



**RAIFFEISEN**

# **Die Schweiz ein Jahr nach dem Wechselkursschock**

## **Ausblick auf Wirtschaft und Märkte**

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

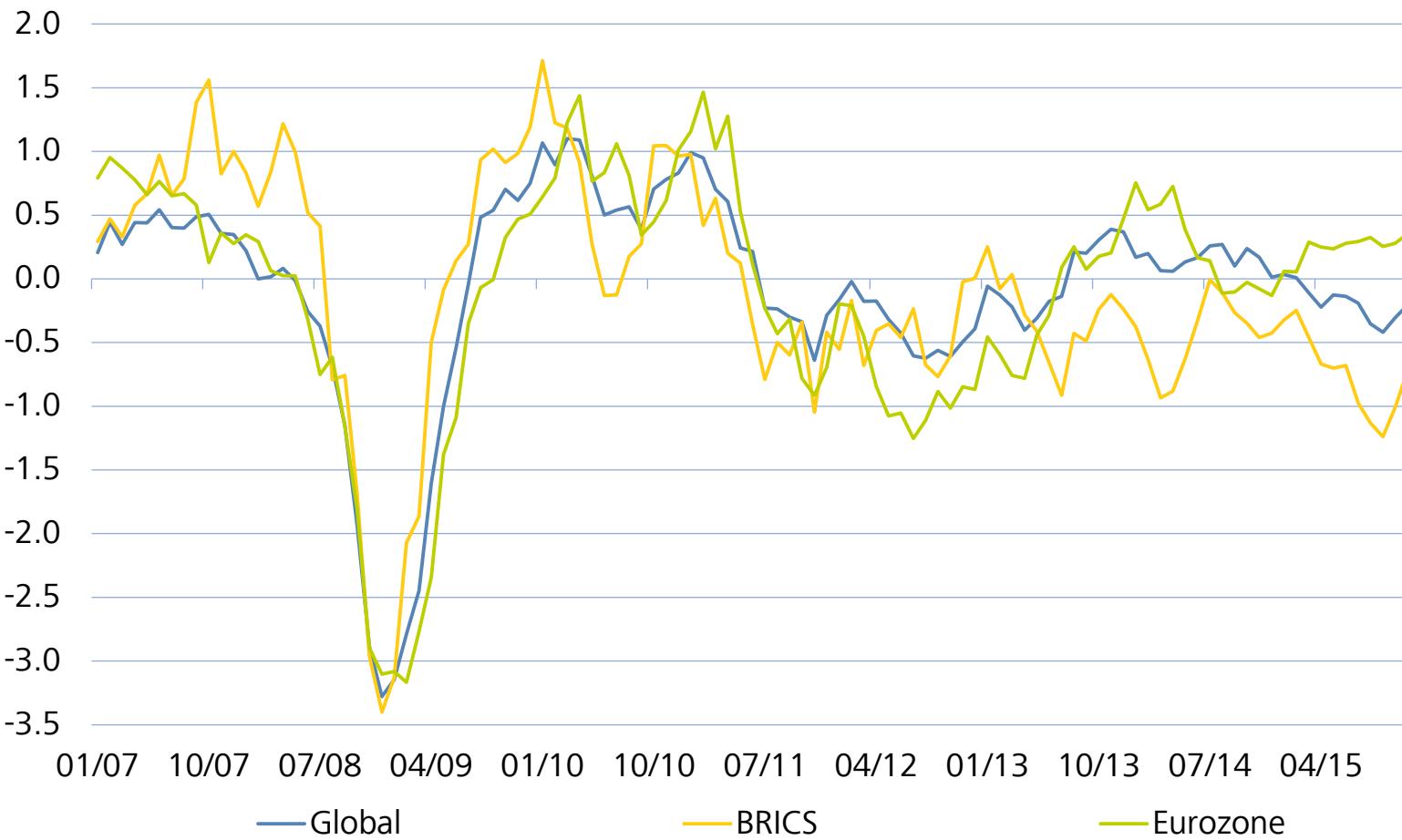
Raiffeisenbank Regio Uzwil, Clerici Müller und Partner  
Architekten AG, St. Gallen

**RAIFFEISEN**

# Perspektiven für die Weltwirtschaft und die Schweiz

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

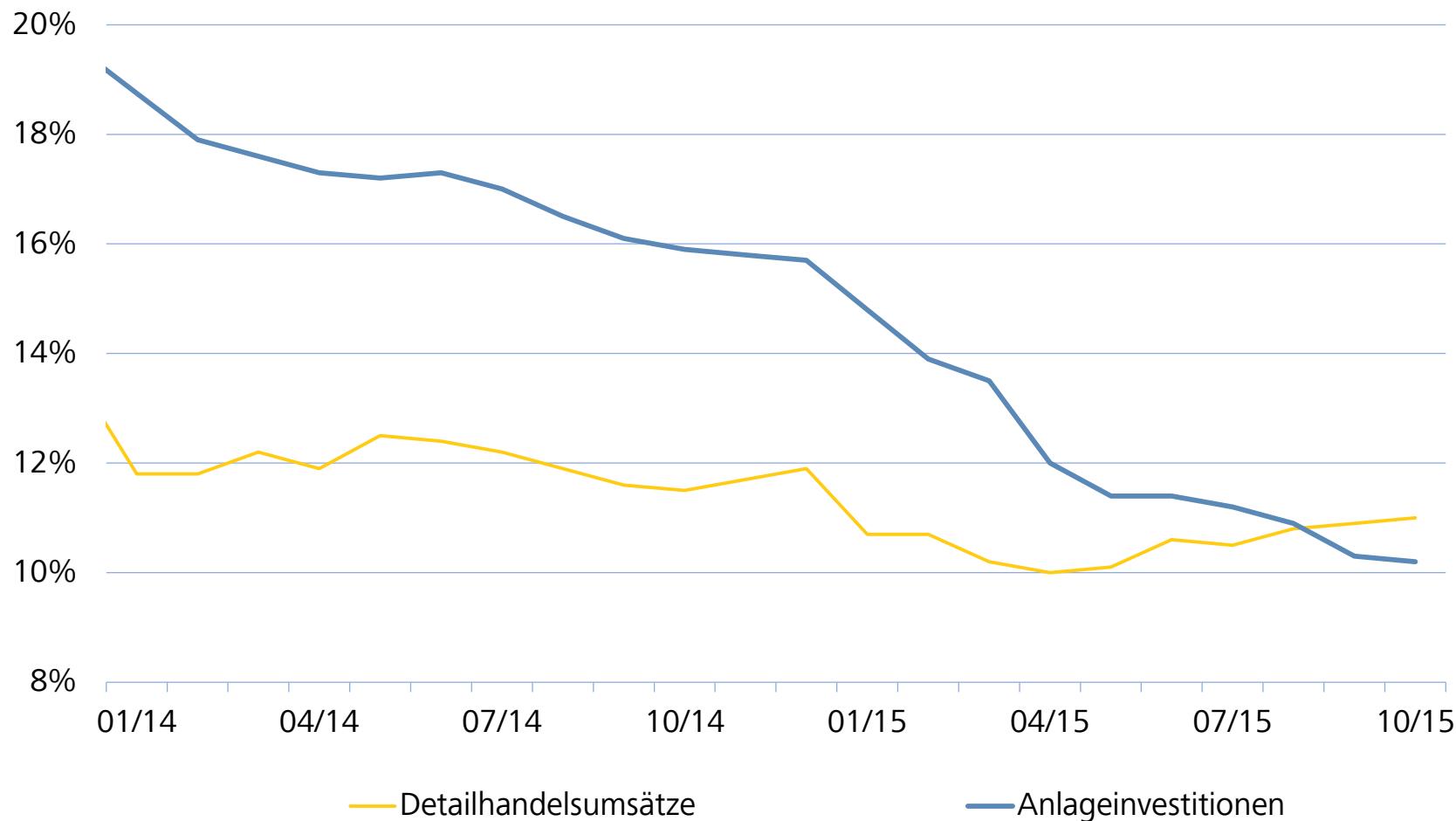
Einkaufsmanagerindizes, standardisiert (0 = Langfr. Durchschnitt)



