



Raiffeisenbank Regio Uzwil, Clerici Müller und Partner  
Architekten AG, St. Gallen

# Die Schweiz ein Jahr nach dem Wechselkursschock

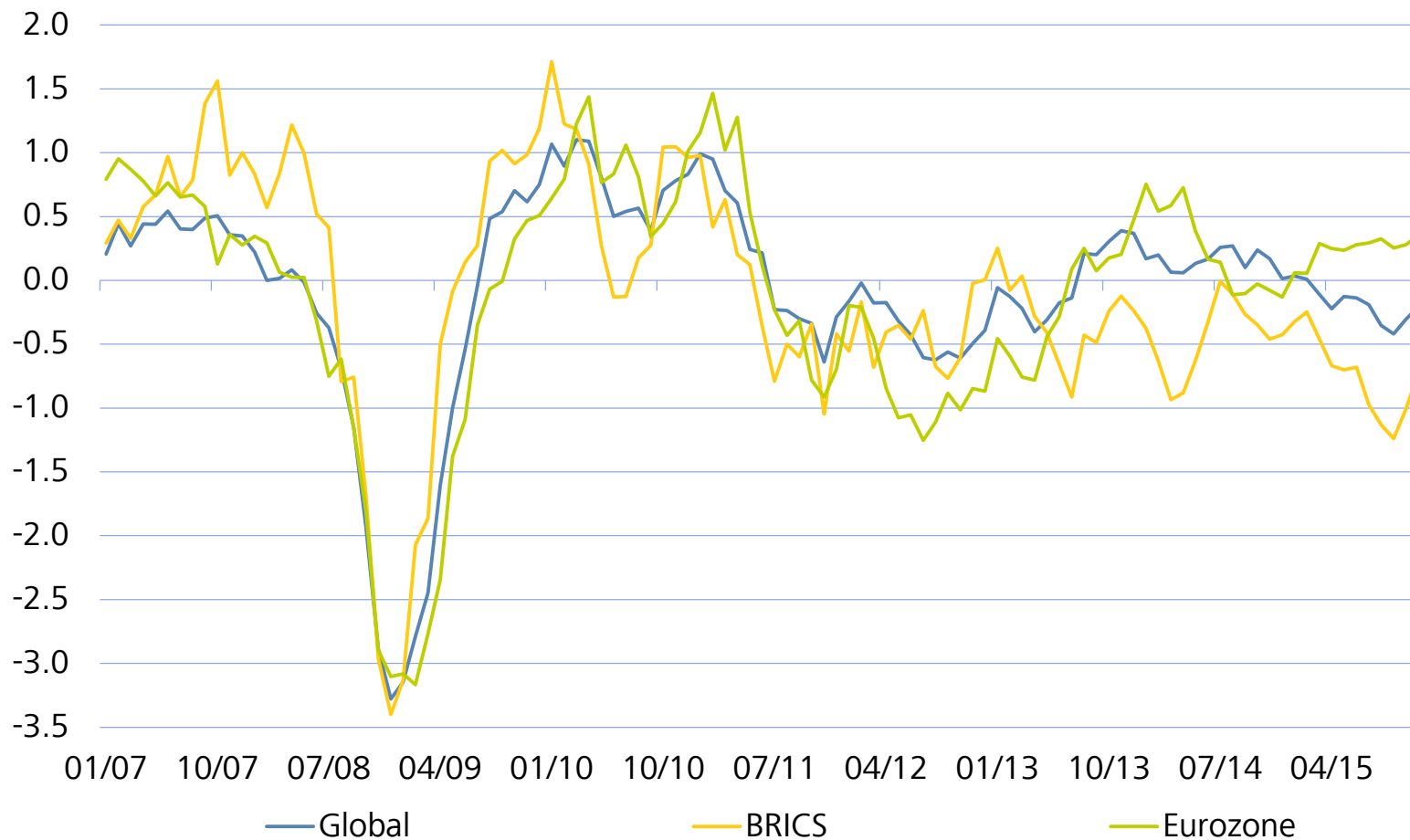
## Ausblick auf Wirtschaft und Märkte

Martin Neff, Chefökonom Raiffeisen Gruppe  
Zürich, 6. Januar 2016

# Perspektiven für die Weltwirtschaft und die Schweiz

# Globale Konjunktur pendelt sich ein: Schwächere Schwellenländer, stärkere Industrieländer

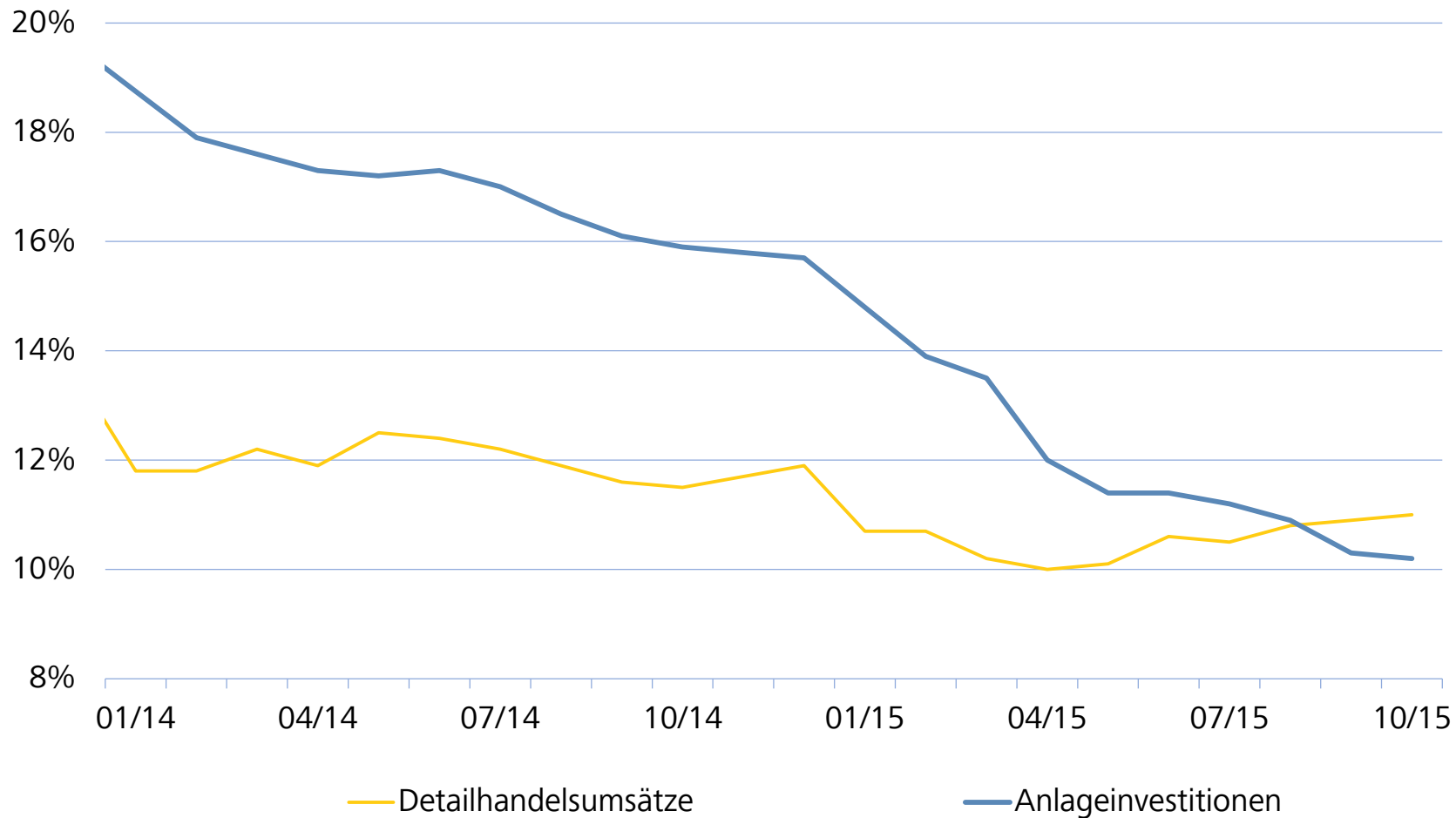
Einkaufsmanagerindizes, standardisiert (0 = Langfr. Durchschnitt)



Quelle: Markit, Raiffeisen Research

# China im Umbruch: Strukturwandel weg von übermässigen Investitionen verläuft bislang geordnet

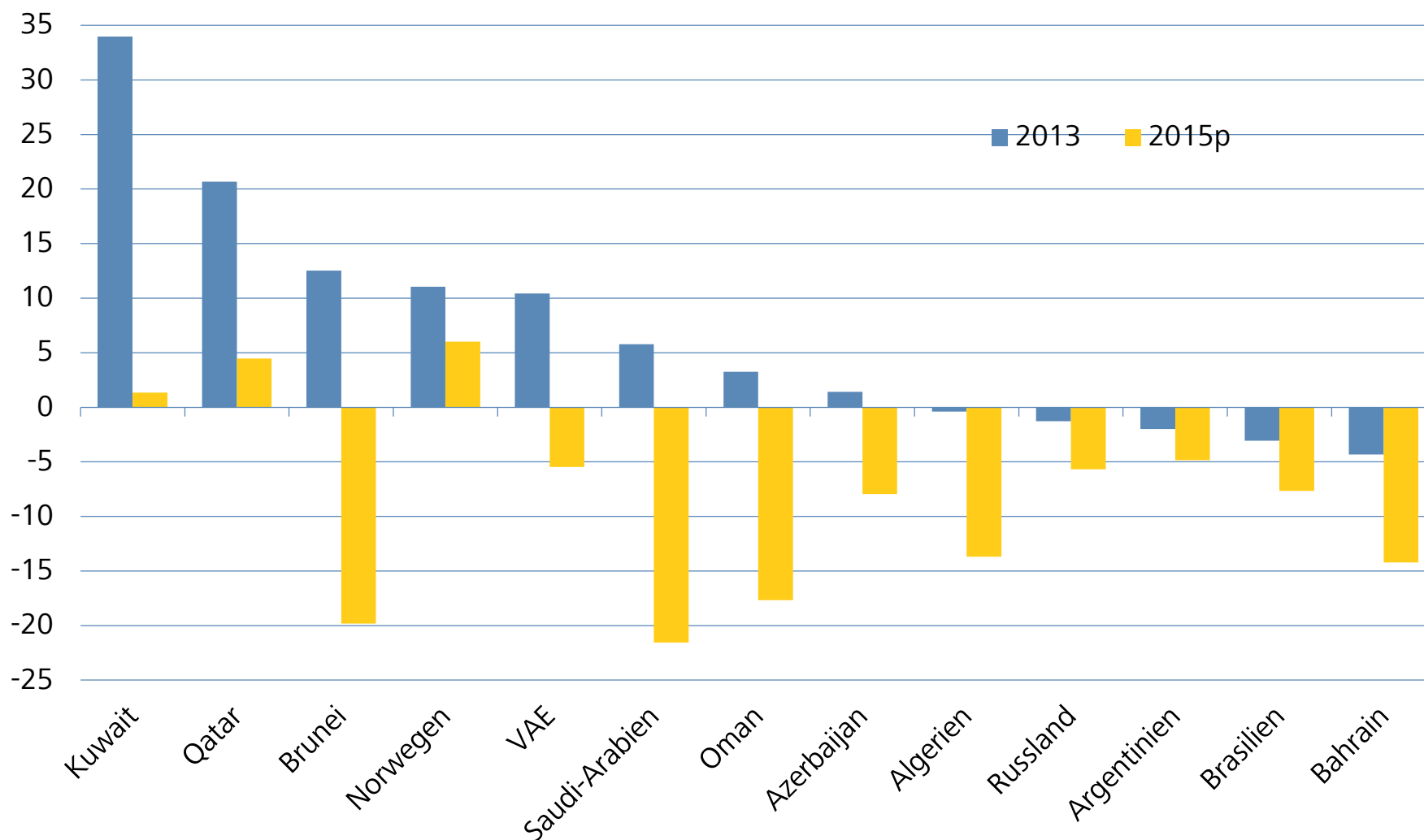
Nominale Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: Datastream, Raiffeisen Research

