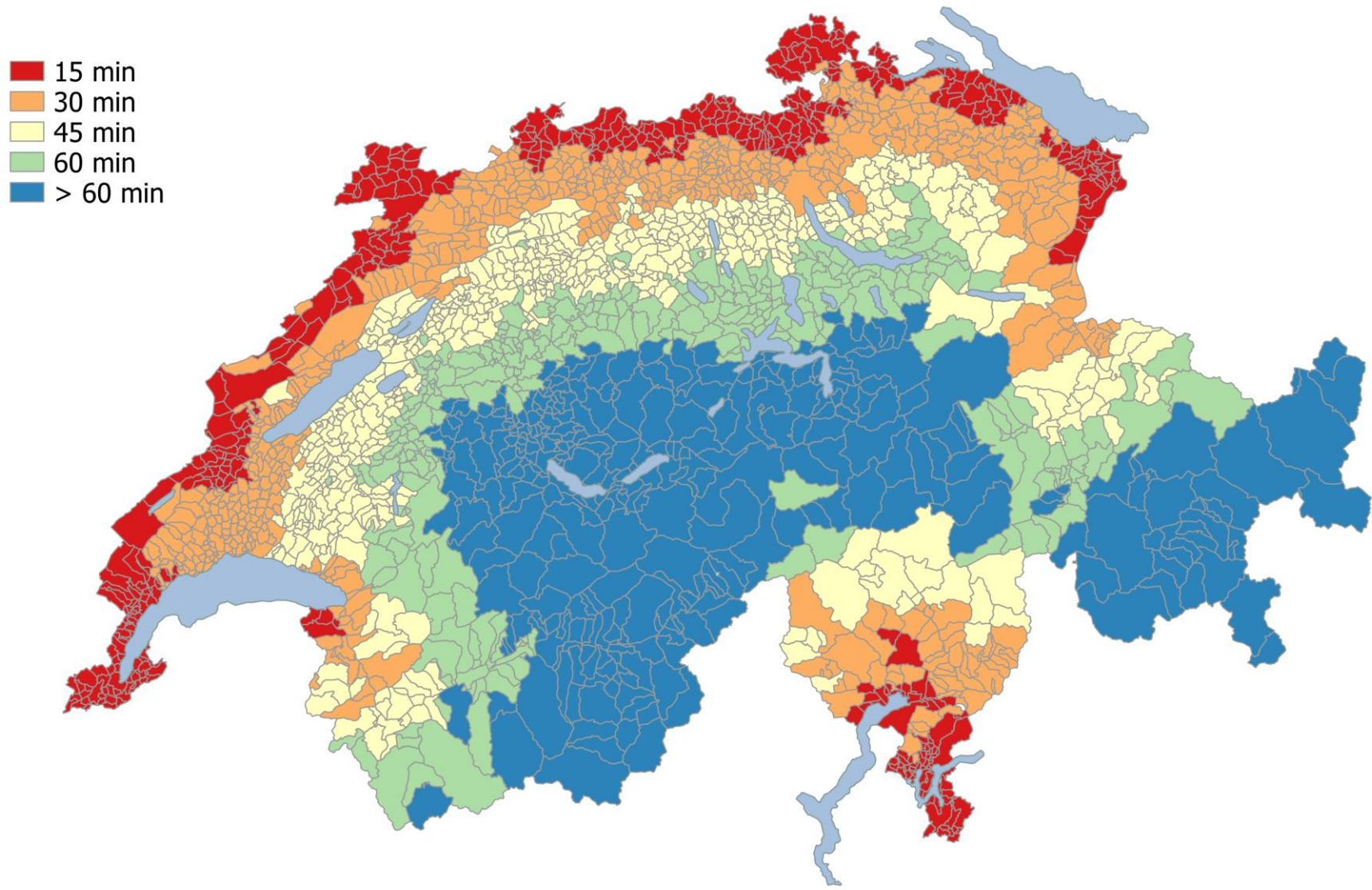
«Beschäftigungswunder», aber Aderlass der Industrie

Beschäftigungsentwicklung der letzten zwei Jahre (in Tausend)