Quelle: Markit, Raiffeisen Research

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

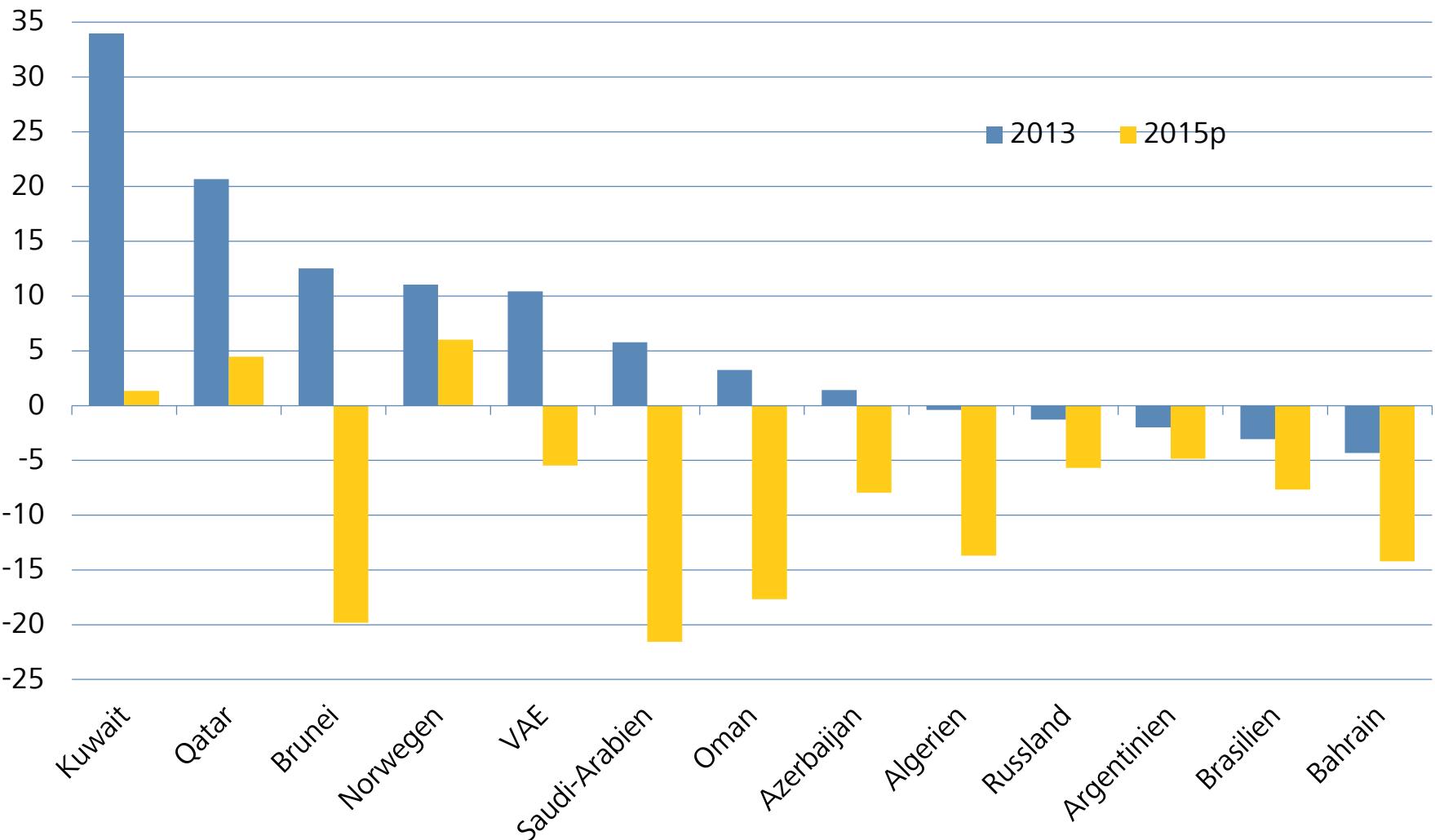
Nominale Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: Datastream, Raiffeisen Research

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

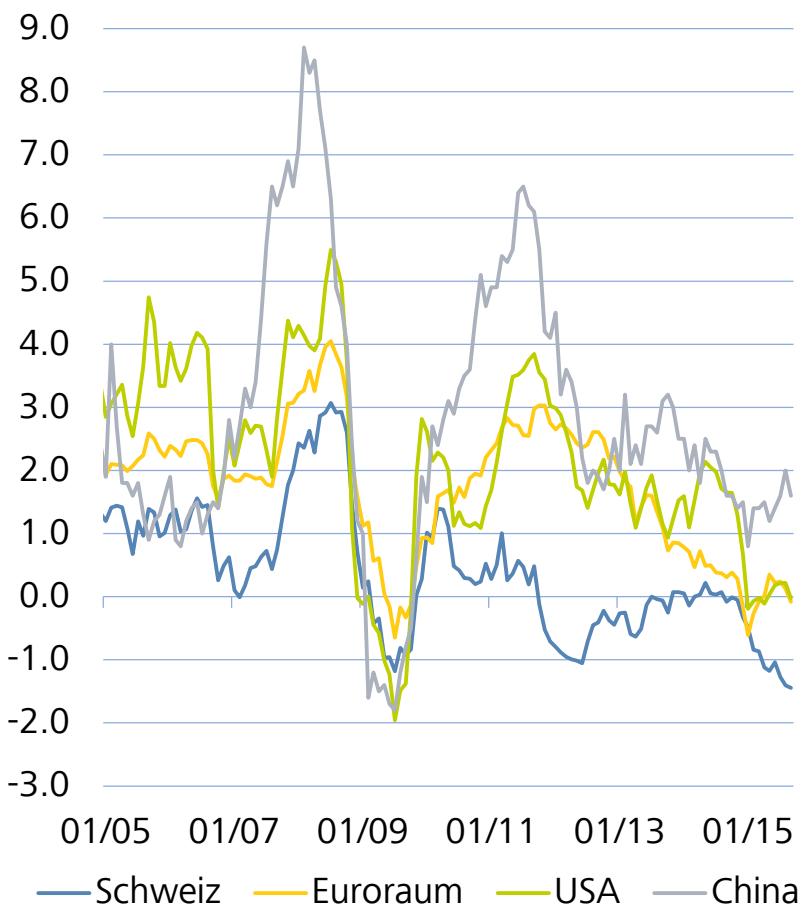
Öffentlicher Budgetsaldo wichtiger Ölexportländer, in % des BIP



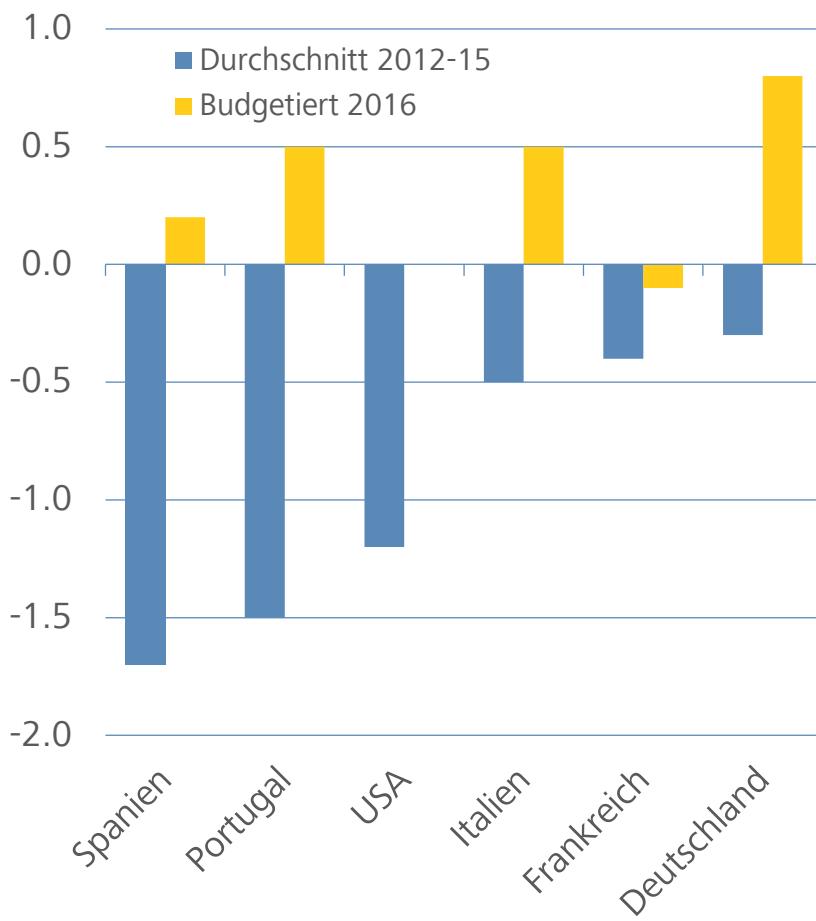
Quelle: IWF, Raiffeisen Research

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

Konsumentenpreise, in % zum Vorjahr



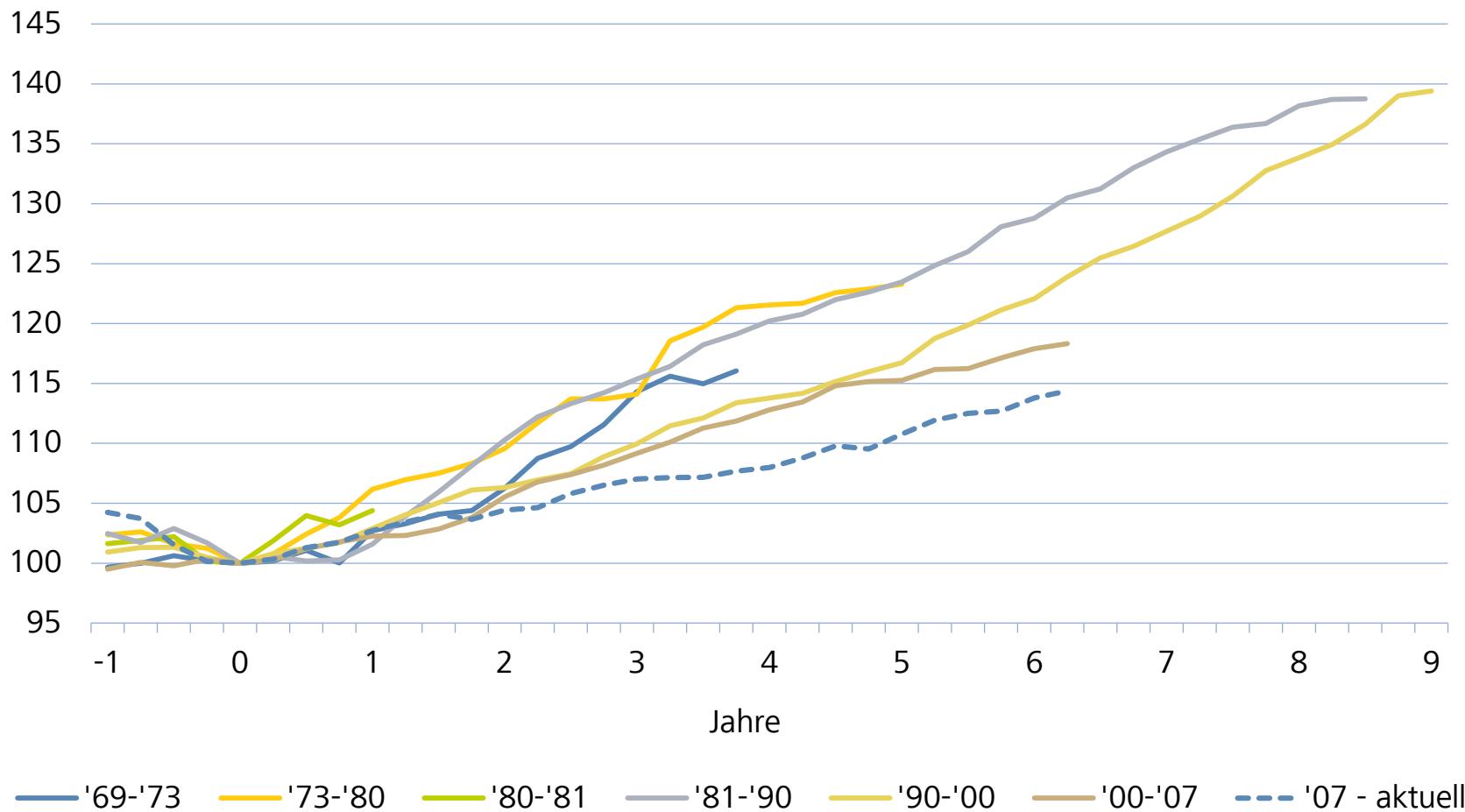
Fiskalischer Impuls p.a., in % des BIP  
(Veränderung des strukturellen Primärsaldos)



