



Banque Raiffeisen-Regio Uzwil, Clerici Müller et
Partner Architekten AG, Saint-Gall

La Suisse un an après le choc du taux de change

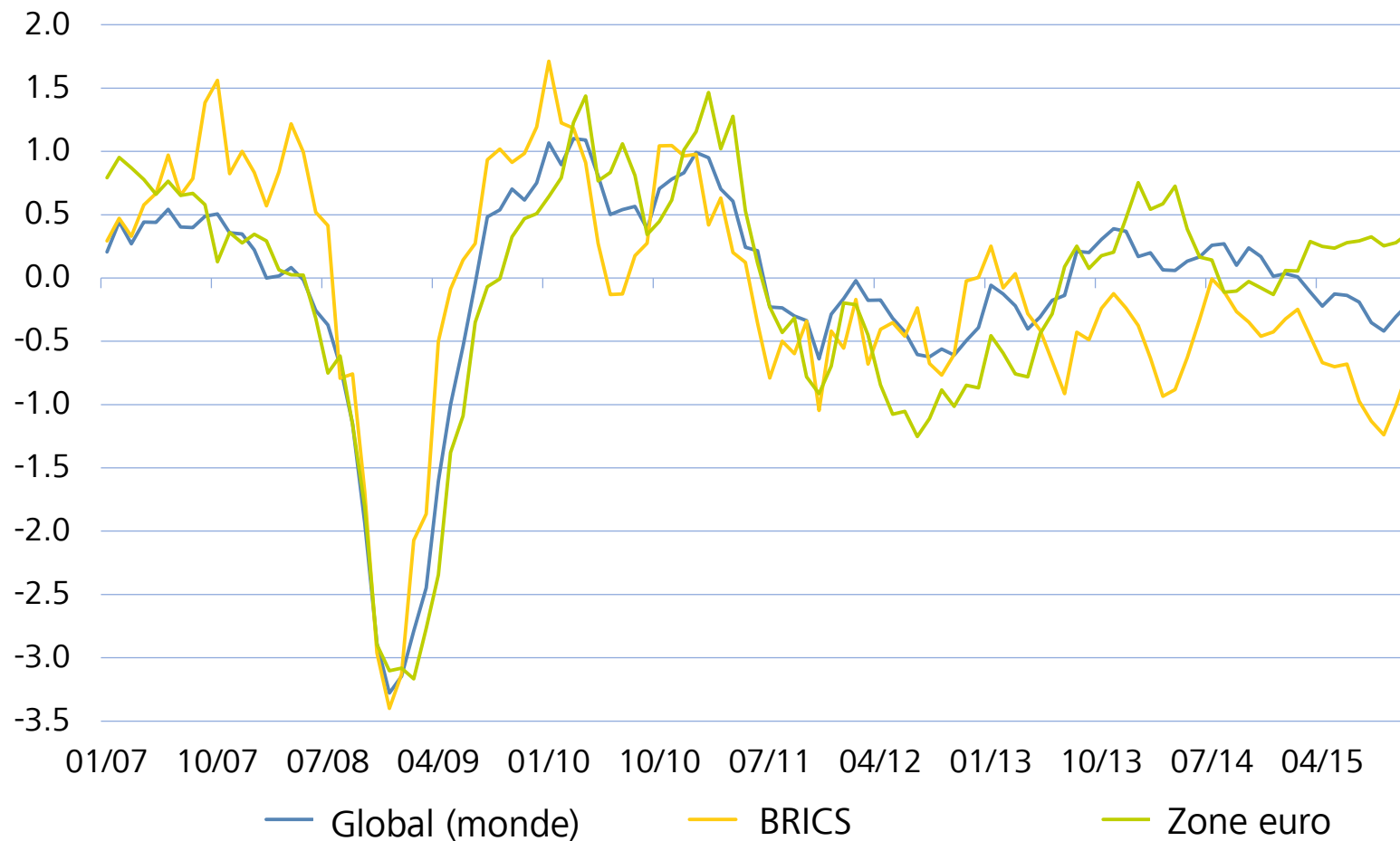
Perspectives sur l'économie et les marchés

Martin Neff, chef économiste du Groupe Raiffeisen
Zurich, le 6 janvier 2016

Perspectives pour l'économie mondiale et la Suisse

La conjoncture mondiale se stabilise: pays émergents plus faibles, pays industrialisés plus forts