# Ölpreiszerfall: Förderländereinkommen brechen ein, aber Energiekonsumenten sparen 2 Billionen USD pro Jahr

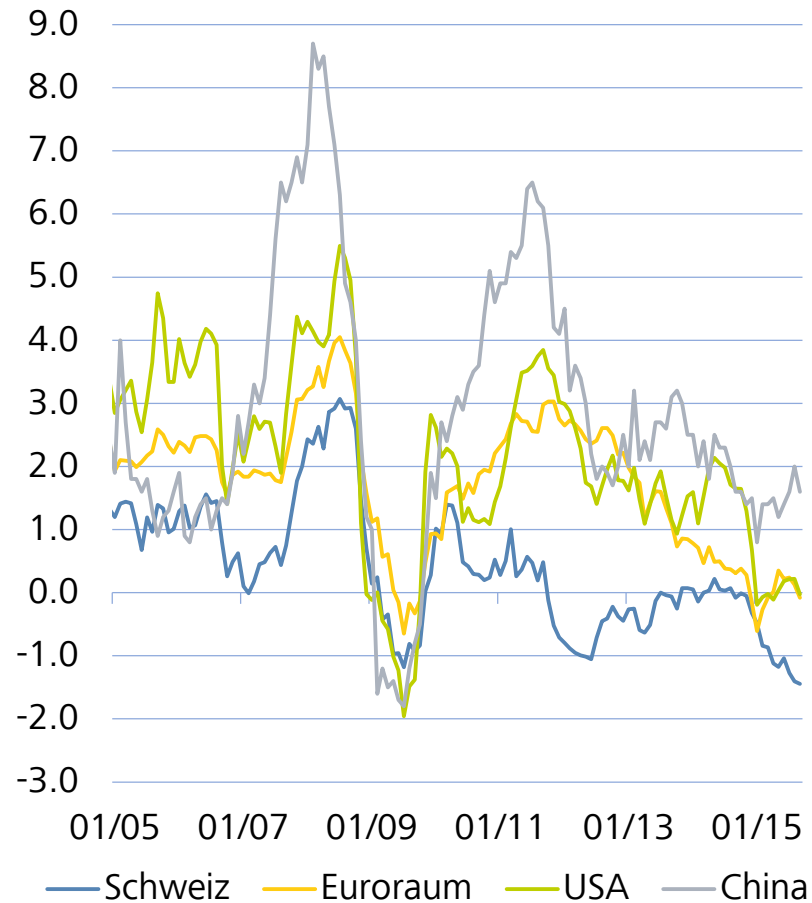
Öffentlicher Budgetsaldo wichtiger Ölexportländer, in % des BIP



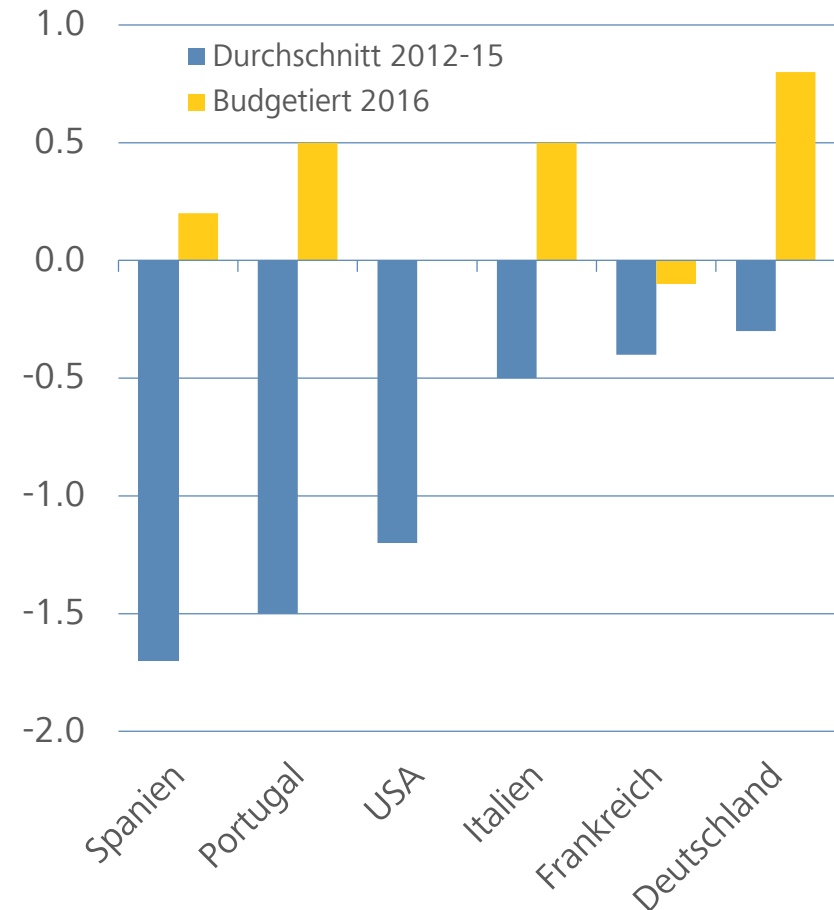
Quelle: IWF, Raiffeisen Research

# Industrieländerkonsum mit Rückenwind, dank niedriger Rohstoffpreise und (vorübergehendem) Ende der Sparpolitik

Konsumentenpreise, in % zum Vorjahr



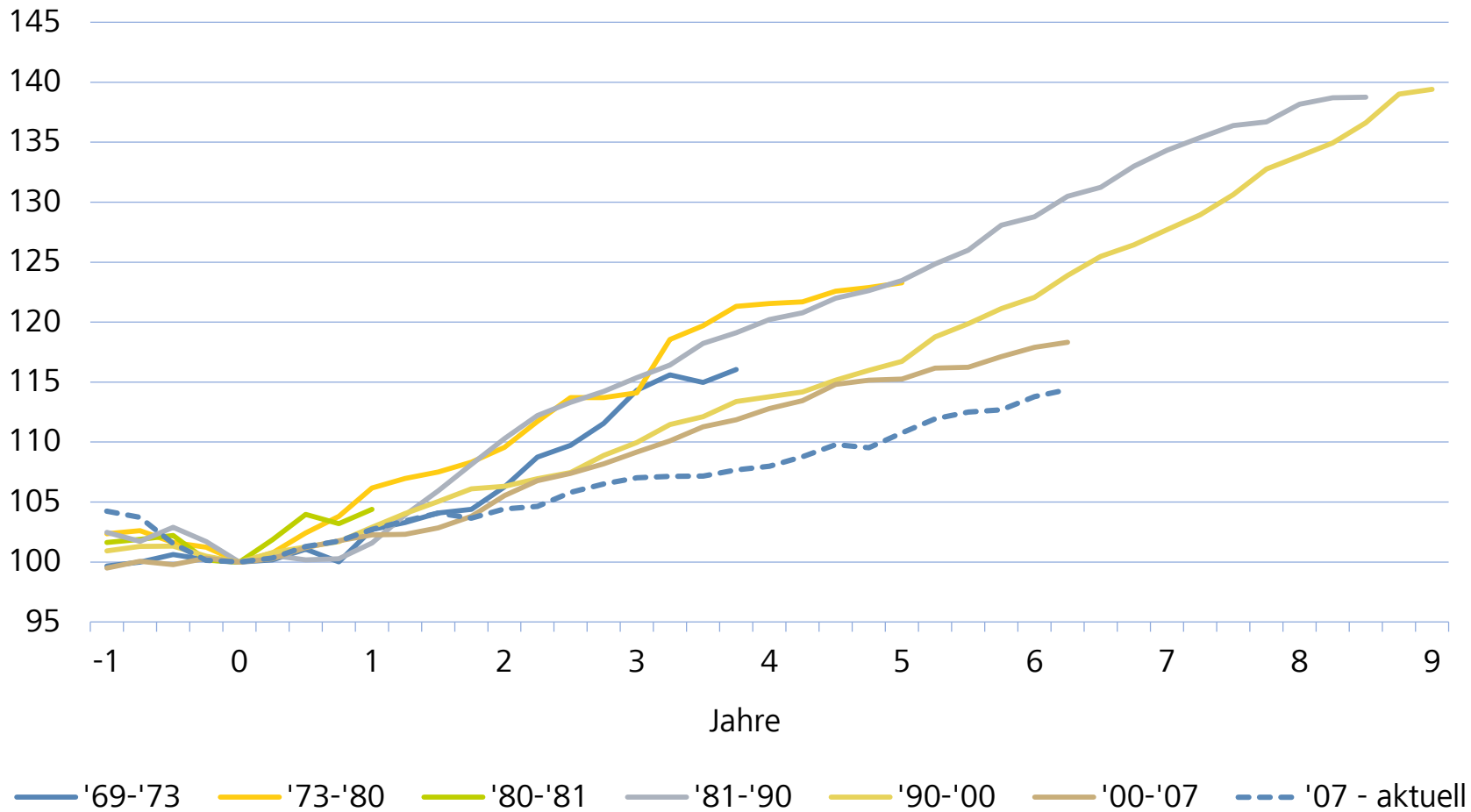
Fiskalischer Impuls p.a., in % des BIP  
(Veränderung des strukturellen Primärsaldos)