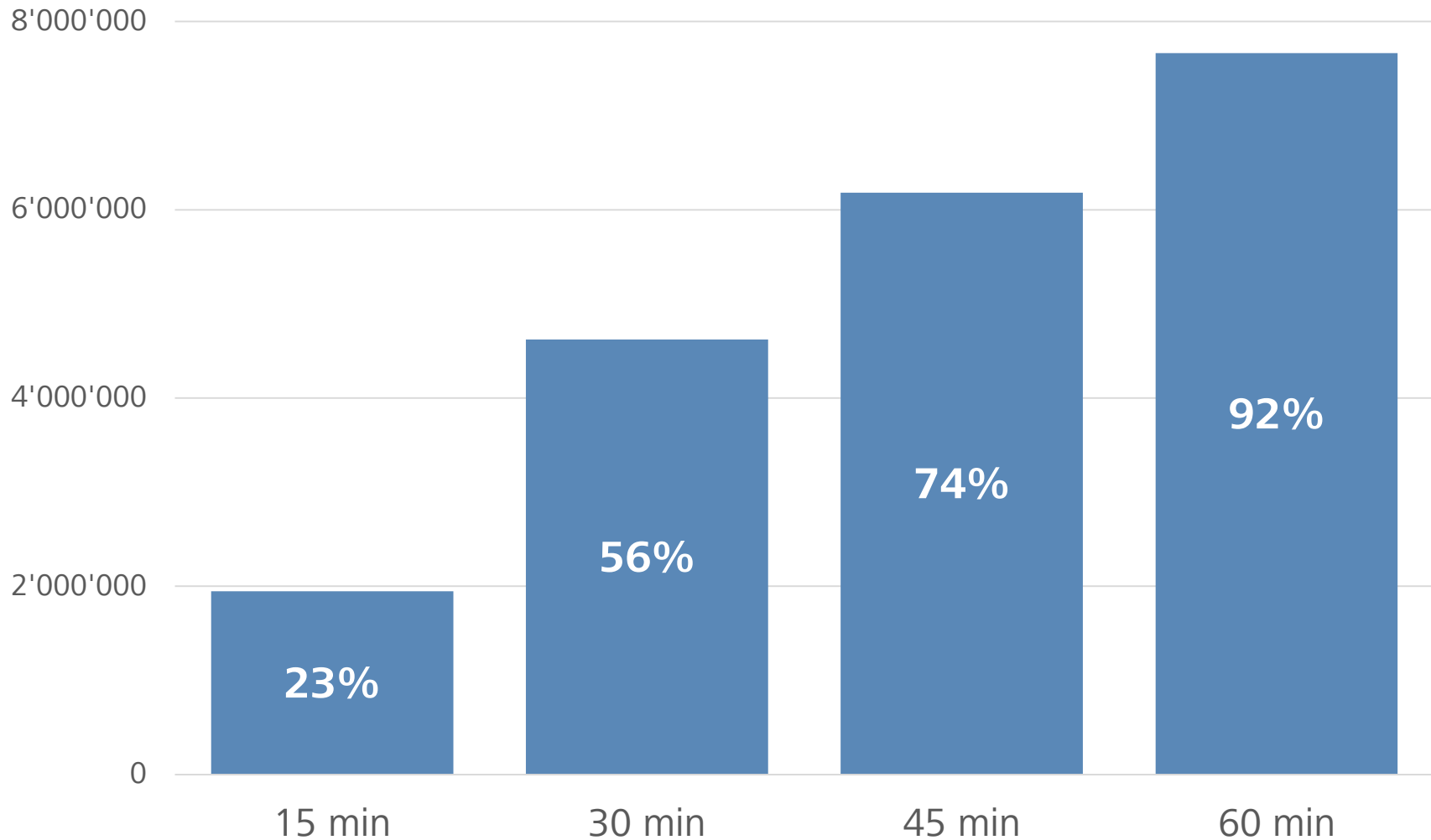
Quelle: Bundesamt für Statistik, Raiffeisen Research