Quelle: IWF, Raiffeisen Research

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

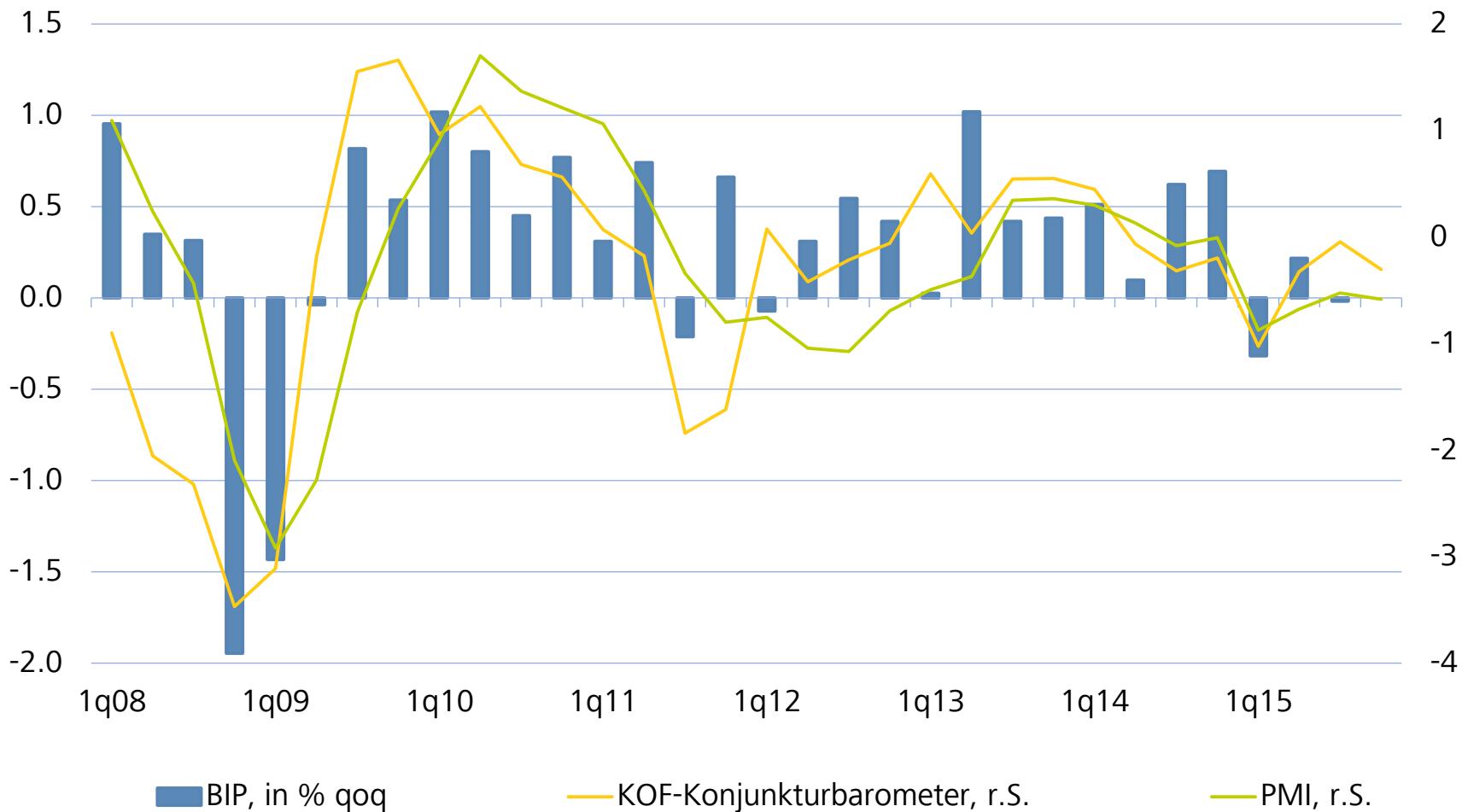
Konjunkturzyklen, indexiert (100=Expansionsbeginn)