Quelle: IWF, Raiffeisen Research

# USA: Aktuelle US-Expansionsphase geht bereits ins 7. Jahr, ist aber vergleichsweise undynamisch

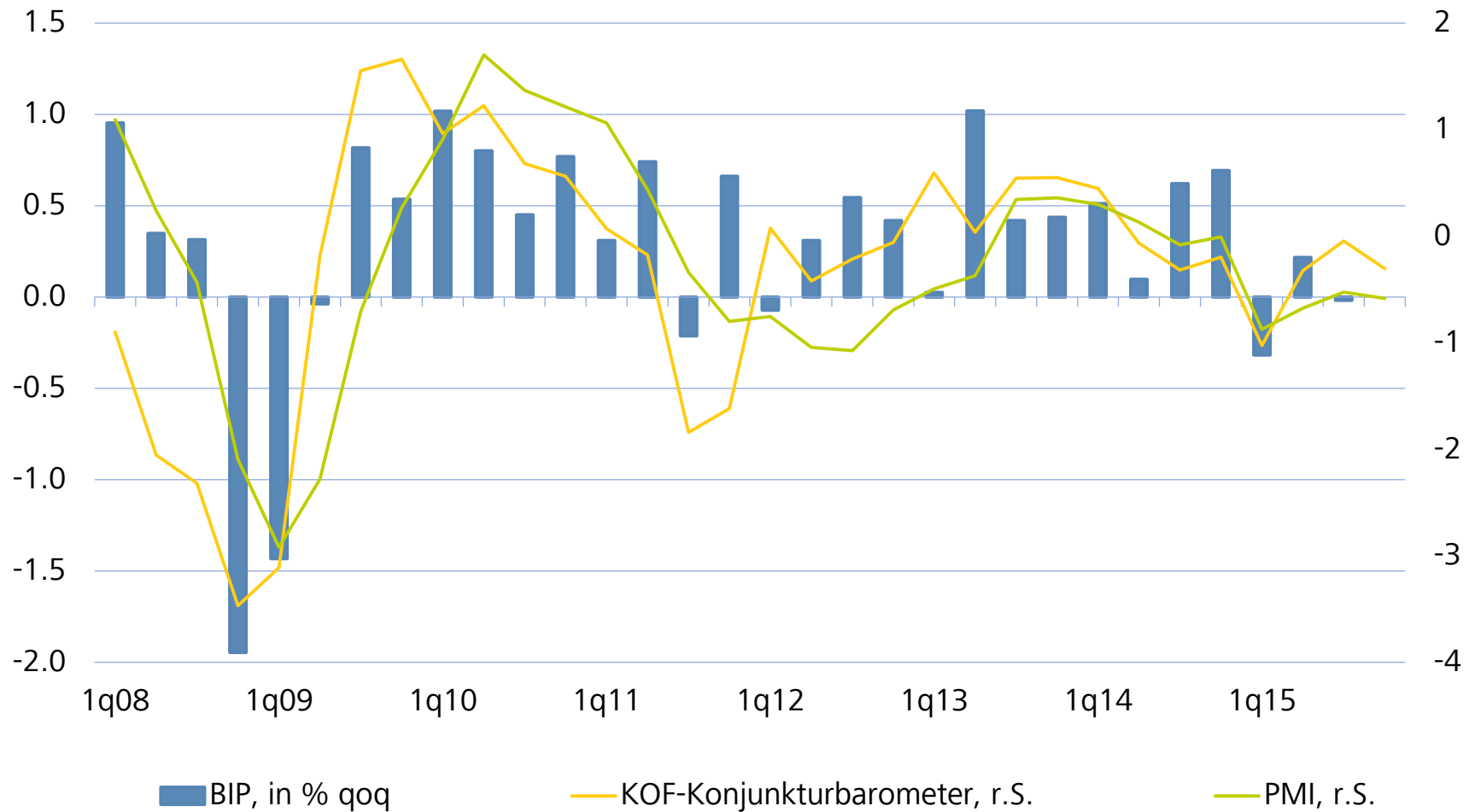
Konjunkturzyklen, indexiert (100=Expansionsbeginn)



Quelle: Datastream, Raiffeisen Research

# Schweizer Konjunktur kommt nicht vom Fleck

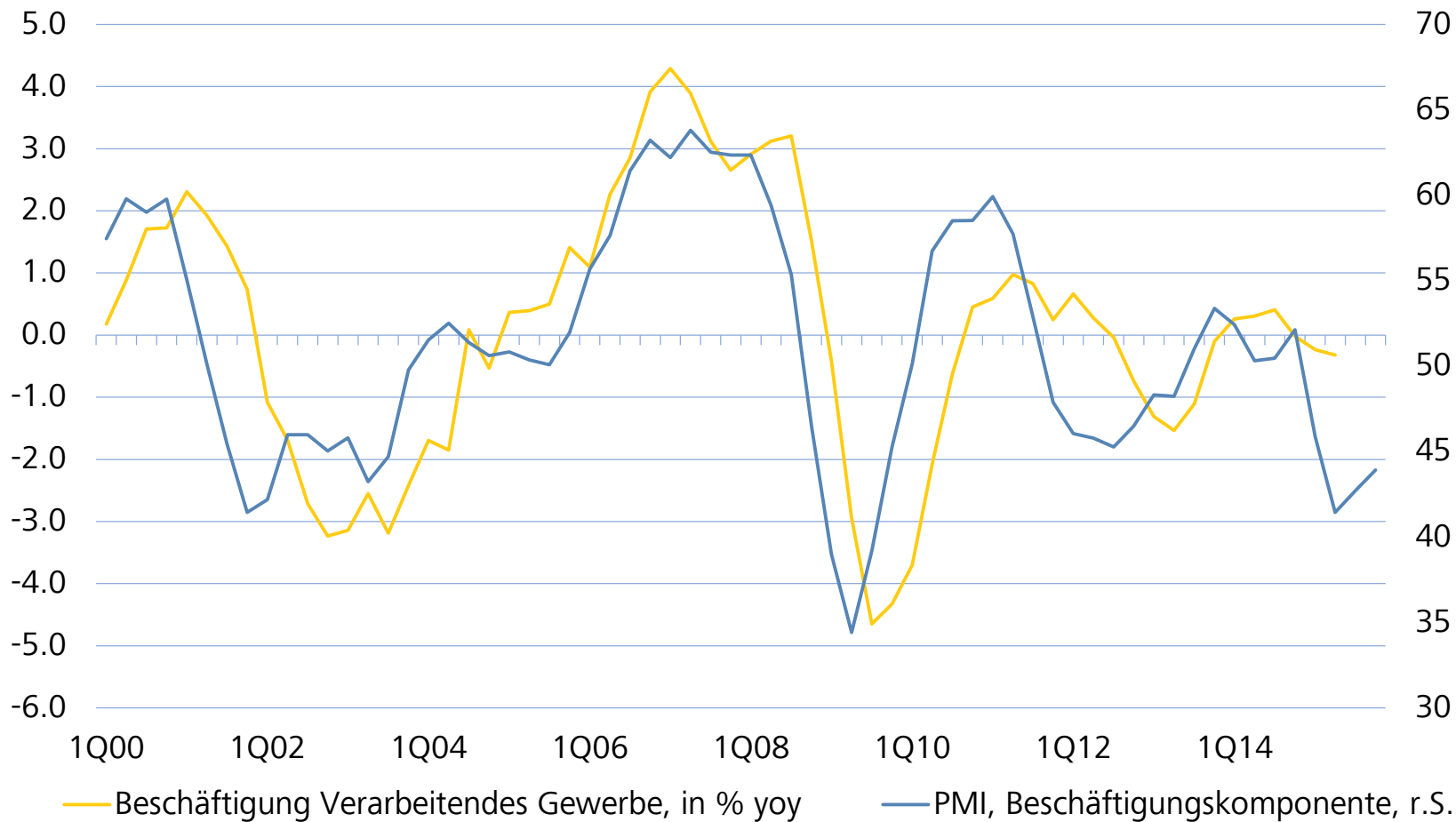
Unternehmensumfragen standardisiert



Quelle: Datastream, Raiffeisen Research

# Wechselkursschock wird noch länger Spuren in der Industrie hinterlassen

## Schweizer Industriebeschäftigung



Quelle: IWF, Raiffeisen Research

# Konjunkturprognosen

Konjunktur	2012	2013	2014	Prognose 2015	Prognose 2016
<b>BIP</b>					
Durchschnittliches jährliches Wachstum (in %)					
Schweiz	1.0	2.0	2.0	0.7	0.9
Deutschland	0.6	0.4	1.6	1.5	1.9
Eurozone	-0.7	-0.5	0.9	1.5	1.8
USA	2.2	1.5	2.4	2.5	2.2
China	7.7	7.7	7.4	6.8	6.2
Japan	1.8	1.6	0.0	0.7	0.8
Global (PPP)	3.4	3.3	3.3	3.2	3.2
<b>Inflation</b>					
Jahresdurchschnitt (in %)					
Schweiz	-0.7	-0.2	0.0	-1.1	0.0
Deutschland	2.0	1.5	0.9	0.3	1.5
Eurozone	2.5	1.3	0.4	0.0	1.2
USA	2.1	1.6	1.8	0.4	2.0
China	2.6	2.6	2.2	1.4	1.7
Japan	0.0	0.3	2.8	0.6	0.8

# Finanzmarktprognosen

Finanzmärkte	2013	2014	Aktuell*	Prognose 3 Monate	Prognose 12 Monate
<b>3M Libor</b>					
Jahresende (in %)					
CHF	0.02	-0.06	-0.82	-0.75	-0.75
EUR	0.26	0.08	-0.12	-0.15	-0.20
USD	0.25	0.26	0.49	0.70	0.75
JPY	0.15	0.11	0.08	0.10	0.10
<b>Kapitalmarktzinsen</b>					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)					
CHF	1.14	0.33	-0.21	-0.1	0.3
EUR (Deutschland)	1.97	0.56	0.61	0.7	1.0
EUR (PIIGS)	4.23	2.22	1.99	2.0	2.1
USD	3.04	2.18	2.22	2.3	2.6
JPY	0.74	0.32	0.31	0.4	0.6
<b>Wechselkurse</b>					
Jahresende					
EUR/CHF	1.23	1.20	1.08	1.10	1.14
USD/CHF	0.89	0.99	0.99	1.00	0.99
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.85	0.83	0.81	0.79	0.83
EUR/USD	1.37	1.21	1.10	1.10	1.15
USD/JPY	105	120	122	125	120
<b>Rohstoffe</b>					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	108	57	40	40	50
Gold (USD/Unze)	1206	1185	1074	1100	1150

\*10.12.2015

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen, Research

**RAIFFEISEN**

# Schweizer Wirtschaft - Detailprognosen

	2010	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p
<b>BIP, real, Veränderung in %</b>	<b>3.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>
Privater Konsum	1.6	0.8	2.7	2.2	1.3	1.2	1.0
Staatlicher Konsum	0.2	2.1	2.1	1.3	1.3	2.7	1.2
Ausrüstungsinvestitionen	4.9	5.3	2.8	0.0	1.3	3.2	0.8
Bauinvestitionen	3.5	2.5	2.9	3.1	3.3	-0.6	0.5
Exporte	7.9	3.5	3.0	0.0	4.2	0.8	0.8
Importe	9.5	4.7	4.4	1.3	2.8	0.9	0.6

<b>Arbeitslosenquote in %</b>	<b>3.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.6</b>
-------------------------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------

<b>Inflation in %</b>	<b>0.7</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.1</b>	<b>0.0</b>
-----------------------	------------	------------	-------------	-------------	------------	-------------	------------

	2012	2013	2014	in 3M	in 12M
<b>Zinsen</b>					
3M Libor	0.01	0.02	-0.06	-0.75	-0.75
10 Jahre	0.53	1.14	0.32	-0.10	0.30

# Aufwärtspotential überschaubar – Risiken überwiegen

- **Brechen Schwellenländer ein ?**

US-Zinswende und Zerfall der Rohstoffpreise löst Abwärtsspirale aus, auch China bekommt den geordneten Strukturwandel nicht hin

- **Hält Erholung im Euroraum ?**

Griechenlandkrise nur vertagt, Labile politische Verhältnisse in Portugal und Spanien, Flüchtlingskrise spaltet EU

- **Eskalation Islamischer Staat / Syrien ?**

IS wird nicht eingedämmt, weltweite Terroranschläge nehmen zu, Flüchtlingsströme nehmen weiter zu