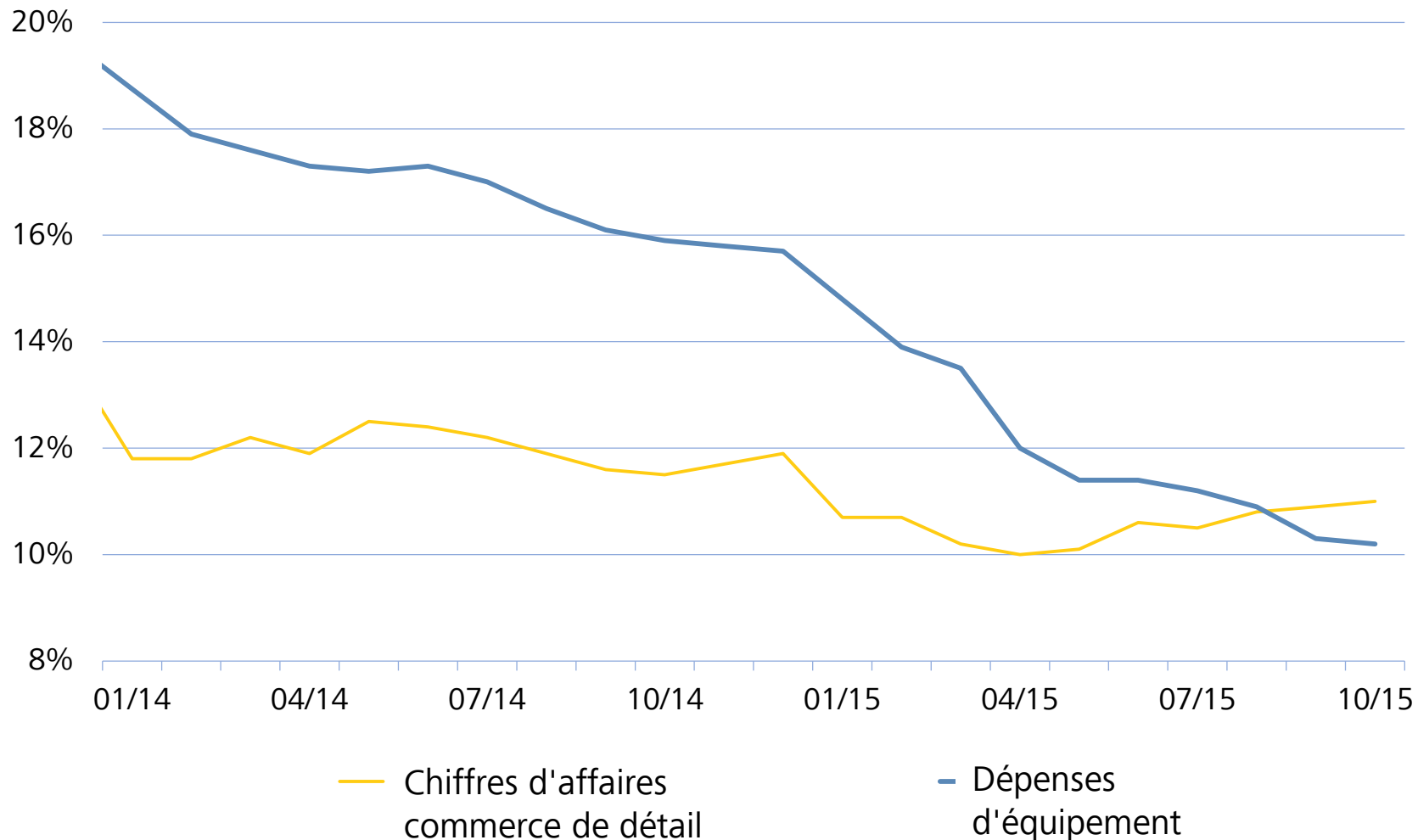
Indice des directeurs d'achat, standardisé (0 = moyenne à long terme)



Sources: Markit, Raiffeisen Research

La Chine en plein bouleversement: le changement structurel lié à l'abandon des investissements massifs se déroule normalement jusqu'ici