Fahrzeit zum Shopping im Ausland



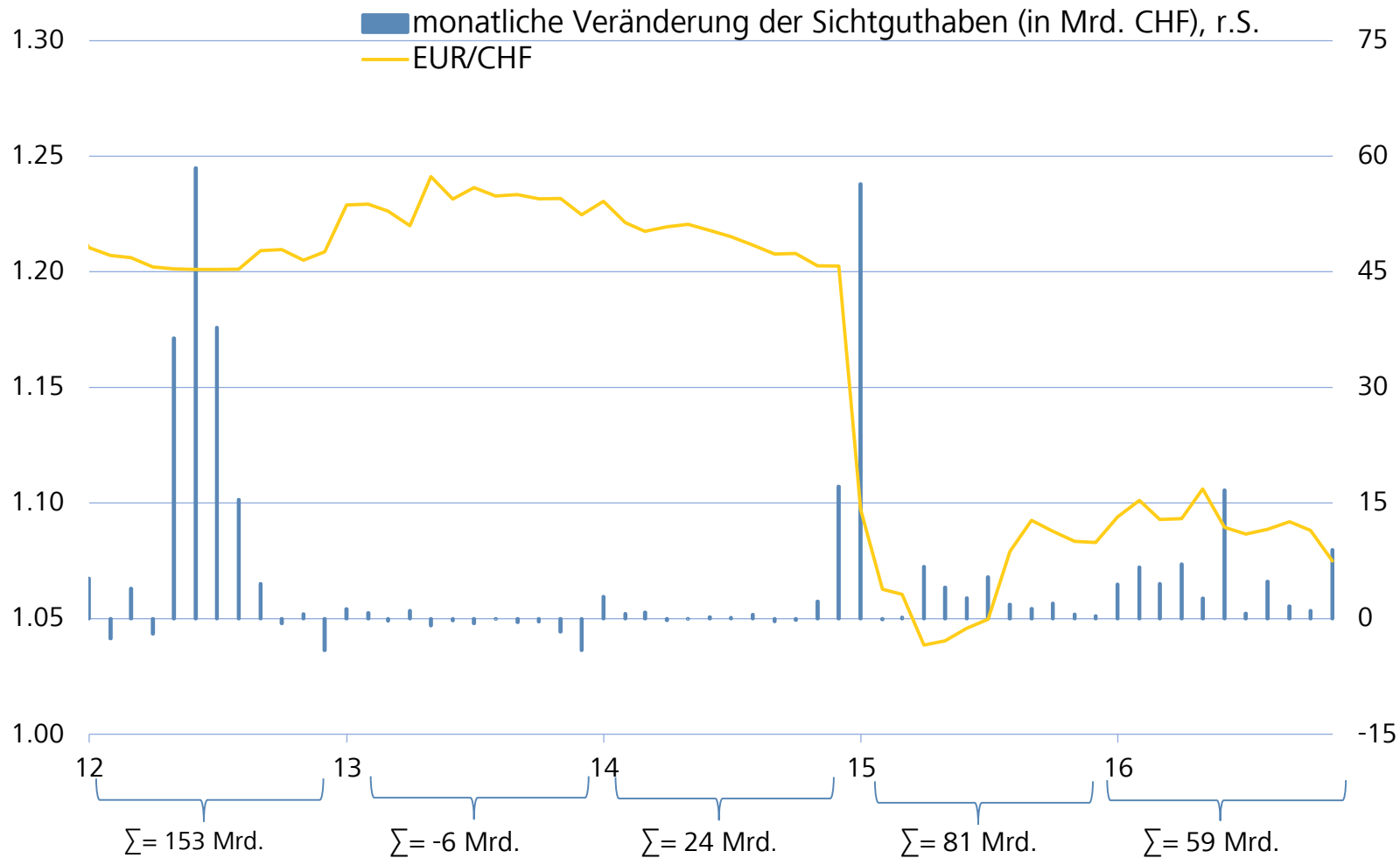
Quelle: ARE, BFS, EZV, Raiffeisen Research

92% der Bevölkerung brauchen weniger als 1 Stunde ins Einkaufsmekka



Quelle: ARE, BFS, EZV, Raiffeisen Research

SNB «Panik» kommt inzwischen teuer zu stehen



Quelle: Bloomberg, SNB, Raiffeisen Research

4 Raiffeisen Prognosen

Konjunkturprognosen

	2013	2014	2015	Prognose 2016	Prognose 2017
BIP					
Durchschnittliches jährliches Wachstum (in %)					
Schweiz	1.8	1.9	0.9	1.4	1.3
Deutschland	0.6	1.6	1.5	1.8	1.5
Eurozone	-0.2	1.2	1.9	1.7	1.6
USA	1.7	2.4	2.6	1.6	2.2
China	7.7	7.3	6.9	6.7	6.3
Japan	1.4	-0.1	0.6	0.7	0.9
Global (PPP)	3.3	3.4	3.1	3.1	3.4

Inflation					
Jahresdurchschnitt (in %)					
Schweiz	-0.2	0.0	-1.1	-0.4	0.3
Deutschland	1.5	0.9	0.2	0.4	1.5
Eurozone	1.4	0.4	0.0	0.2	1.2
USA	1.6	1.8	0.1	1.3	2.1
China	2.6	2.2	1.4	2.0	2.3
Japan	0.3	2.8	0.8	-0.1	0.5

Finanzmarktprognosen

	2015	2016	Aktuell*	Prognose 3 Monate	Prognose 12 Monate
3M Libor					
Jahresende (in %)					
CHF	-0.76	-0.73	-0.73	-0.75	-0.75
EUR	-0.13	-0.32	-0.32	-0.35	-0.35
USD	0.61	1.00	1.01	1.10	1.60
JPY	0.08	-0.05	-0.03	-0.10	-0.10