- **Bricht Ukraine-Konflikt wieder aus?**

Waffenstillstand hält nicht, Verschärfung der Sanktionen gegen Russland, Bedrohung der Gasversorgung für Europa

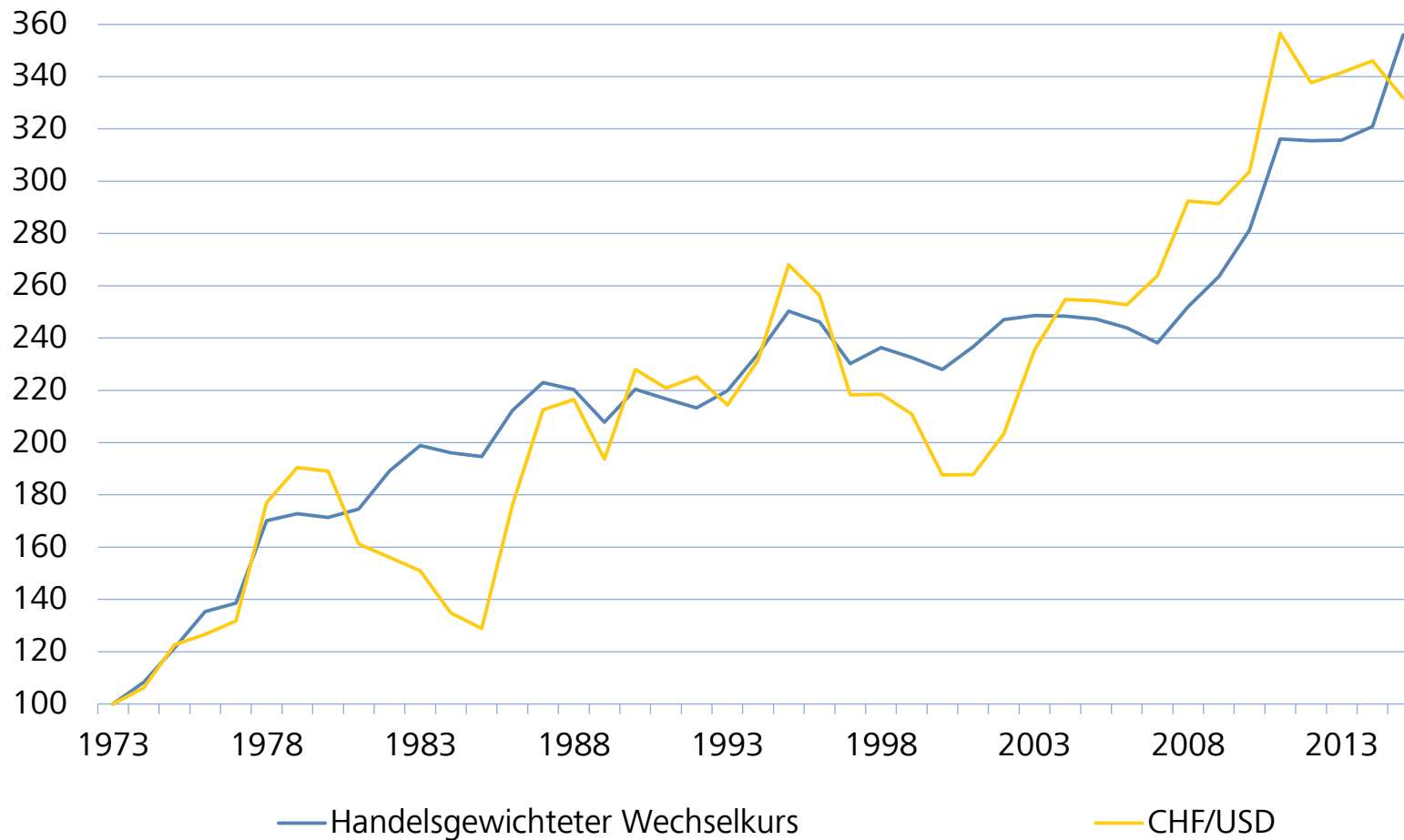
- **Fallen die Bilateralen ?**

Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative setzt Guillotine-Klausel in Kraft, Bilaterale werden von der EU gekündigt, Marktzugang für Schweizer Unternehmen wird erschwert, Investitionsstillstand und –abwanderung lähmt die Schweizer Wirtschaft

# Deindustrialisierung

# Starker Franken keine Neuigkeit

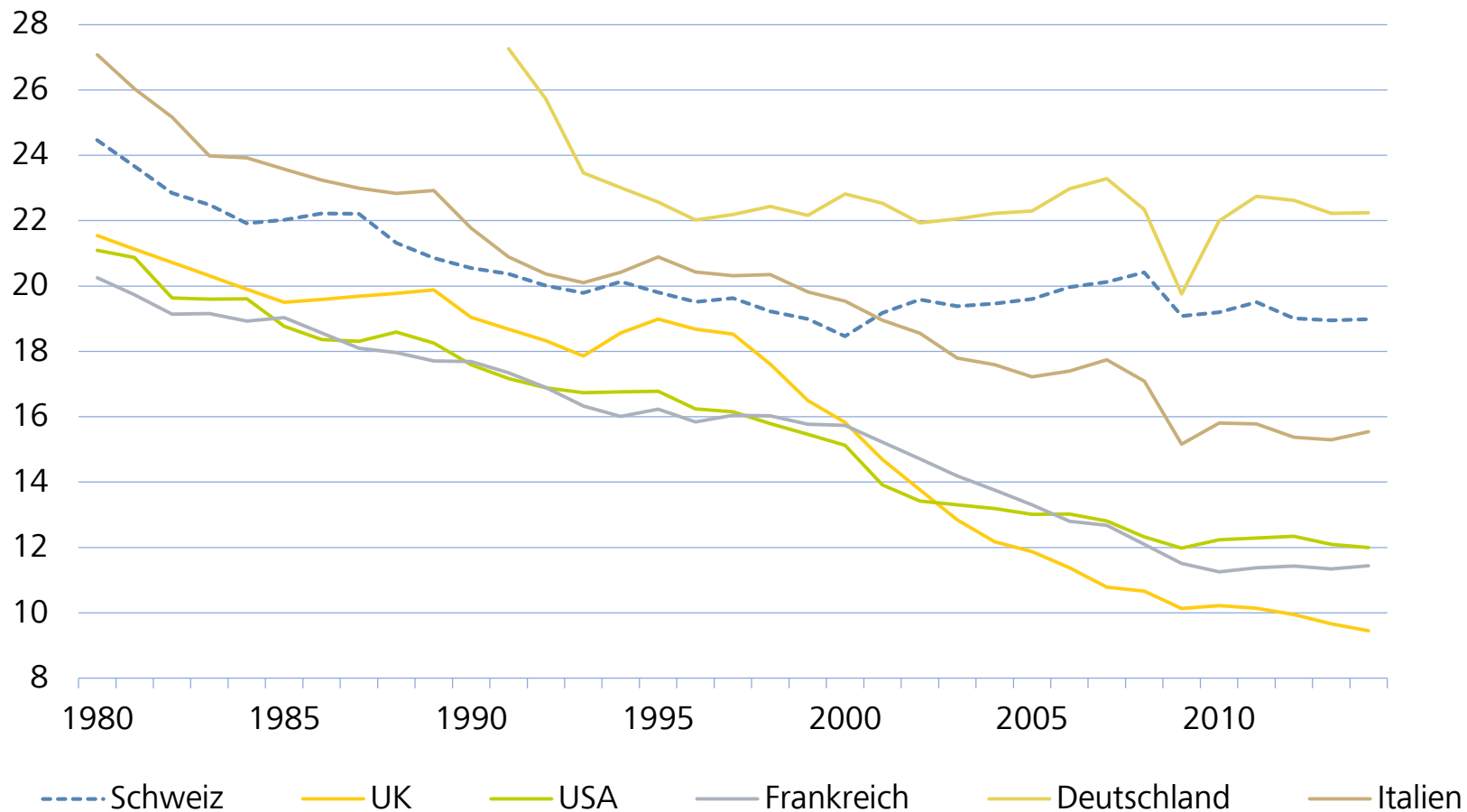
Wechselkursindex (1973=100)



Quelle: Datastream, BIZ, Raiffeisen Research

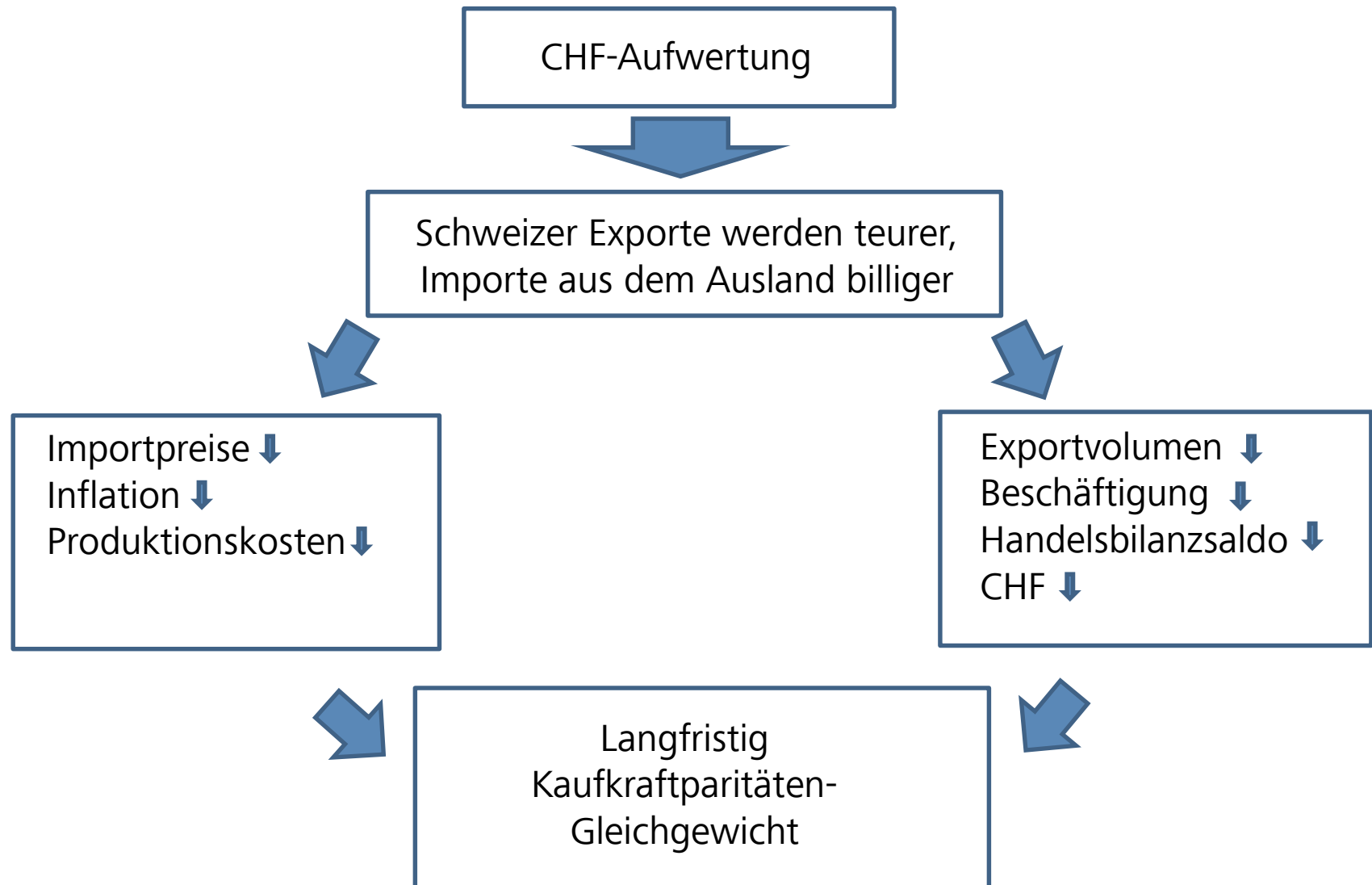
# Trotzdem stabiler Schweizer Industriebeitrag