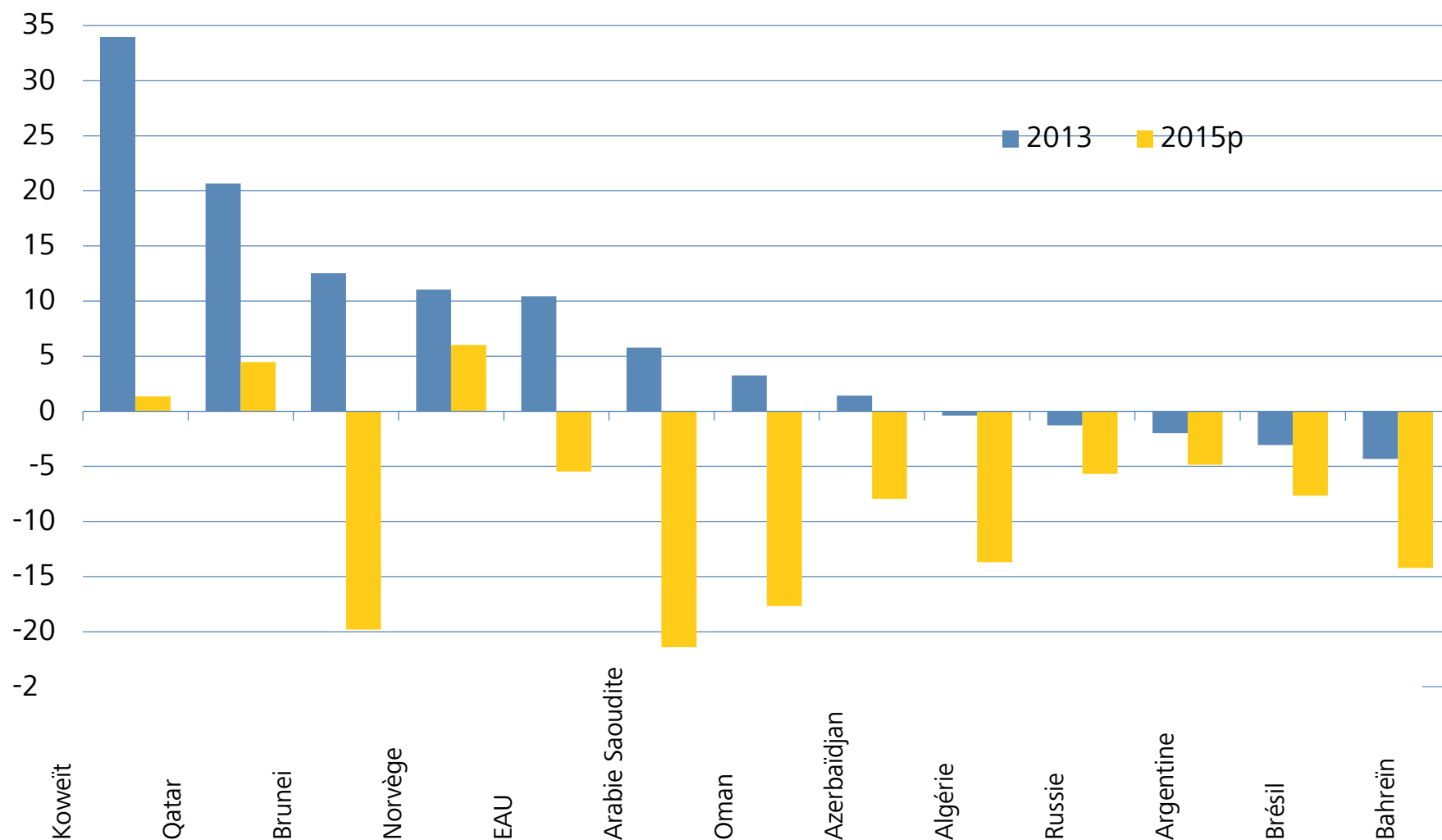
Evolution nominale par rapport à l'année précédente



Sources: Datastream, Raiffeisen Research

Chute du prix du pétrole: le revenu des pays producteurs s'écroule, or les consommateurs d'énergie économisent USD 2'000 mia par an