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

# 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

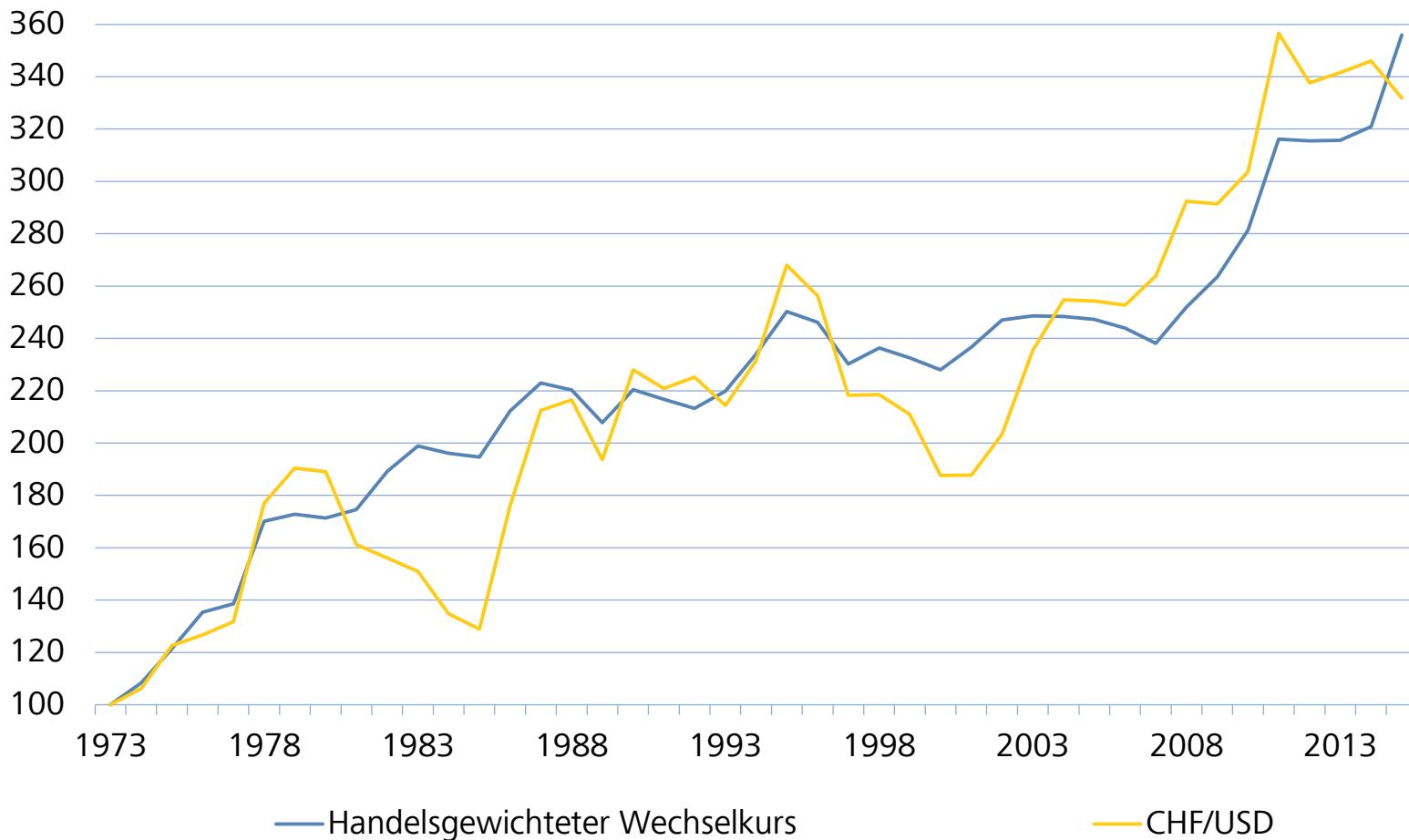
- **Fallen die Bilateralen ?**

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

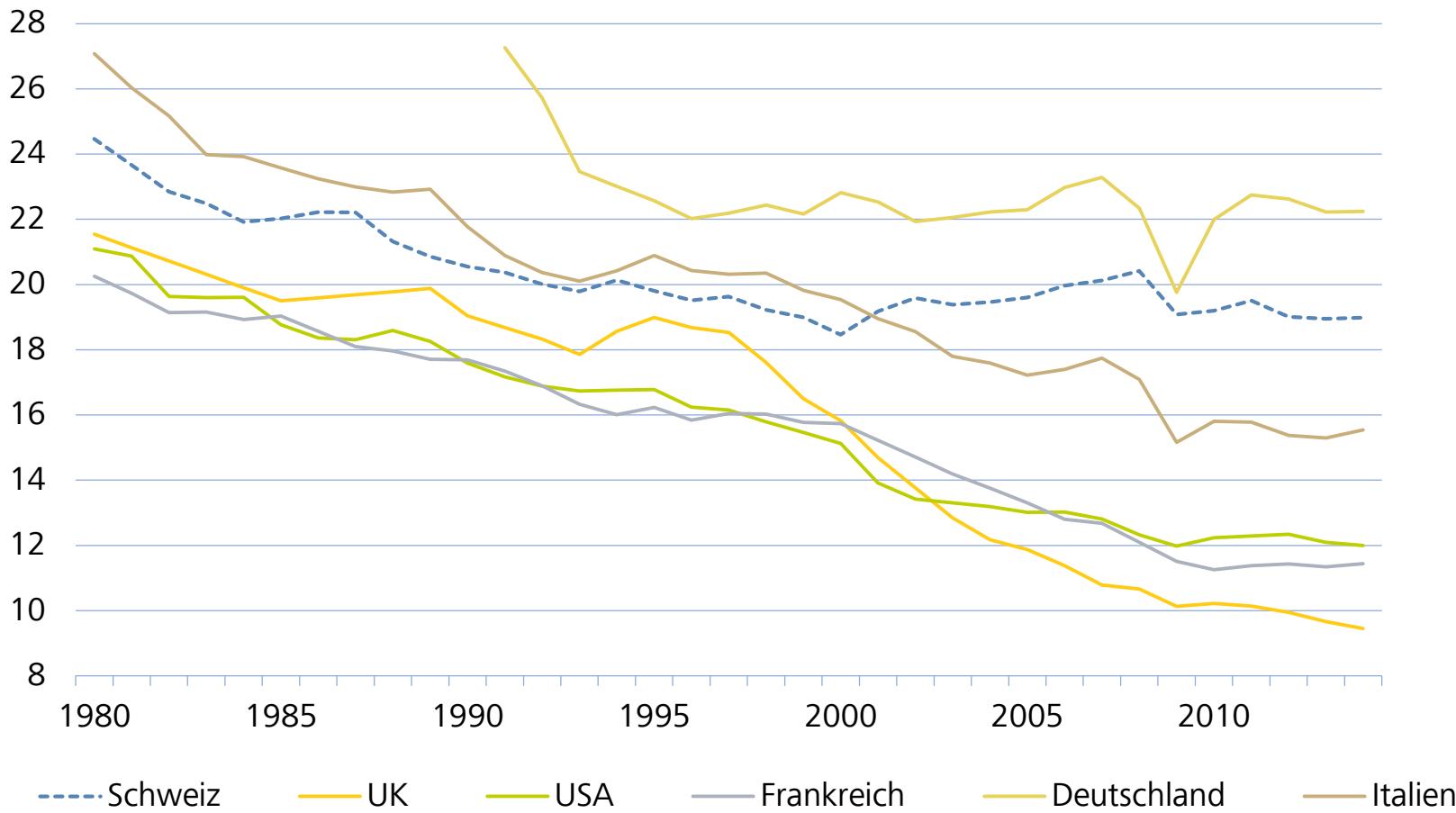
Wechselkursindex (1973=100)



Quelle: Datastream, BIZ, Raiffeisen Research

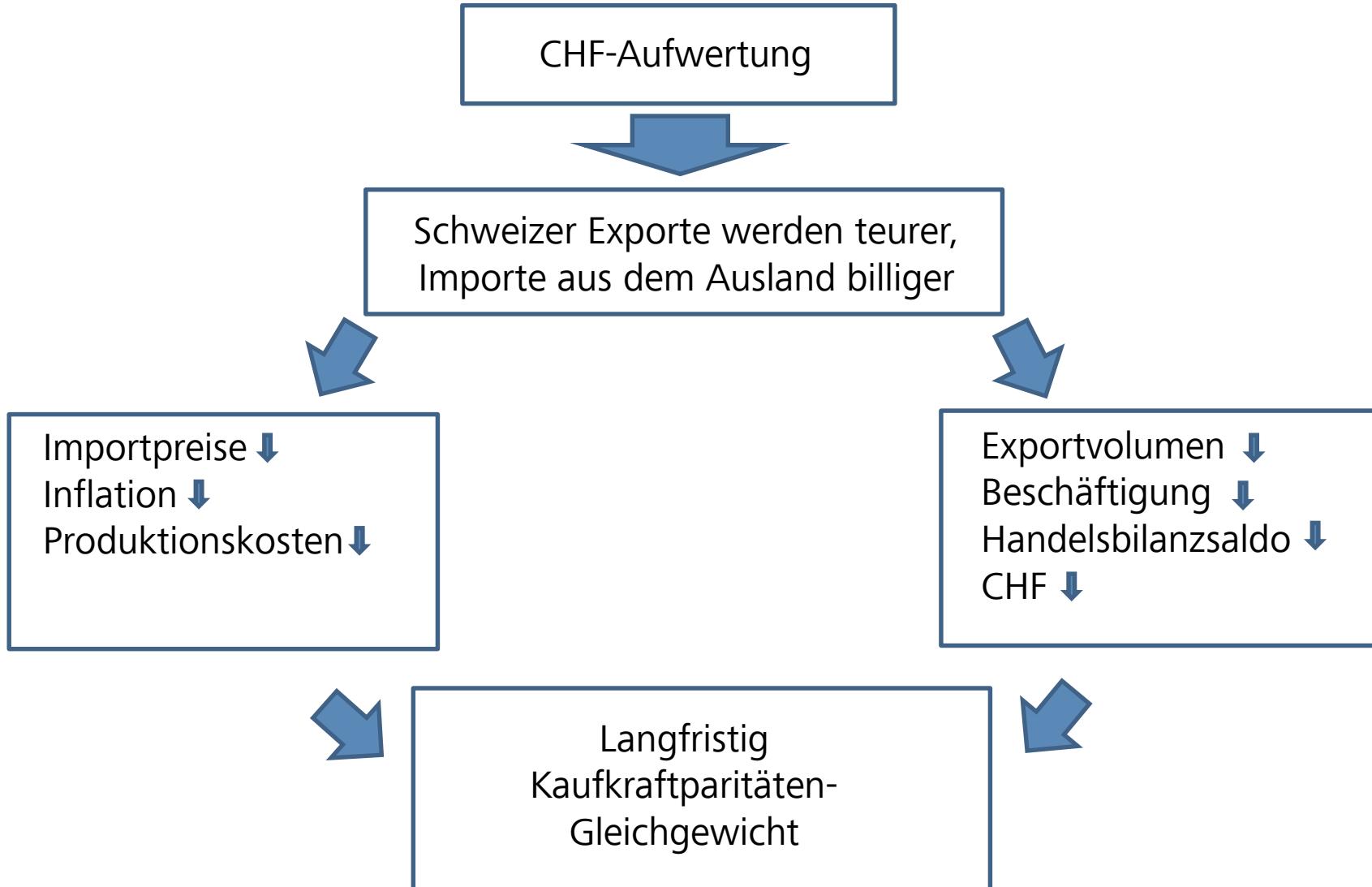
# Trotzdem stabiler Schweizer Industriebeitrag

Anteil Wertschöpfung Verarbeitendes Gewerbe, in % der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung



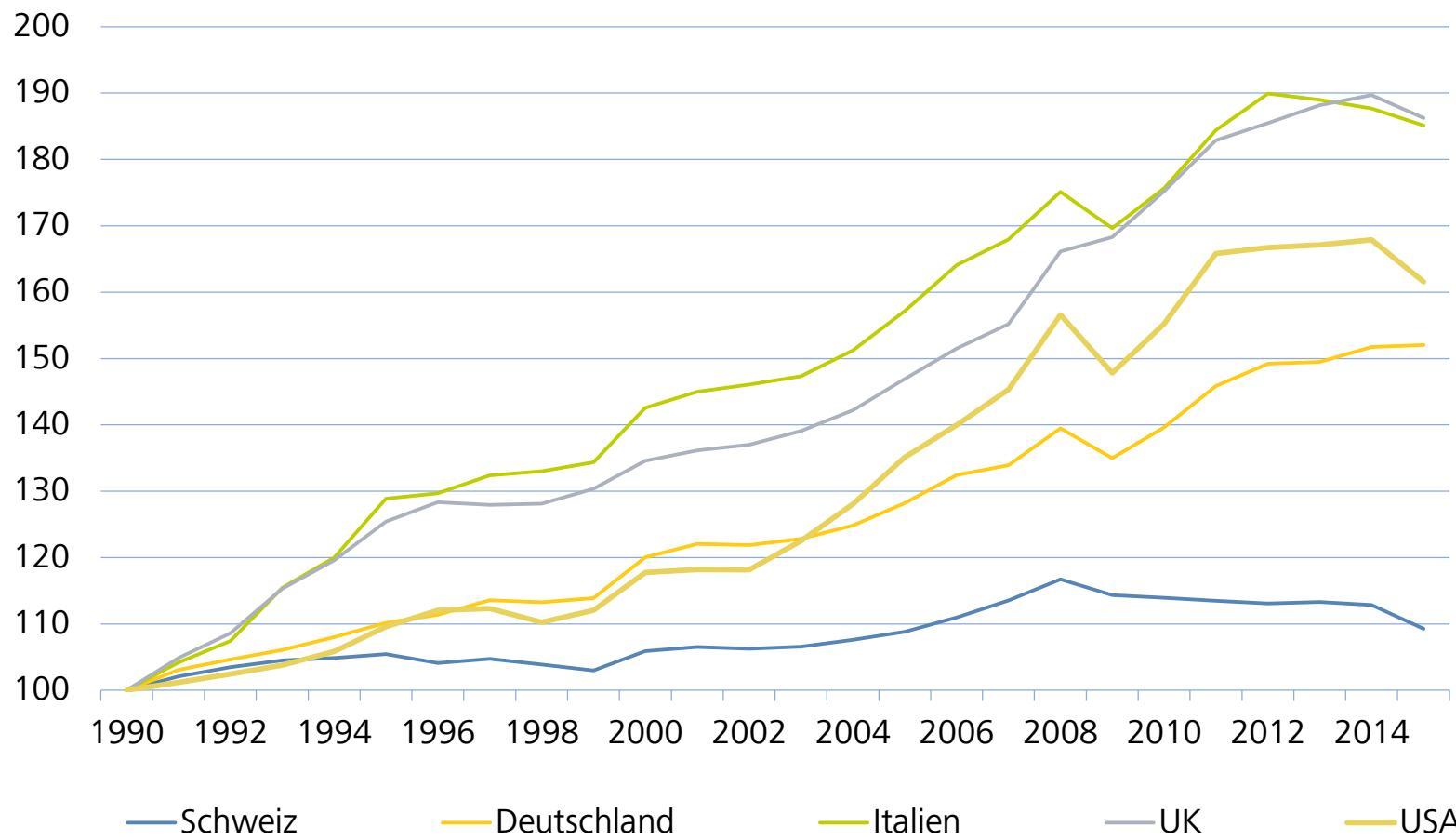
Quelle: Datastream, BfS, BEA, Raiffeisen Research

# Wirkungskette einer CHF-Aufwertung gemäss ökonomischer Theorie



# Starke Währung bedeutet geringere Produktionskostendynamik

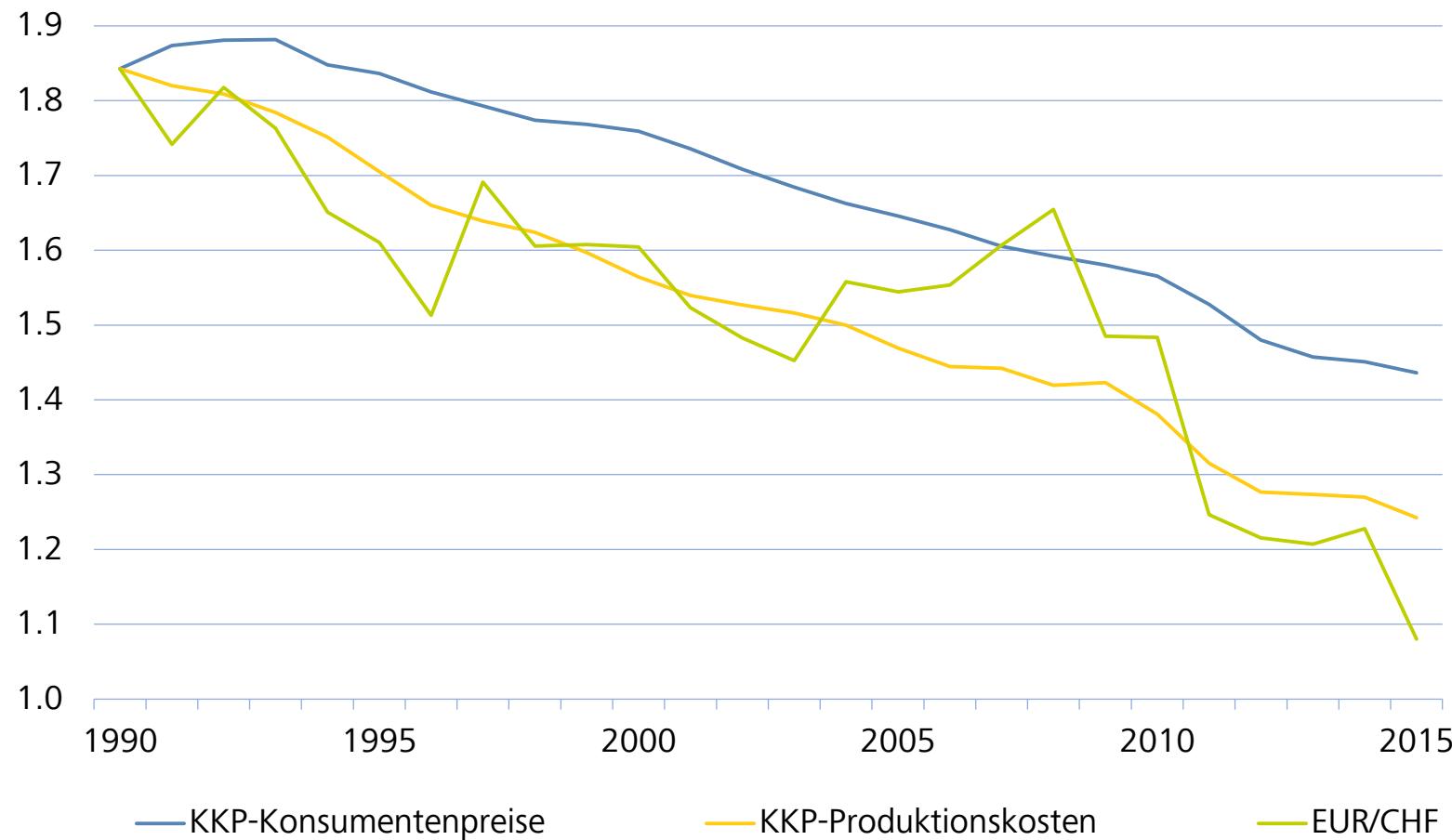
Raiffeisen-Produktionskostenindikator Verarbeitendes Gewerbe, Index (1990=100)



Quelle: Raiffeisen Research

# Bis zum Wechselkursschock keine starke Überbewertung des Franken

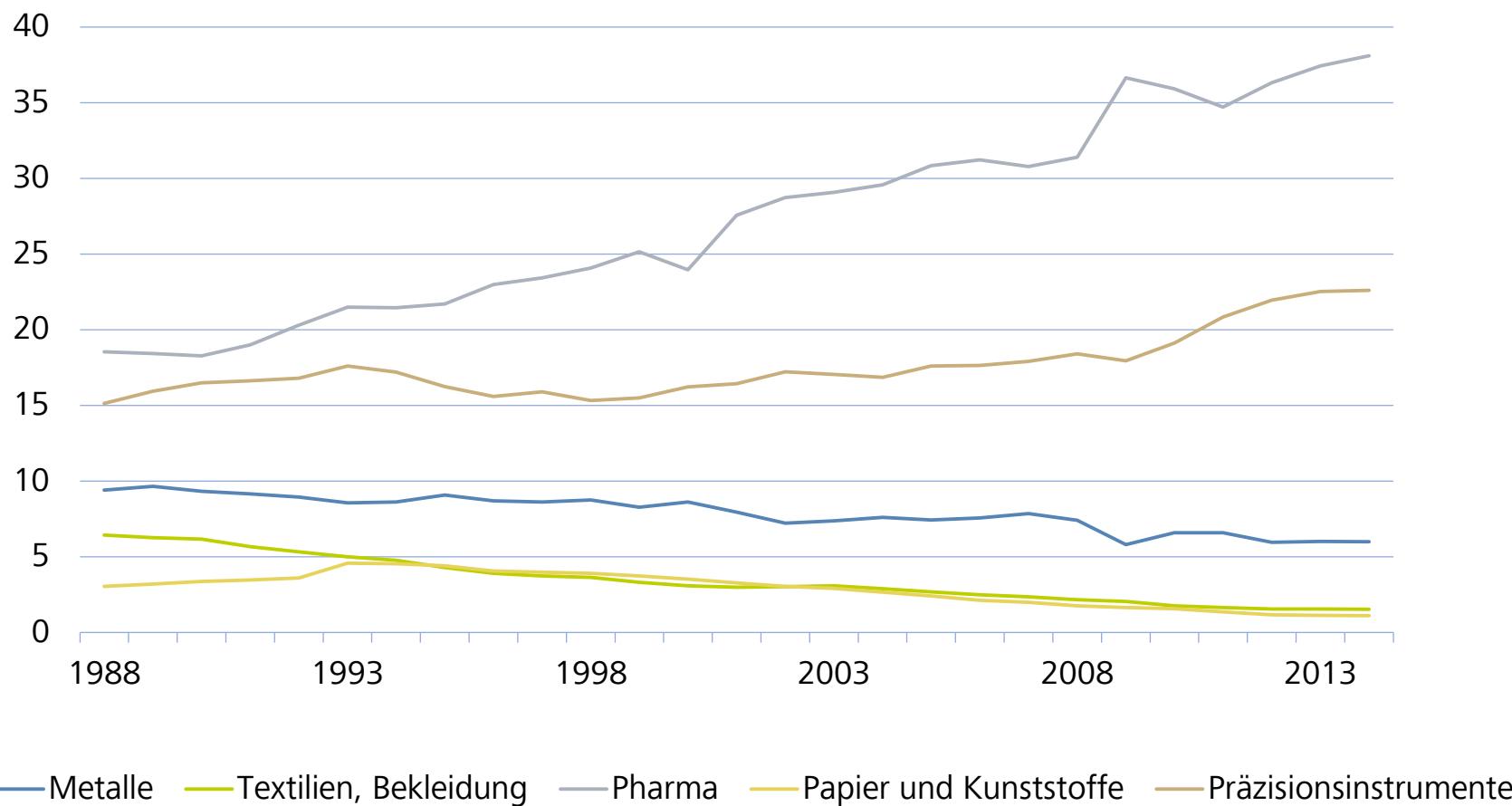
Nominaler EUR/CHF-Wechselkurs und "faire" Werte auf Basis Kaufkraftparitäten (KKP)