Anteil Wertschöpfung Verarbeitendes Gewerbe, in % der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung



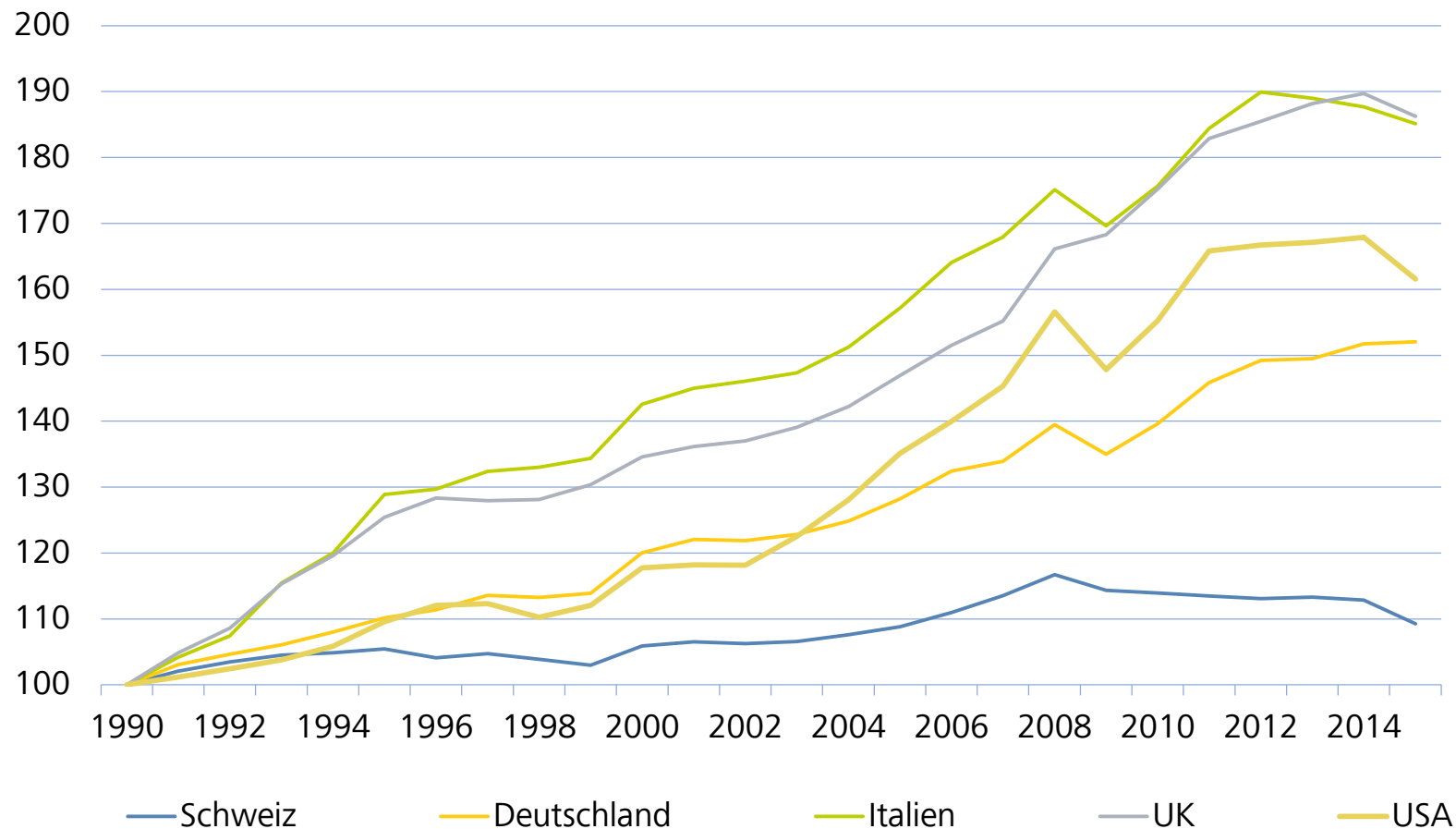
Quelle: Datastream, BFS, BEA, Raiffeisen Research

# Wirkungskette einer CHF-Aufwertung gemäss ökonomischer Theorie



# Starke Währung bedeutet geringere Produktionskostendynamik

Raiffeisen-Produktionskostenindikator Verarbeitendes Gewerbe, Index (1990=100)

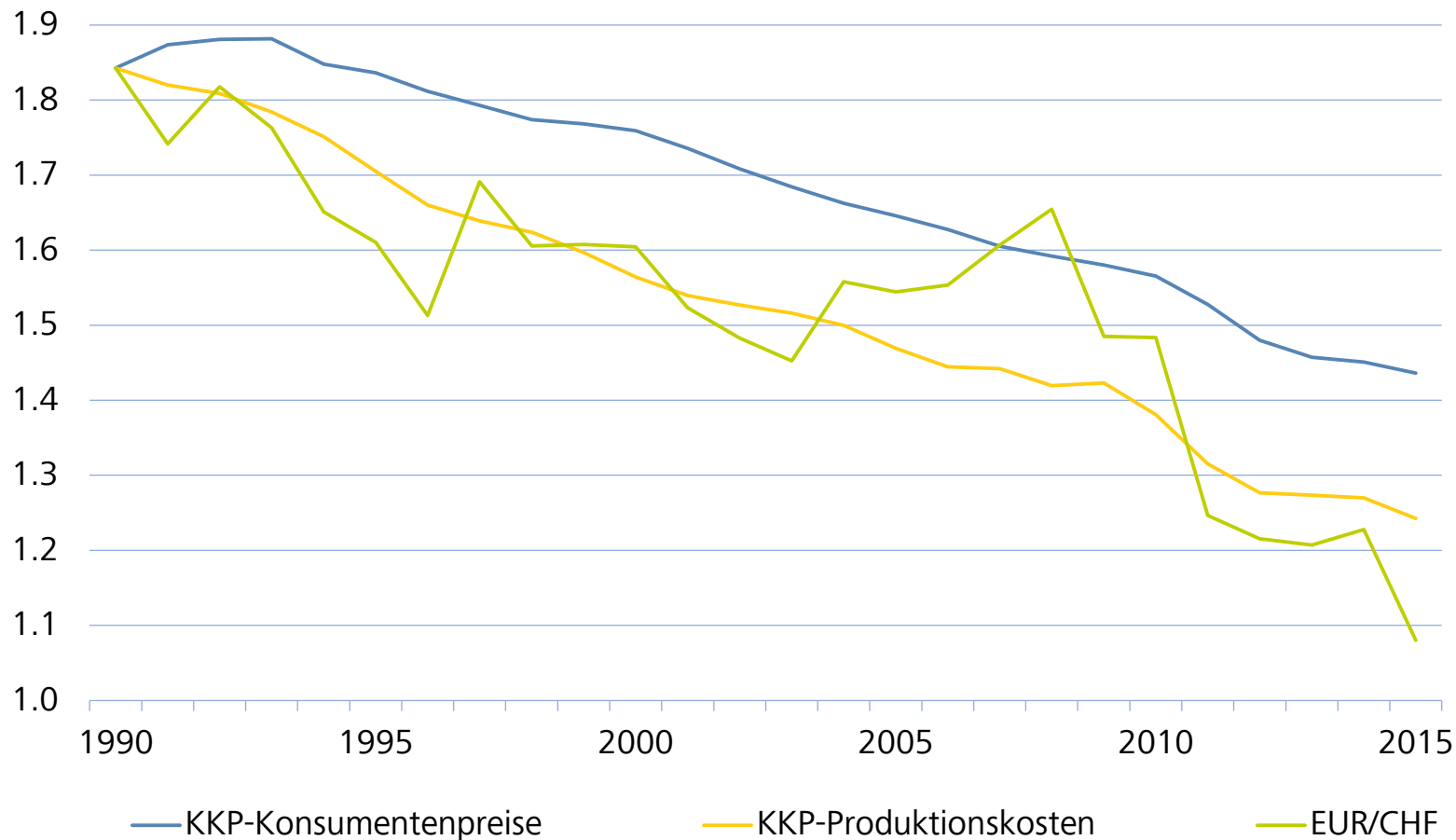


Quelle: Raiffeisen Research

**RAIFFEISEN**

# Bis zum Wechselkursschock keine starke Überbewertung des Franken

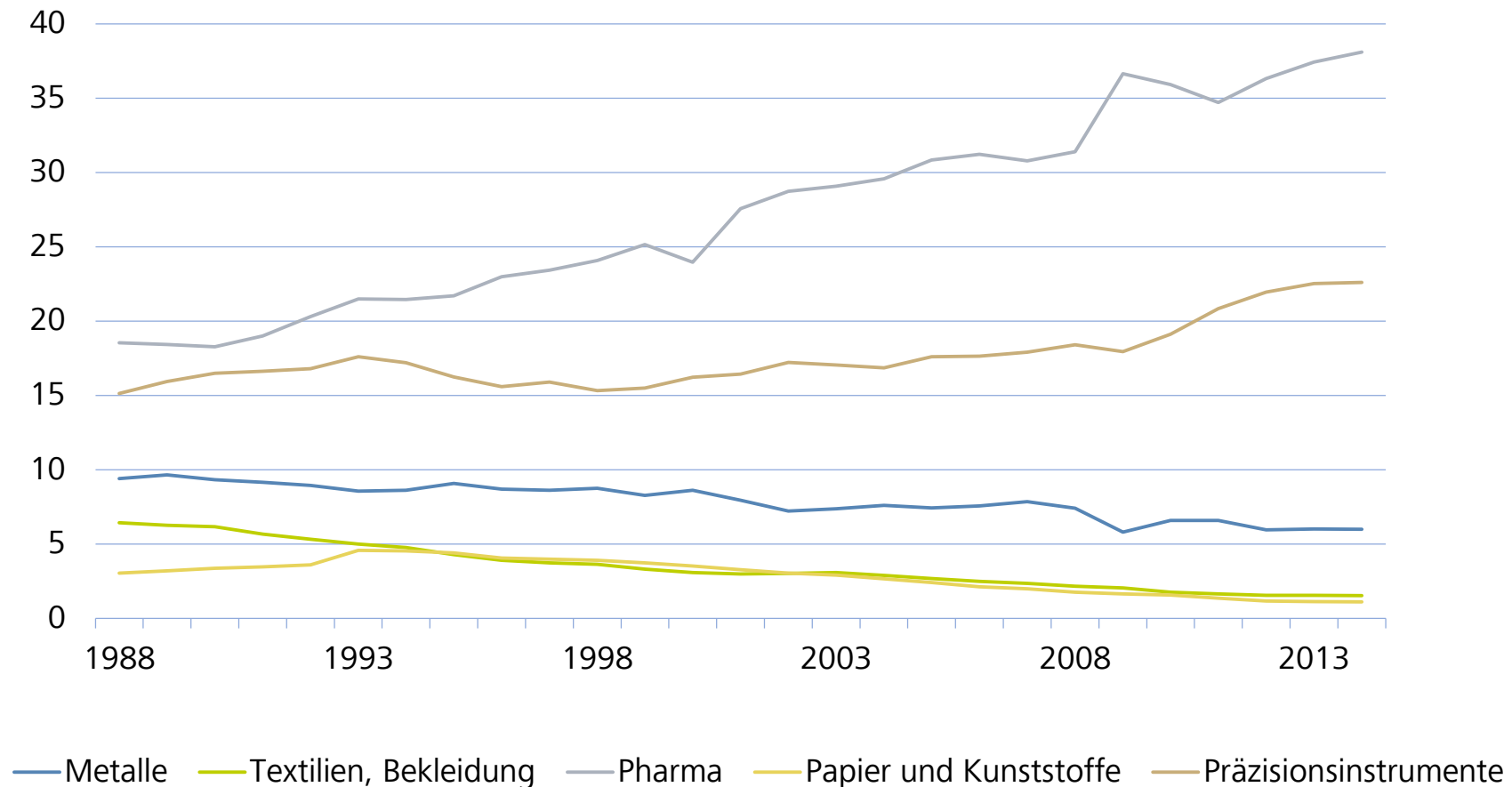
Nominaler EUR/CHF-Wechselkurs und "faire" Werte auf Basis Kaufkraftparitäten (KKP)