Kapitalmarktzinsen					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)					
CHF	-0.06	-0.18	-0.21	-0.2	0.4
EUR (Deutschland)	0.66	0.23	0.29	0.3	0.9
EUR (PIIGS)	2.05	2.01	2.09	1.7	2.2
USD	2.30	2.45	2.38	2.4	2.6
JPY	0.26	0.04	0.06	0.0	0.1

Wechselkurse					
Jahresende					
EUR/CHF	1.09	1.07	1.07	1.08	1.08
USD/CHF	1.00	1.02	1.01	1.05	1.00
JPY/CHF	0.83	0.87	0.87	0.91	0.92
EUR/USD	1.09	1.05	1.06	1.03	1.08
USD/JPY	120	117	116	115	109

Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	37	57	55	54	50
Gold (USD/Unze)	1061	1152	1185	1200	1260

*10.01.2017

Prognosen Schweiz

	2011	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
BIP, real, Veränderung in %	1.9	1.1	1.8	2.0	0.8	1.4	1.3
Privater Konsum	0.9	2.6	2.2	1.2	1.0	0.9	1.0
Staatlicher Konsum	2.1	2.1	2.3	1.5	2.2	2.2	1.4
Ausrüstungsinvestitionen	5.4	3.0	0.0	2.5	1.1	3.7	1.9
Bauinvestitionen	2.4	2.8	3.2	3.2	2.1	0.0	1.1
Exporte	3.7	3.1	0.1	5.1	2.0	4.6	4.2
Importe	4.9	4.5	1.5	3.1	2.8	3.5	4.0

Arbeitslosenquote in %	2.8	2.9	3.2	3.0	3.2	3.3	3.2
-------------------------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------

Inflation in %	0.2	-0.7	-0.2	0.0	-1.1	-0.4	0.6
-----------------------	------------	-------------	-------------	------------	-------------	-------------	------------

		2013	2014	2015	in 3M	in 12M
Zinsen						
	3M Libor	0.02	-0.06	-0.76	-0.75	-0.75
	10 Jahre	1.1	0.3	-0.1	-0.20	0.40

4 Fazit

Präambel zum Wohneigentumsmarkt

- Mit «diesem» Feuer spielen wir lieber als mit explosiven Produkten oder in Märkten.
- Die Entwicklung der Wohneigentumspreise in der Schweiz ist nicht Resultat einer aus dem Ruder gelaufenen Spekulation, sondern einer lange aufgestauten Überschussnachfrage nach eigenen vier Wänden, angeheizt durch epochal günstige Finanzierungsbedingungen. Der Boom steht auf einem gesunden Fundament.
- Die wichtigsten Indikatoren der Marktverfassung – Erschwinglichkeit und Tragbarkeit – bewegen sich auf historisch unproblematischen Niveaus.
- Es gibt keine Überkapazitäten, zumindest nicht bei Eigentumsobjekten.
- Zur langsam sichtbar werdenden soziodemographischen Sättigung gesellt sich ein Strauss von Regulierungsmassnahmen, welcher das Potenzial neuer Eigentümer massiv reduziert hat.
- Ein (isolierter) Zinsschock ist ausgeschlossen und das Zinsrisiko der Hypothekarschuldner über viele Laufzeiten diversifiziert.
- Die risikobehafteten Bankgeschäfte liegen in ganz anderen Geschäftsbereichen.

Fazit für die Schweiz

- Wachstum der Schweizer Wirtschaft ist zwar moderat, aber im Quervergleich zu anderen hochentwickelten Industrienationen noch immer beachtlich
- Der Wechselkursschock ist längst (noch) nicht überwunden
- Die Entlastung durch den etwas wiedererstarkten Dollar ist willkommen, doch nicht viel mehr als Balsam auf die Wunden.
- Für nachhaltige Entspannung muss ein global höheres Wachstum, vornehmlich in Europa, sorgen.
- Die SNB wird auch 2017 im Rampenlicht stehen, sei es als Brandlöscher oder als Steuermann einer zaghaften Normalisierung. Sie wird erneut nicht unabhängig agieren können, sondern am Tropf der globalen Entwicklung hängen.
- Die Inflation wird höchstens wieder positives Terrain beschreiten- mehr nicht; und dies erst noch nur zaghafte sowie sehr einseitig ausgelöst (Energie, administrierte Preise und wenige Dienstleistungen).
- Wenig Veränderung am Arbeitsmarkt: Mangel an Qualifizierten versus Langzeitarbeitslose, Gefälle zwischen Industrie und Dienstleistern wird geringer, ohne dass der Saldo zunimmt.