Quelle: Datastream, Raiffeisen Research

# Starke Währung treibt Strukturwandel an

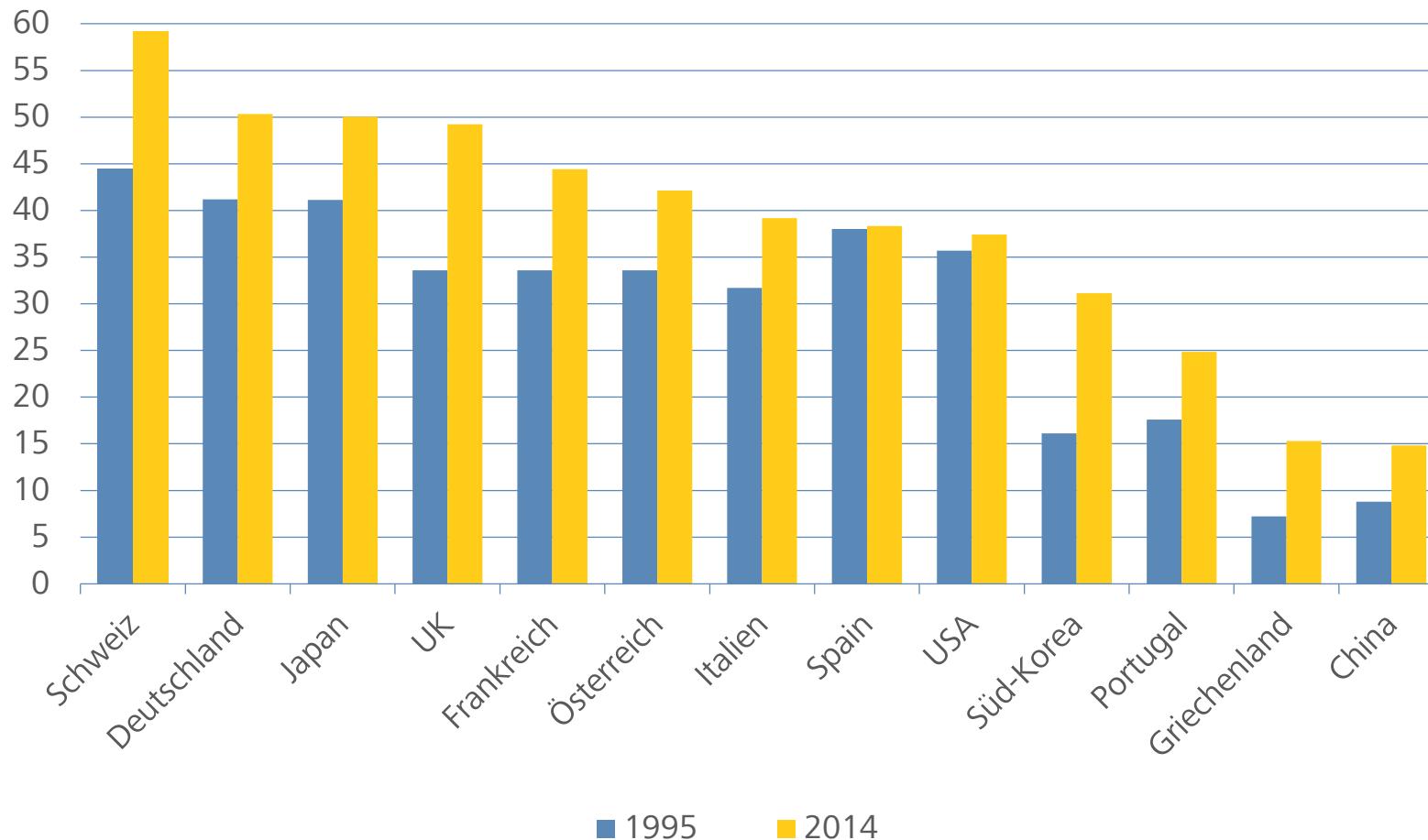
Anteile Sektoren an Gesamtbruttowertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe, in %



Quelle: BfS, Raiffeisen Research

# Schweizer Industrie auf «komplexe» Produkte spezialisiert

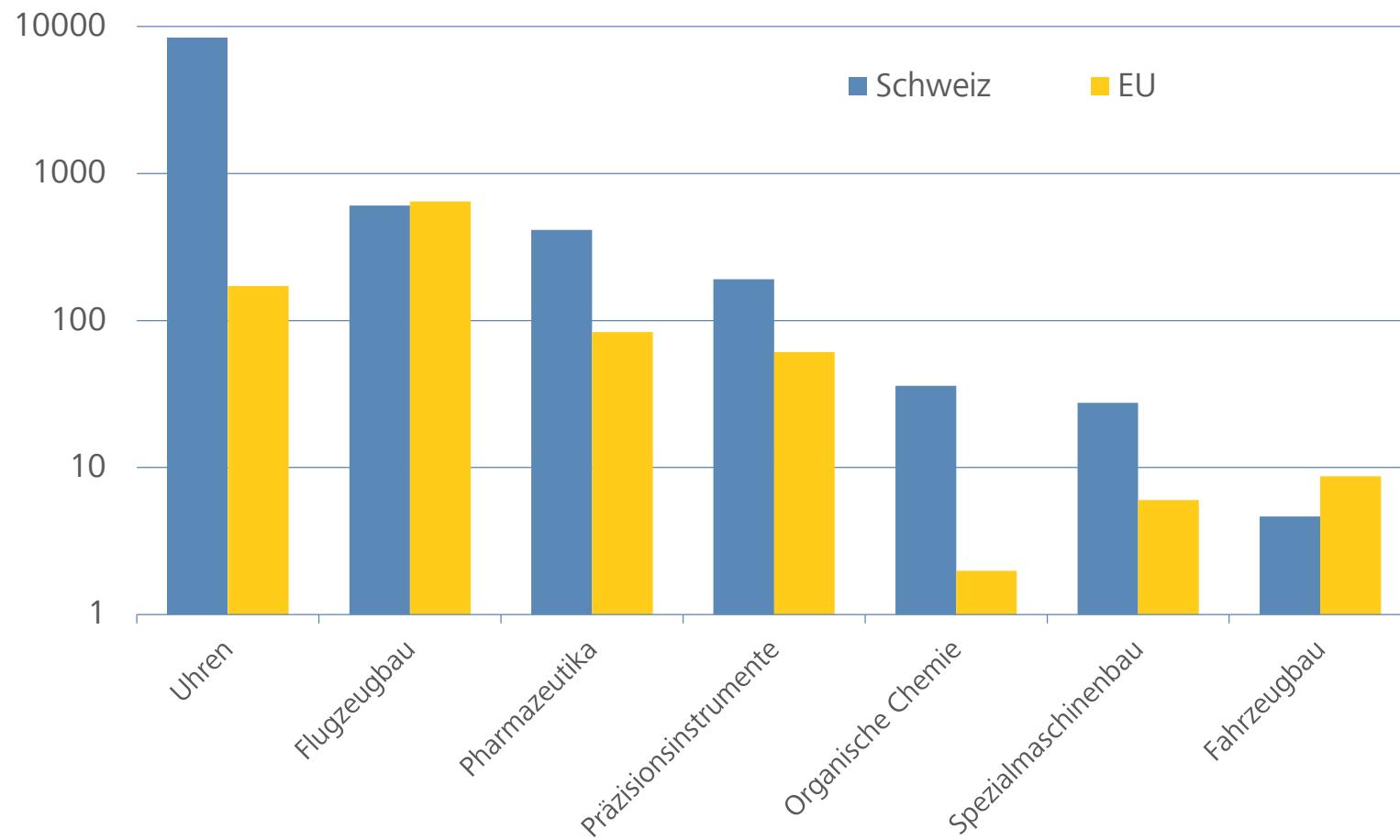
Anteil immobile Schumpetergüter an Exporten im Verarbeitenden Gewerbe, in %