Quelle: Datastream, Raiffeisen Research

# Starke Währung treibt Strukturwandel an

Anteile Sektoren an Gesamtbruttowertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe, in %

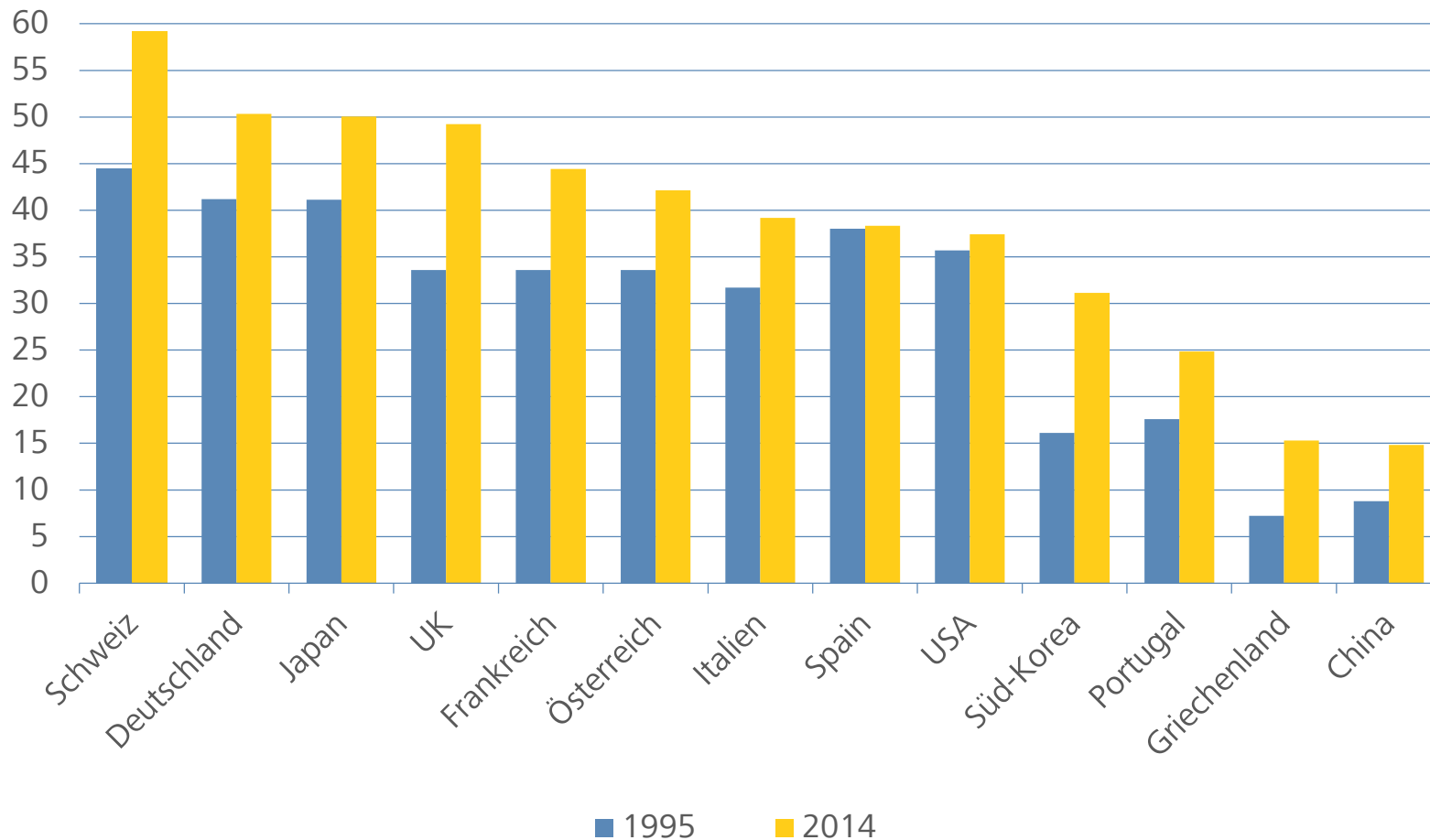


Quelle: BfS, Raiffeisen Research

**RAIFFEISEN**

# Schweizer Industrie auf «komplexe» Produkte spezialisiert

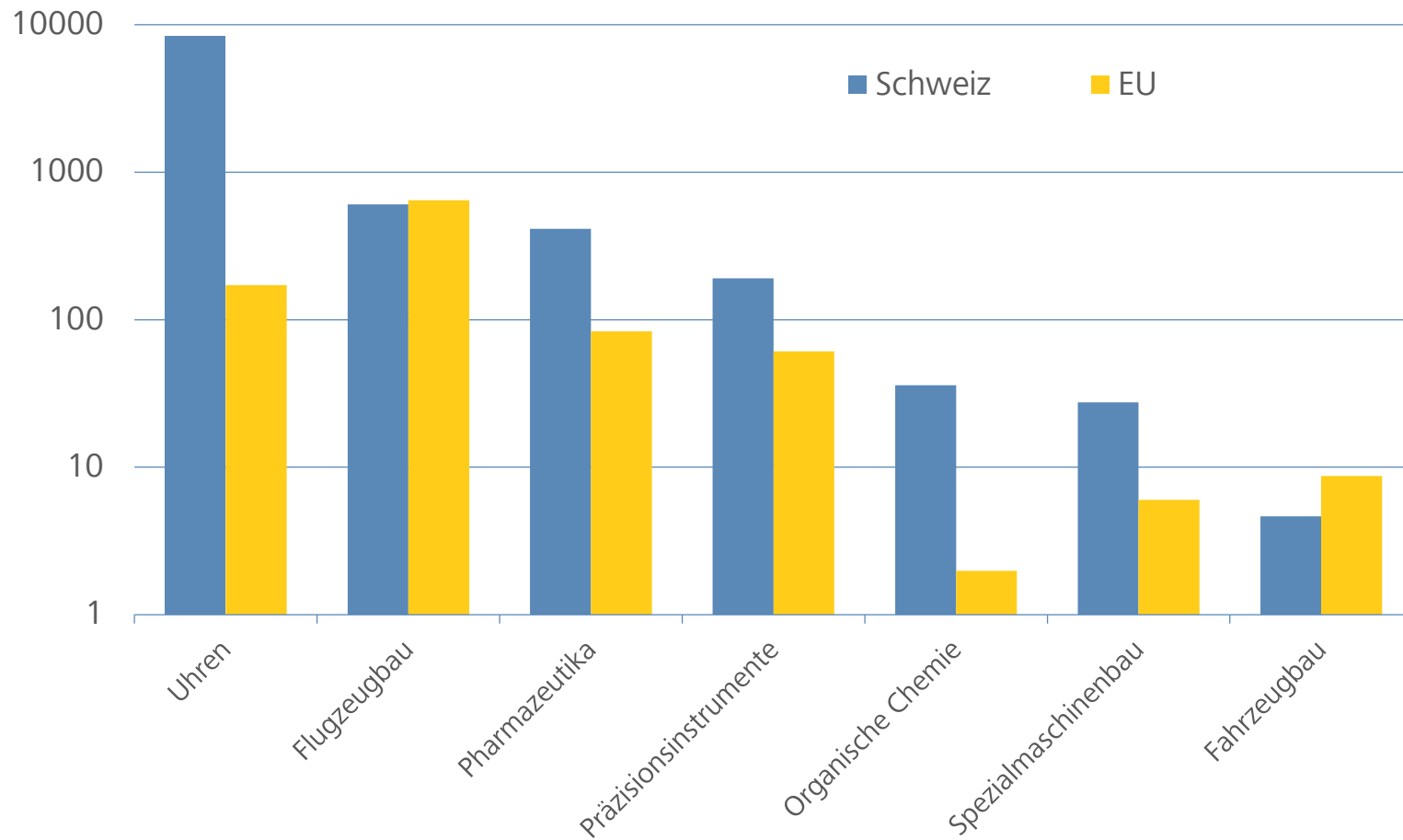
Anteil immobile Schumpetergüter an Exporten im Verarbeitenden Gewerbe, in %



Quelle: Unctad, Raiffeisen Research

# Mehr Wert pro Kilo

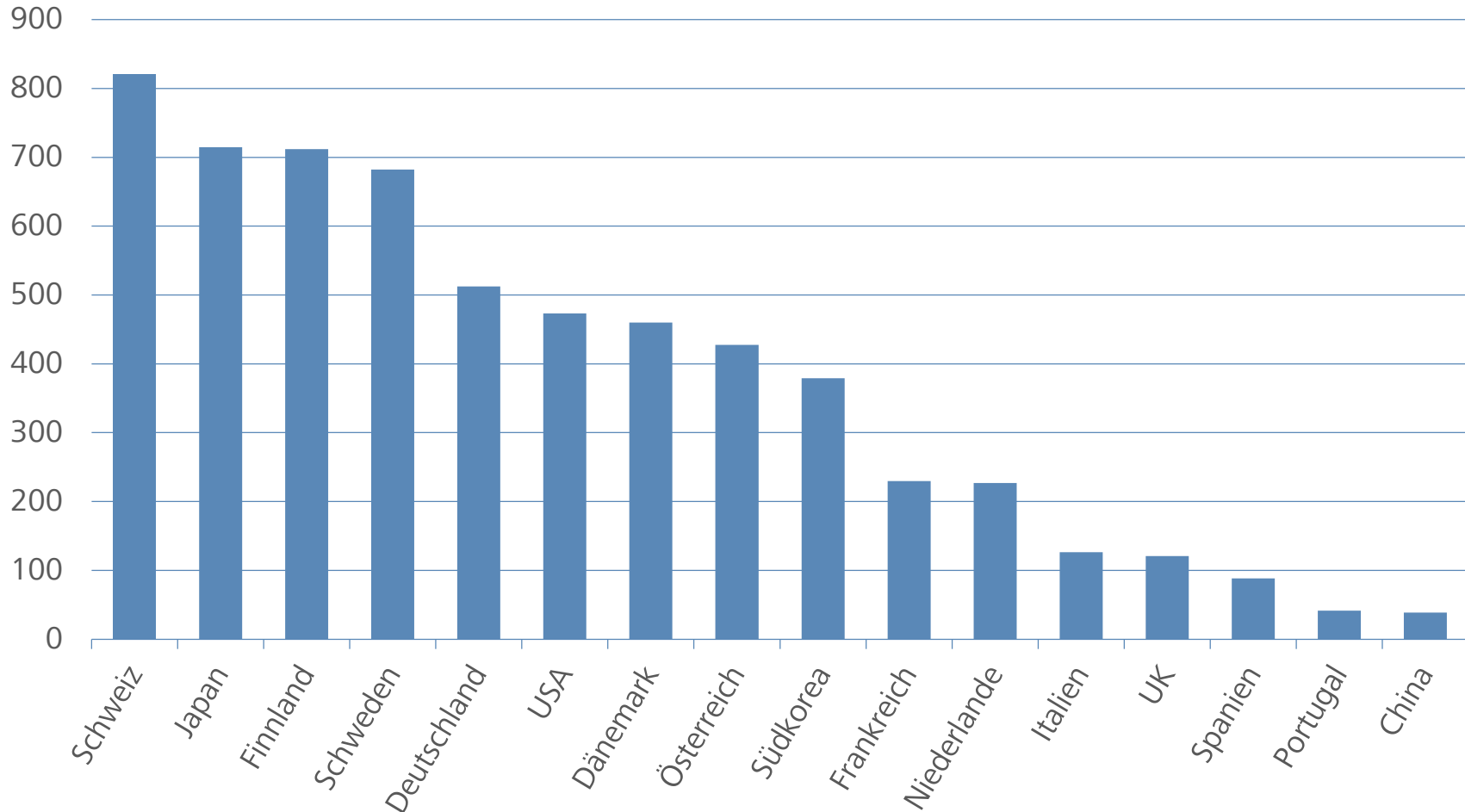
Exporterlöse in Euro pro kg, logarithmierte Skala



Quelle: Eurostat, Raiffeisen Research

# Starke Währung zwingt zu Innovation

Forschungs- und Entwicklungsausgaben der Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe je Einwohner; in Euro; Durchschnitt 2008-2012



Quelle: OECD, Raiffeisen Research

# Ein Jahr nach dem Wechselkursschock die Bilanz

- Das Ausmass ist noch nicht in den Zahlen sichtbar, wird sich aber 2016 in diesen niederschlagen.
- In der Industrie herrscht wenig Zuversicht, dass sich die Lage 2016 markant verbessern wird.
- Der Druck auf die inländischen Zulieferer ist mindestens so hoch, wie auf die exportorientierten Firmen selbst.
- Der Tourismusindustrie droht der Start ins 2016 auch noch witterungsbedingt zu missglücken
- Mehrarbeit für denselben Lohn ist keine dauerhafte Massnahme
- Es braucht flankierende Massnahmen, um qualifizierte Unternehmen zu entlasten

# Research Publikationen

# Mit Raiffeisen Research auf dem Laufenden. Publikationen im Überblick ():

## Anlagepolitik

Monatliche Einschätzung zu  
Wirtschaft und Märkten mit  
taktischen Allokationsempfehlungen

## Weitblick

Quartalsweise Einschätzung der  
globalen und Schweizer  
Wirtschafts- und Zinsentwicklung

## Wochenausblick

Wöchentliches Update zu aktuellen  
Wirtschaftsdaten, inklusive  
Fokusthema der Woche

**Anlagepolitik – Februar 2015**  
Hektik weicht, Spannung bleibt

Raiffeisenbank Bündner Rhodental, Gubins Architekten ETH SIA AG

**RAIFFEISEN**

**Economic Research**  
**Weitblick 4Q14**

Zürich, 11. Dezember 2014  
Raiffeisen Economic Research  
economic-research@raiffeisen.ch  
Tel. +41 044 226 74 41

**Globale Konjunktur stabilisiert sich – etwas geschmiert vom Öl**

Die Weltkonjunktur hat 2014 an Schwung verloren. Dabei entwickelte sich die Dynamik in den einzelnen wichtigen Wachstumsregionen weiterhin sehr unterschiedlich. In der von der Schuldenkrise geplagten Eurozone wurden die optimistischen Erwartungen nicht erfüllt. Vor allem die grossen, reformhungrigen Länder (Italien und Frankreich) bremsen. Aufgrund der mageren Fortschritte in der wichtigsten Handelspartneregion hat sich auch der Ausblick für die Schweiz abgeschwächt. In die entgegengesetzte Richtung bewegt sich das Momentum auf der anderen Seite des Atlantik. Die teilweise witterbedingte Wachstumschwäche im ersten Quartal in den USA ist mittlerweile einem soliden Aufschwung gewichen. Im Gegensatz zur Eurozone sind die strukturellen Aufbaumassnahmen nach der Finanzkrise weit vorangeschritten. Nicht zuletzt die Schuldenlast der privaten Haushalte hat sich entscheidend verbessert. Zusammen mit der kontinuierlichen Erholung am Arbeitsmarkt ist der private Konsum wieder zum Wachstumsmotor geworden.

In den wichtigen Schwellenländern sind ebenfalls erhebliche Unterschiede auszumachen – bei einer insgesamt schwächeren Dynamik. Das lässt sich exemplarisch gut anhand der BRIC-Staaten veranschaulichen. In Indien hat sich der Ausblick seit der Wahl des neuen Premiers Narendra Modi aufgehellt. Erste vorsichtige Reformen zeigen bereits Wirkung. Diese fehlen in Brasilien. Dort ist das Wachstumsmodell nach den Verbesserungen durch den früheren Präsidenten Lula da Silva, die vor allem Fortschritte für die ärmere Bevölkerung gebracht haben, an seine Grenzen gestossen. Die Wirtschaft ist in diesem Jahr sogar in eine Rezession gerutscht. Darüber hinaus befürchtet sich China nach einer langen Phase sehr starken Wachstums, die seit der Finanzkrise durch massive staatliche Stimulusmassnahmen hochgehalten wurde, in Unbruch. Das kreditbefeuerte, investitionsgetriebene Wachstum soll stärker vom Konsum getragen werden. Der schwierige strukturelle Wandel wird – zumindest bislang – von einer kontrollierten Abnahme des Expansionstempo begleitet.

Vergleichsweise negativ hat sich schliesslich die Lage in Russland entwickelt. Die von der Rohstoffproduktion dominierte Wirtschaft erlebt eine Verbleibung. Einerseits belastet der Ukraine-Konflikt und die damit verbundenen Sanktionen schwer. Die Kapitalflucht hat drastische Dimensionen erreicht. Weiterhin reduziert die niedrigen Rohstoffpreise, und speziell der Einbruch des Ölpreises seit Mitte des Jahres, die Staatseinnahmen erheblich.

Einbruch des Ölpreises führt zu massiver Umverteilung. Die Notierung für Rohöl der für Europa massgeblichen Sorte Brent hat im zweiten Halbjahr auf USD-Basis um ein Drittel nachgegeben. Getrieben ist der Rückgang hauptsächlich durch die schwächere globale Nachfrage sowie die aufgrund des Fracking-Booms in den USA stark gestiegene Produktion. Das bedeutet insgesamt einen spürbaren Angebotsüberschuss. Zusammen mit dem allgemeinen Abwärtstrend bei den Rohstoffpreisen hat dies einen nennenswerten Einfluss auf die Weltwirtschaft. Eine einfache Rechnung illustriert dies: Die weltweite Nachfrage nach Rohöl beträgt aktuell rund 92 Millionen Fass pro Tag. Ein nachhaltiger Rückgang des Preises um 40 USD, wie man ihn zuletzt beobachten konnte, bedeutet für die Ölkonsumenten eine Ersparnis von über 1.3 Billionen USD pro Jahr, oder umgerechnet über 1.5% des Welt-BIP.

**Abwärtstrend bei den Rohstoffpreisen**  
USD-Preis, Index (Jan-00=100)

Quelle: Statistiken, Raiffeisen Research

Leider bringt der Kaufkraftgewinn keinen entsprechend hohen Impuls für die globale Konjunktur. Die niedrigen Energieausgaben auf der einen Seite bedeuten einen gleich hohen Einnahmerückgang bei den Exporteuren. Aufgerechnet wird aber, bei einem von uns erwarteten anhaltend niedrigen Ölpreisniveau, ein spürbar positiver Effekt für die Weltwirtschaft resultieren. Denn die Ausgabenelastizität ist bei Ölkonsumenten generell höher als bei den Ölproduzenten. Das heisst, der Kaufkraftgewinn wird vom Verbraucher eher für zusätzlichen Konsum genutzt, als dass ein Einnahmerückgang zu entsprechend geringeren Ausgaben führt. Dies hat sich mit umgekehrten Vorzeichen in der vorangegangenen Phase eines hohen Ölpreises gezeigt. Die Massnahmen der Erdölproduktländer wurden zu einem guten Teil

**Economic Research**

**RAIFFEISEN**

**Economic Research**  
**Wochenausblick #8**

Zürich, 13. Februar 2015  
Raiffeisen Economic Research  
economic-research@raiffeisen.ch  
Tel. +41 044 226 74 41

Datum	Zeit	Land	Ergebnis/Indikator	Vorwert	Konsens	Kommentar	
16.02.	00.50	JP	BIP-Wachstum, q/q	Q4	-0.5%	0.0%	Privatkonsument und Nettoexporte erholen sich nach deutlich
16.02.	17.30	EU	Griechenland-Gespräche				Nächste Verhandlungsrunde im Schuldenpoker (siehe Seite 2)
17.02.	02.30	CH	Preis neuer Wohnimmobilien, yoy	Jan	-4.3%		Preisstruktur setzt sich fort
18.02.	14.30	USA	Baugenehmigungen	Jan	103K	107K	Niedrige Hypotheken und Stellenwachstum sprechen für Anstieg
18.02.		JN	Börsenrutsch				JPY-Schwäche deutet nicht auf unmittelbare Börsenmassnahmen hin
18.02.	15.15	USA	Industrieproduktion, yoy	Jan	4.9%	5.6%	Keine Anzeichen für Abkehr vom Aufwärtstrend
18.02.	20.00	USA	FOMC-Sitzungsprotokoll	Jan			Anzeichen zu intentionalen Rissen im FOMC
19.02.	08.00	CH	Handelsbilanzsaldo (in Mrd. CHF)	Jan	1.52		Schwacher Franken wird im Jahresauftrag zur Belastung
19.02.	16.00	EU	Konsumentenvertrauen	Feb	-8.5	-8.0	Sinkende Preise verbessern Konsumantenstimmung
20.02.	10.00	EU	Composite PMI	Feb	52.6	53.0	Schwacher Euro und tiefer Ölpreis verbessern Stimmung

**Politische Risiken in Europa bleiben hoch**  
**US-Arbeitsmarkt auf Hochtour**  
**Fokus: Griechenlands Schuldenpoker**

Die schwierigen Verhandlungen zwischen Griechenland und den europäischen Partnern über die Fortsetzung des Hilfsprogramms haben nicht zu einer schnellen Einigung geführt. Die Gefahr des Scheiterns der Verhandlungen bleibt vorerst real. Wir halten es aber für wahrscheinlicher, dass ein Kompromiss gefunden wird, der zumindest für die kommenden Monate die Zahlungsfähigkeit Griechenlands sicherstellt (siehe Seite 2).