Quelle: Unctad, Raiffeisen Research

# Mehr Wert pro Kilo

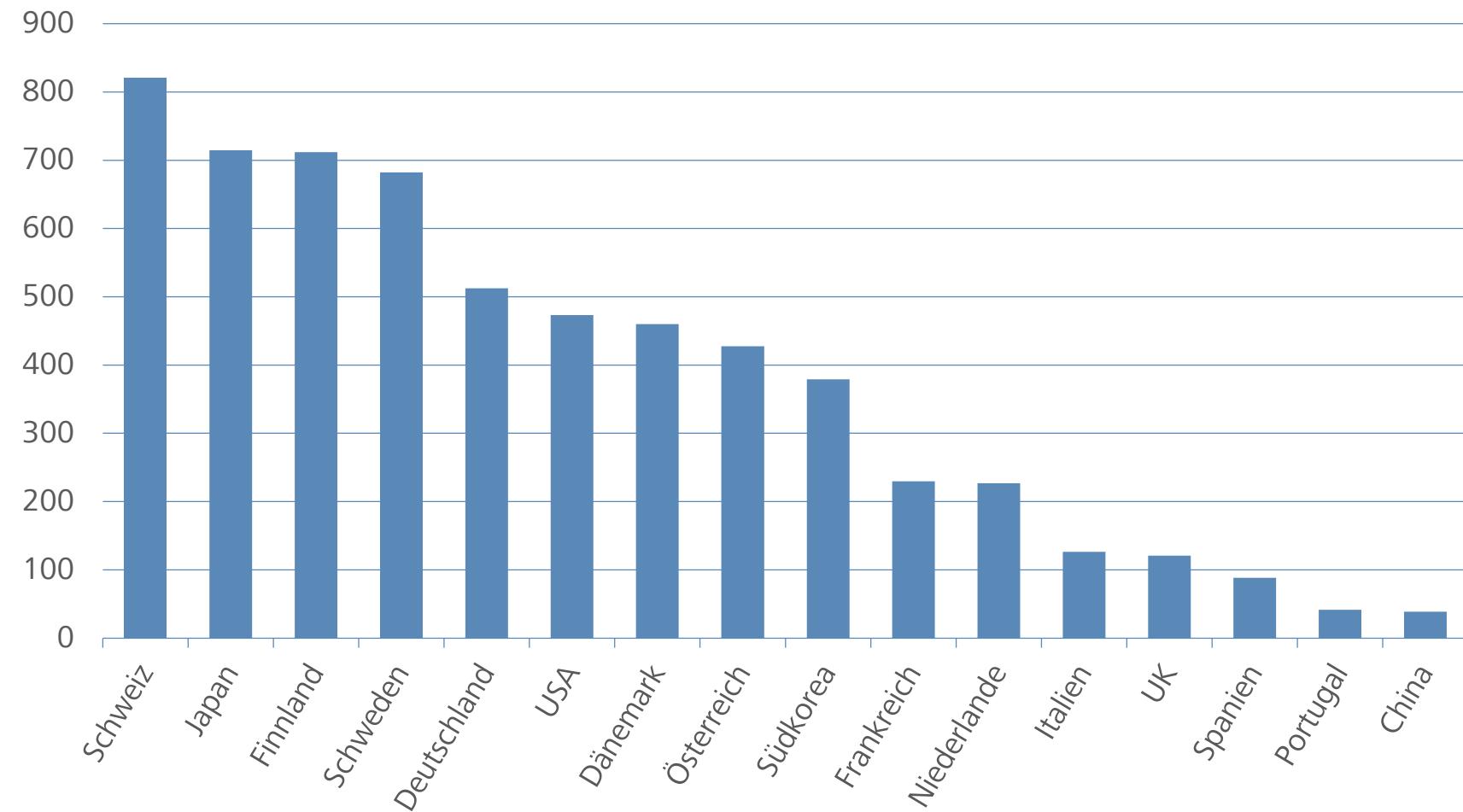
Exporterlöse in Euro pro kg, logarithmierte Skala



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 exportorientieren 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 (I):

## Anlagepolitik

Monatliche Einschätzung zu Wirtschaft und Märkten mit taktischen Allokationsempfehlungen

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

Raiffeisenbank Bündner Rheintal: Giubbini Architekten ETH SIA AG

RAIFFEISEN

Economic Research

## Weitblick

Quartalsweise Einschätzung der globalen und Schweizer Wirtschafts- und Zinsentwicklung

**Economic Research Weitblick 4Q14**

Zürich, 11. Dezember 2014  
Raiffeisen Economic Research  
economic-research@raiffeisen.ch  
Tel. +41 644 226 76 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 EU und der Schweiz wurde jedoch eine Wiederholung der optimistischen Prognosen nicht erholt. Vor allem die grossen, reform schwachen Länder Italien und Frankreich bremsten. Aufgrund der mageren Fortschritte in der wichtigsten Handelspartnerregion hat sich in der zweiten Hälfte des Jahres die Schwellenländerzone verschärft. In den entgegengesetzten Regionen bewegte sich das Momentum auf der anderen Seite des Atlantiks. Die teilweise weiterbedeutende Wachstumsschwäche im ersten Quartal in den USA ist mittlerweile einem soliden Aufschwung gewichen. Im Grunde ist ein ruhiger Rückgang des Produktionsindex um 40 US-Milliarden seit Januar zu beobachten. Ein zuletzt die Konjunktur stabilisierender Einfluss auf die Weltwirtschaft hat dies einen nebenwirksamen Einfluss auf die Weltwirtschaft. Eine einfache Rechnung illustriert dies: Die weltweite Nachfrage nach Rohöl beträgt aktuell rund 92 Millionen Fässer pro Tag. Ein ruhiger Rückgang des Preises um 40 US-Dollar pro Fass hätte die Ölkonsumtionsmehrung um 1,5% des gesamten Welt-BIP.

#### Abwärtstrend bei den Rohstoffpreisen

In den letzten Monaten sind ebenfalls erhebliche Unterstufen zu auszumachen – bei gleichzeitig saftig schwacher 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 aufgeweitet. Erste positive Reaktionen zeigen sich in den Börsenmärkten. Doch ist das Wachstumsmoment nach den Verbesserungen durch den früheren Präsidenten Lula da Silva, die vor allem Fortschritte für die arme Bevölkerung gebracht haben, an seine Grenzen gestossen. Der Wirtschaft ist in diesem Jahr sogen. in einem Resümee geblieben, dass es in China nach einer langen Phase sehr starken Wachstums, die seit der Finanzkrise durch massive staatliche Stimulierungsmassnahmen hoch gehalten wurde, am Umbruch. Das kreditbetriebene Wachstum ist inzwischen fast stehen geblieben. Der Konsum getragen werden. Der schwierige soziopolitische 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 Vollbremse. Einerseits belief sich der Ukraine-Konflikt und die damit verbundene Sanctionsschraube. Kambodscha hat deutliche Dimensionen erreicht. Wiederum reduzieren die niedrigeren Rohstoffpreise, und speziell der Einbruch des Ölpreises seit Mitte des Jahres, die Staateninnahmen erheblich.

Einbruch des Ölpreises führt zu massiver Umsverteilung  
Die Weltwirtschaft hat im zweiten Halbjahr auf USD-Basis um ein Drittel abgegebogen. Getrieben ist der Rückgang hauptsächlich durch die schwächer globale Nachfrage sowie die aufgrund des Fracking-Booms in den USA stark gestiegene Produktion. Das bedeutet insgesamt einen massiven Überschuss an Ölangeboten. Dies geht mit dem allgemeinen Abwertungsdruck bei den Rohstoffpreisen einher. So bewegt sich das Momentum auf der anderen Seite des Atlantiks. Die teilweise weiterbedeutende Wachstumsschwäche im ersten Quartal in den USA ist mittlerweile einem soliden Aufschwung gewichen. Im Grunde ist ein ruhiger Rückgang des Produktionsindex um 40 US-Milliarden seit Januar zu beobachten. Ein zuletzt die Konjunktur stabilisierender Einfluss auf die Weltwirtschaft hat dies einen nebenwirksamen Einfluss auf die Weltwirtschaft. Eine einfache Rechnung illustriert dies: Die weltweite Nachfrage nach Rohöl beträgt aktuell rund 92 Millionen Fässer pro Tag. Ein ruhiger Rückgang des Preises um 40 US-Dollar pro Fass hätte die Ölkonsumtionsmehrung um 1,5% des gesamten Welt-BIP.

#### Abwärtstrend bei den Rohstoffpreisen



Leder bringt der Kaufkraftgewinne keinen entsprechend hohen Impuls für die globale Konjunktur. Die niedrigen Energiepreise und der erste Sektor können einen erheblichen Anstieg hoher Einnahmerücklagen bei den Exporteuren. Aufgerückt wird aber, bei einem von uns erwarteten anhaltend niedrigem Ölpreisniveau, ein spürbar positiver Effekt für die Weltwirtschaft resultieren. Durch die Ausgabenbelastung ist bei Ölkonsumtionsmehrheitlich als bei den Ölpreisen zu rechnen. Das heutige der Kaufkraftgewinne vom Verbraucher eher zu zuständigen Konsum genutzt, als dass ein Einnahmerückgang zu entsprechen geringeren Ausgaben führt. Dies hat sich mit umgekehrten Vorzeichen in der vorangegangenen Phase eines hohen Ölpreises gezeigt. Die Mehlereinnahmen der Erdölexportander wurden zu einem guten Teil

## Wochenausblick

Wöchentliches Update zu aktuellen Wirtschaftsdaten, inklusive Fokusthema der Woche

**Economic Research Wochenausblick #8**

Zürich, 13. Februar 2015  
Raiffeisen Economic Research  
economic-research@raiffeisen.ch  
Tel. +41 644 226 74 41