Die prekäre Lage in der Ukraine hat sich nach den Verhandlungen in Minsk nicht weiter verschärft. Am kommenden Sonntag um Mitternacht soll ein Waffenstillstand in Kraft treten. Kurzfristig ist somit keine weitere Eskalation des Konflikts zu erwarten. Neue scharfe Sanktionen gegen Russland oder Waffenlieferungen an die Ukraine sind für den Moment unwahrscheinlich. Die europäischen Aktienbörsen haben darauf positiv reagiert, insbesondere in der Ukraine und Russland. Für Erleichterung in Kiev sorgte auch der IMF-Kredit, mit dem nun ein baldiger Staatsbankrott unwahrscheinlich geworden ist. Ohne eine politische Lösung, welche den Status der Ostukraine dauerhaft regelt, dürfte die Unsicherheit aber weiter gross bleiben.

Doch auch unter Berücksichtigung der Risiken in Griechenland und der Ukraine zeichnet sich grundsätzlich eine leichte Konjunkturbeschleunigung in der Eurozone ab. Die Unternehmensstimmung und das Konsumentenvertrauen haben zuletzt wieder einen Aufwärtstrend eingeschlagen. Die Unternehmen profitieren von niedrigen Energiepreisen sowie besseren Exportaussichten infolge des schwachen Euros. Den Verbrauchern bescheren die sinkenden Preise Kaufkraftgewinne. Die Stimmungskennzahlen dürften deshalb auch nächste Woche ordentliche Konjunkturperspektiven anzeigen. In den BIP-Daten für das Schlussquartal 2014 zeigt sich bereits eine Wachstumsbeschleunigung. Nach 0.2% im Q3 legte das Euroarea-BIP im Q4 um 0.3% gegenüber Vorquartal zu.

Neben Griechenlands Schuldenpoker steht nächste Woche vor allem das Protokoll der letzten US-Notenbankitzung im Fokus der Märkte. Es sollte Aufschluss darüber geben, was genau mit dem neuen Passus im Communiqué gemeint ist, wonach die Fed bei ihrem Zinsentscheid auch internationale Entwicklungen berücksichtigen wird. Neben der aktuell niedrigen Inflation könnte die Fed beispielsweise auch eine weitere starke Dollaraufwertung zum Anlass nehmen, die Zinserhöhung zu verschoben. Am Anstieg ist dies jedoch nicht angelegt und grundsätzlich fiel die Lagebeurteilung der Notenbank optimistisch aus. Wenn Janet Yellen am 24. Februar im Rahmen der halbjährlichen Anhörungen vor den Kongress tritt, dürfte diese Einschätzung immer noch zutreffen. In den letzten 3 Monaten wurden über eine Million neue Stellen geschaffen. Die durchschnittlichen Stundenlöhne haben sich zwar nur leicht verbessert. Weil aber die mittlere Wochenarbeitszeit in den letzten Monaten zugenommen hat, ist das erzielte Arbeitskommen dennoch spürbar gestiegen. In den Detailhandelszahlen für Dezember und Januar hat sich das noch nicht wiederergegeben. Ein wesentlicher Teil des zusätzlich verfügbaren Einkommens wurde gespart. Fundamental bleiben die Perspektiven für das Lohnwachstum und den Privatkonsument in den USA aber durchwegs positiv. Und im weiteren Jahresverlauf sollte das mit einer zeitlichen Verzögerung wieder zu einer stärkeren Konsumneigung führen. Mit den guten Arbeitsmarktdaten haben sich die Zinszuhoheerwartungen wieder leicht nach vorne verschoben, wodurch der Rückgang bei den Langfristzinsen gestoppt wurde. In den letzten zwei Wochen ist die zehnjährige Treasury-Rendite um 35 Basispunkte angestiegen. Das Sitzungsprotokoll könnte weitere Hinweise liefern, die unsere Einschätzung einer Zinsanhebung gegen Mitte Jahr unterstützen.

[reports.es@raiffeisen.ch](mailto:reports.es@raiffeisen.ch)

**Economic Research**

**RAIFFEISEN**

# Mit Raiffeisen Research auf dem Laufenden. Publikationen im Überblick (II):

## Einblick

Vertiefte Analysen zu ökonomischen Themen in unregelmässigen Abständen

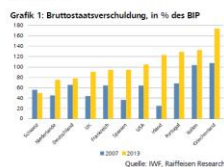


### Private Verschuldung - Treiber Immobilienmarkt

- Die drastische private Schuldenausweitung in vielen Industrieländern wurde mit der Finanzkrise abrupt gestoppt. Die Banken, die in Kontinentaleuropa das Gros der Privatschuldung finanzieren, verbuchten in den letzten Jahren sehr hohe Kreditausfälle – speziell in den Euroraum-Schuldenrisikoländern mit zwei aufeinanderfolgenden Rezessionen.
- Bei den privaten Haushalten wurde die exzessive Zunahme der Schulden durch den Immobilienboom getrieben, der in der Euroraum-Peripherie vor allem durch den massiven Rückgang der Zinsen angefeuert worden ist. Die Tragbarkeit von Hypotheken hat sich dort seit dem Platzen der Blase aber wieder weitgehend normalisiert. Weltweit ist die Korrektur in den USA am weitesten fortgeschritten. In der Schweiz hat der Boom der letzten Jahre den Immobilienwert zwar weniger einschneidend gemacht, die Tragbarkeitswerte bleiben jedoch ausser im Extremzinsszenario moderat.
- Auch der stete Schuldenanstieg bei den Unternehmen basierte vornehmlich auf Immobilienkredit. Neben einer generellen Ausweitung der konzerninternen Kredite, konzentrierte sich der übermässige Schuldenanstieg auf Bau- und Immobilienunternehmen, während das Verarbeitende Gewerbe auch in den Schuldenrisikoländern grundsätzlich keinen überhöhten Fremdkapitalanteil aufbaute.
- Der Entschuldungsprozess ist in den Hochschuldenländern Irland, Spanien und Portugal bereits gut vorangekommen, nicht zuletzt dank der Rettungsprogramme und der Bankenunion. Der Anteil Not leidender Kredite bleibt zwar, im Gegensatz zu den USA und auch dem konstant niedrigen Niveau in der Schweiz, weiterhin hoch und wird die Kreditvergabe weiterhin dämpfen. Im Szenario einer nachhaltigen Konjunkturerholung sollte sich jedoch das Kreditumfeld für den Privatssektor zunehmend verbessern.

### Stetler Anstieg der Verschuldung

In vielen Industrieländern kante der Weg der Verschuldung über einen längeren Zeitraum nur eine Richtung: nach oben. In den letzten Jahren stand dabei vor allem die öffentliche Verschuldung im Fokus, angesprochen aufgrund rascher Hilfspakete zur Stabilisierung der Konjunktur und speziell zur Rettung des Finanzsektors. Gleichzeitig haben sich die Sozialausgaben massiv erhöht und die Staatseinnahmen und weggebrochen. Insgesamt eine explosive Mischung. Am stärksten fiel der fiskalische Absturz in Irland aus (siehe Grafik 1).



Dort wurde nicht zuletzt auf Grund des boomenden Immobiliensektors 2006 noch ein gesamtschuldnerischer Budgetüberschuss von +3% des BIP erreicht. 2010 schloss der Staat seine Rechnung, stark belastet durch die Rekapitalisierung des Bankensektors, hingegen mit einem Rekorddefizit von über -30% des BIP ab. Im gleichen Zeitraum schoss die Schuldenquote von sehr niedrigen 24% auf mittlerweile über 120% des BIP in die Höhe. Die Schweiz war im Gegensatz dazu eines der wenigen Länder, das die Schuldenquote im Vergleich zum Vorkriseniveau zurückführen konnte.

Um die exzessiven staatlichen Schuldenquoten in Zukunft wieder senken zu können, ist neben der Rückführung der Budgetdefizite eine nachhaltige Erholung der Konjunktur notwendig. Ein Schlüsselfaktor hierbei ist ein funktionierender Kreditmarkt – sowohl auf der Angebotsseite als auch der Nachfrageseite.

### Drastische Belastungen für den Bankensektor

Auf der Angebotsseite, spricht dem Bankensektor und dem Kapitalmarkt, hat sich im internationalen Vergleich vor allem die Situation in den USA mittlerweile wieder erheblich verbessert. Die Erholung des Bankensystems in den Euroraum-Schuldenrisikoländern hängt hingegen hinterher. Dies liegt zum einen daran, dass der Anteil der Banken an der Fremdkapitalfinanzierung der Unternehmen in Kontinentaleuropa traditionell wesentlich höher ist als in den angelsächsischen Ländern.

## Die Sicht des Raiffeisen Chefökonom

Wöchentlicher Kommentar von Chefökonom Martin Neff



Obwohl die Märkte nur noch zögerlich in den Aufwind kommen, ist die Stimmung in den letzten Wochen deutlich besser. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst.

Obwohl die Märkte nur noch zögerlich in den Aufwind kommen, ist die Stimmung in den letzten Wochen deutlich besser. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst.

Obwohl die Märkte nur noch zögerlich in den Aufwind kommen, ist die Stimmung in den letzten Wochen deutlich besser. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst.

Obwohl die Märkte nur noch zögerlich in den Aufwind kommen, ist die Stimmung in den letzten Wochen deutlich besser. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst.

Obwohl die Märkte nur noch zögerlich in den Aufwind kommen, ist die Stimmung in den letzten Wochen deutlich besser. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst.

Obwohl die Märkte nur noch zögerlich in den Aufwind kommen, ist die Stimmung in den letzten Wochen deutlich besser. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst.

Obwohl die Märkte nur noch zögerlich in den Aufwind kommen, ist die Stimmung in den letzten Wochen deutlich besser. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst.

Obwohl die Märkte nur noch zögerlich in den Aufwind kommen, ist die Stimmung in den letzten Wochen deutlich besser. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst.

Obwohl die Märkte nur noch zögerlich in den Aufwind kommen, ist die Stimmung in den letzten Wochen deutlich besser. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst.

Obwohl die Märkte nur noch zögerlich in den Aufwind kommen, ist die Stimmung in den letzten Wochen deutlich besser. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst.

Obwohl die Märkte nur noch zögerlich in den Aufwind kommen, ist die Stimmung in den letzten Wochen deutlich besser. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst.

Obwohl die Märkte nur noch zögerlich in den Aufwind kommen, ist die Stimmung in den letzten Wochen deutlich besser. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst. Die Märkte haben sich von den Sorgen über die Wirtschaftslage und die Politik der EZB gelöst.

Abonnieren und Abo-Verwaltung im Internet: <http://www.raiffeisen.ch/web/research+publikationen>