Datum	Land	Ergebnis/Indikator	Vorwert	Konsens	Kommentar
16.02. 00:50	BRP	Wachstum, sqq	-0,5%	0,9%	Präzisions- und Rettungspakete erhöhen sich nach deutlich
16.02. 08:00	EU	Haushaltshaushaltung	-	-	Verhandlungsdruck auf Schuldenpaket (siehe Seite 2)
17.02. 03:30	CN	Preise neue Wohnimmobilien, yoy, Jan	-4,3%	-	Preiskontrakt setzt sich fort
18.02. 14:30	USA	Baufortschreitungen	Jan	1032k	1070k Niedrige Hypotheken und Stellenbeschaffung für Anfang JPY-Schwäche deutet nicht auf unmittelbare Bol-Maßnahmen hin
18.02. 15:15	USA	Industrieproduktion, yoy	Jan	4,9%	Keine Anzeichen für Abkehr vom Aufwärtstrend
18.02. 20:00	USA	FOMC Statementprotokoll	Jan	-	Aussichten zu internationalem Risiken im Fokus
19.02. 08:00	CH	Händelsbilanzsaldo (in Mrd. CHF)	Jan	1,52	Schweizer Franken wird im Jahresverlauf zur Belastung
19.02. 16:00	EZ	Konsumentenvertrauen	Feb	-8,5	-8,0 Sinkende Preise verbessern Konsumentenstimmung
20.02. 00:00	EZ	Composite PMI	Feb	52,6	53,0 Schwacher Euro und tiefer Ölpreis verbessern Stimmung

#### • Politische Risiken in Europa bleiben hoch

#### • 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 einer Schuldendurchbrüche bleibt vorerst real. Wir halten es aber für wahrscheinlich, 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 Eskalation der Konfliktsituation zu erwarten. Neue scharfe Sanktionen gegen Russland sind jedoch weiterhin möglich. In der Ukraine und in den Moment unverhältnismässig 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 Wachstumsförderung für das Jahr 2015 ab. Die Unternehmensstimmung und das Konsumvertrauen haben zuletzt wieder einen Aufwärtstrend eingeschlagen. Die Unternehmen profitieren von niedrigen Energiepreisen sowie besserer Exportauftragslage insbesondere schwachen Euro. Die Haushalte konsumieren leichter und kaufen Kaufkraftgewinne. Die Stimmungskatoden dürfen 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 Euroraum-BIP im Q4 um 0,3% gegenüber Vorquartal zu.

Während sich die Dynamik in Deutschland nach zwei schwachen Quartalen stark verbesserte (+0,7%), kamen aus Frankreich (+0,1%) und Italien (0,0%) zum Jahresende nach wie vor wenig Wachstumsimpulse.

Neben Griechenlands Schuldenpoker steht nächste Woche vor allem das Protokoll der letzten US-Notenbanktagung 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 Entwicklung der US-Wirtschaft ist die Fed bestrebt, sie auch eine weitere starke Dollarabwertung zum Auslasten, die Zinserhöhung zu verschieben. Im Moment ist dies jedoch nicht angezeigt und grundsätzlich fiel die Leitgebauteuerung der Notenbanken optimistisch aus. Wenn jedoch die Schätzungen in Richtung der tatsächlichen Anhörungen vor dem Kongress tritt, dann diese Einschätzung immer noch zuverlässig. In den letzten 3 Monaten wurden über eine Million neue Stellen geschaffen. Die durchschnittlichen Stundenlöhne haben sich zwar nur leicht erhöht, während die Arbeitszeit pro Stunde in den letzten Monaten zusammenfiel, ist das erzielte Arbeitsentkommen dennoch sprunghaft. In den Detailhandelszahlen für Dezember und Januar hat sich das noch nicht wiederholen gespielt. Ein wesentlicher Teil des zusätzlichen Verbrauchs ist der Dienstleistungen für den Haushalt und der Dienstleistungen für den Haushalt und den Privatsektor in den USA aber durchweg positiv. Und im weiteren Jahresverlauf sollte das mit einer zeitlichen Verzögerung wieder zu einer stärkeren Konsumsteigerung führen. Mit den guten Arbeitsmarktzahlen haben sich die Arbeitsmärkte wieder leicht nach oben verschoben, wodurch der Zinsanpassung bei den Langfristzinssen gestoppt wurde. In den letzten zwölf Monaten ist die zehnjährige Treasury-Rendite um 35 Basispunkte angestiegen. Das Sitzungsprotokoll konnte weitere Hinweise liefern, die unsere Einschätzung einer Zinserhöhung gegen Mitte Jahr unterstützen.

domagoj.arapovic@raiffeisen.ch

RAIFFEISEN

Economic Research

RAIFFEISEN

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 Schuldneuausweitung in vielen Industrieländern wurde mit der Finanzkrise abgestoppt. Die Banken, die in Kontinentaleuropa das Groß der Privatversicherung finanzierten, verbuchten in den letzten Jahren sehr hohe Kreditaufschläge – speziell in den Eurozonen-Schuldenkrisenländern mit Zinsen über 10%.
  - Bei den privaten Haushalten wurde die exzessive Zunahme der Schulden durch den Immobilienboom getrieben, der in der Eurozone-Peripherie vor allem durch den massiven Rückgang der Zinsen angefacht worden ist. Die Tragbarkeit von Hypotheken hat sich dort seit dem Platzen der Blase wieder weitgehend normalisiert. Weltweit ist die Korrekture in den USA am weitesten fortgeschritten. In der Schweiz hat der Boom der letzten Jahre den Immobilienwertverlust zwar weniger erschrecklich gemacht, als es in anderen Ländern der Fall war, aber er ist nicht aufgehört.
  - Auch der stetige Schuldenaufbau bei den Unternehmen basierte vornehmlich auf Immobilieninvestitionen. Neben einer generellen Ausweitung der konzentrierten Kredite, konzentrierte sich der übermäßige Schuldenaufstieg auf Bau- und Immobilienunternehmen, während das Verarbeitende Gewerbe auch in den Schuldenkrisenländern grundsätzlich keine überhöhten Fremdkapitalanteile aufbaute.
  - Die Entschuldungsrate ist in den Hochschuldenländern Irland, Spanien und Portugal bereits gut vorrangig auf die Abrechnung mit der Rezession und die damit verbundene schwere Konjunktur eingestellt. Diese Kredite bleiben hoch, im Gegensatz zu den USA und auch einer konstant niedrigen Niveau in der Schweiz, weiterhin hoch und wird die Kreditwage weiterhin dämpfen. Im Szenario einer nachhaltigen Konjunkturerholung sollte sich jedoch das Kreditumfeld für den Privatkredit zumindest verbessern.

#### **Steiler Anstieg der Verschuldung**

In vielen Industrieländern kannte 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, ange schwollen aufgrund neuer Hilfspakete zur Stabilisierung des Konjunktur und speziell zur Rettung des Finanzmarktes. Gleichzeitig haben sich die Staatsausgaben erheblich und die Staatsdefizite sind weit gesprengt. Insgesamt eine explosive Mischung. Am stärksten fiel der fiskalische Absturz in Irland aus (siehe Grafik 1).



Economic Research

RAIFFEISEN

# Die Sicht des Raiffeisen Chefökonomen

## Wöchentlicher Kommentar von Chefökonom Martin Neff



Götsch hat die Möglichkeit einer Karriere im Geld und ist sehr interessiert daran, dass das an seinem Beruf und seinen Erfahrungen mit ihm zusammenhängt. Wenn er sich auf eine andere Tätigkeit konzentriert, werden seine Kolleginnen und -kollegen sicherlich darüber informiert sein.

Innenminister (Bundesländer ausser Kraft gesetzt), in dem die Beamten vom Land weiter geschützt und überwacht werden. Bezieht sich das Besitztum hierauf, dass die Beamten einschließlich ihres Dienstes nicht im Land zu verbleiben haben, in welchem sie einen Dienst erfüllt haben. Die KdA kann eine Abreise genehmigen, wenn wirtschaftliche und institutionelle Gründe bestehen zu dieser. Wie in Fragen der Staatsangehörigkeit oder auch in Abschaffungsfragen eine politische Linie und Handlungsfähigkeit und darüber hinaus einiges an sozialer Unterstützung müssen wahrgenommen, die den Bereich der Migranten berücksichtigt werden.

In diese Zeit fällt gerade Thrasymachos, der versucht es aus mag, nach dem momentan in Rompa abgelegten und verlorenen Brustkasten wieder gut. Daraus wird er bestreit, es mangelte Rompa nur Kombini. Das Rompa der Säuberer kann für einen Teil des Zahns mehr ausspielen und muss sich anstrengen um Übersagen heranziehen, die diesen Namen auch verdienten. Wahrscheinlich meinten diese Zahnarzt ein Lasterwort. Hungende Thrasymachos kann sich davon nicht so ablenken auf die Zunge fassen und kommt so zur Verlegung von Säubererzähnen. Dieses Ereignis, wenn es am Säuberer beobachtet wird, ist eine sehr schreckliche Sache.

Das erneute Wiederaufkommen des religiösen und kulturellen Interesses für die Phantasie und die Kultur der antiken Griechen ist bestimmt auch die Abgeltung, dass viele der EU-Bevölkerung die griechische Kultur als eine der wichtigsten Kulturen der Welt ansieht. Ein weiterer Grund für das Interesse an der griechischen Kultur ist die Tatsache, dass die griechische Kultur nicht nur in Griechenland lebt, sondern auch in anderen europäischen und nordamerikanischen Ländern. Alle müssen etwas gelernt haben, wenn sie Griechenland besucht haben. Eine weitere Erklärung für das Interesse an Griechenland ist die Tatsache, dass Griechenland ein sehr interessanter und einzigartiger Teil Europas ist.

Wind & Solar Challenges and Ideas

RAIFFEISEN

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