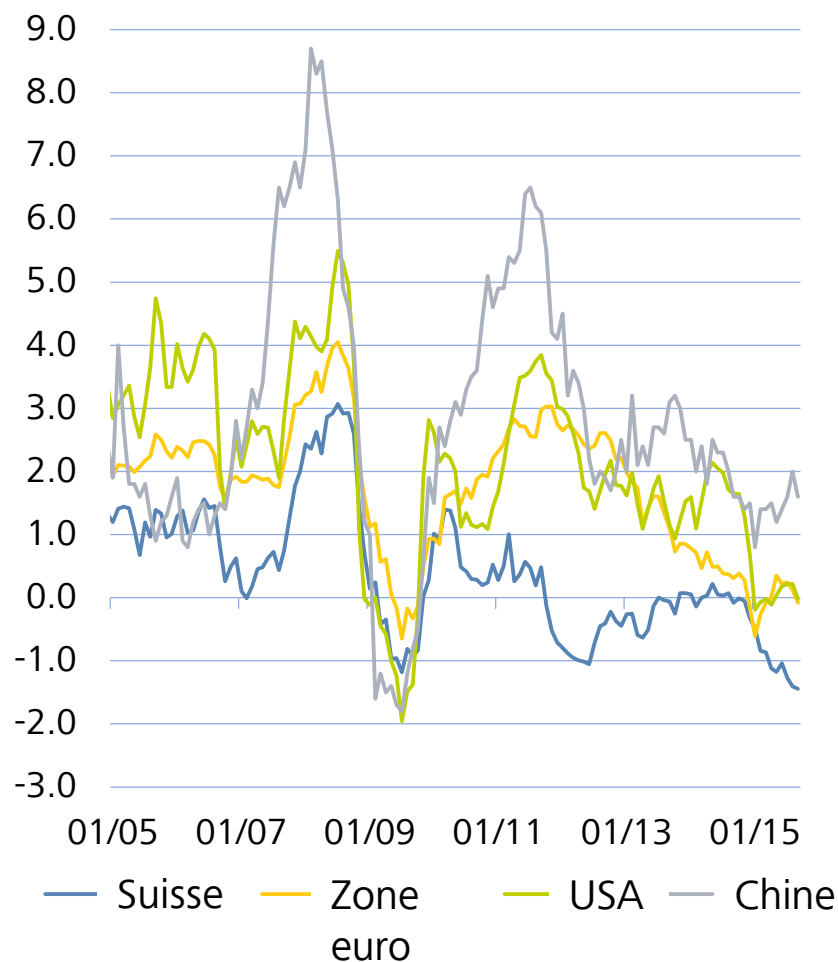
Solde budgétaire public des principaux pays exportateurs de pétrole en % du PIB



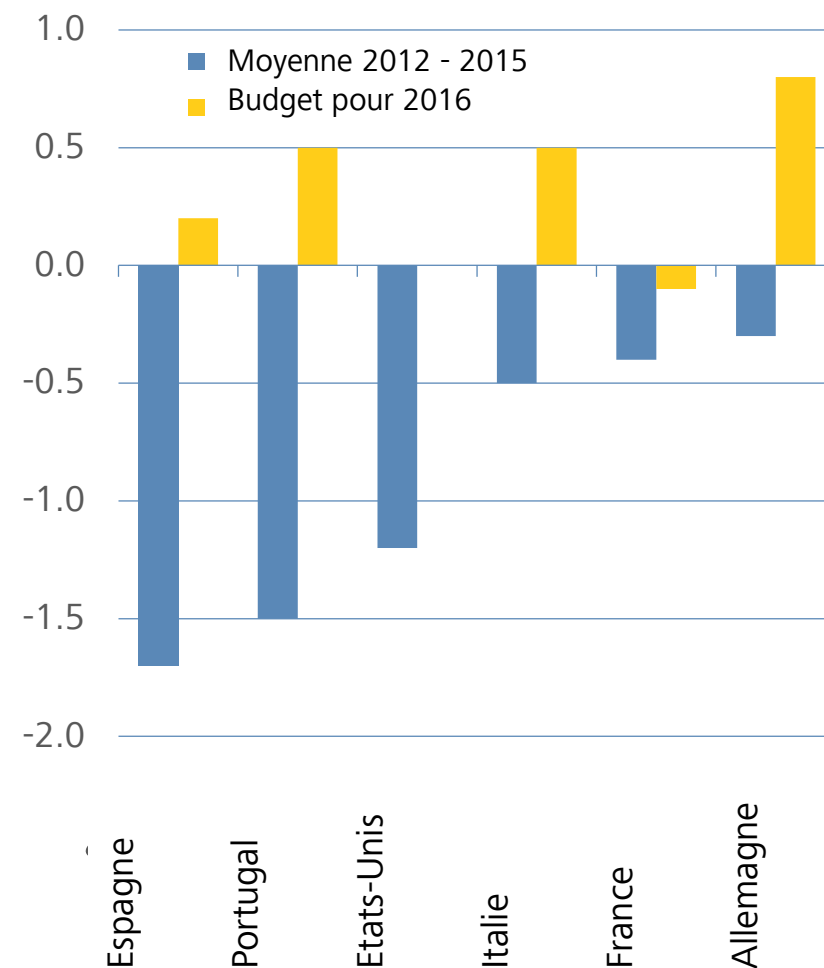
Sources: FMI, Raiffeisen Research

Vent en poupe pour la consommation des pays industrialisés grâce aux faibles prix des matières premières et à la fin (provisoire) de la politique d'austérité

Prix à la consommation en % par rapport à l'année précédente



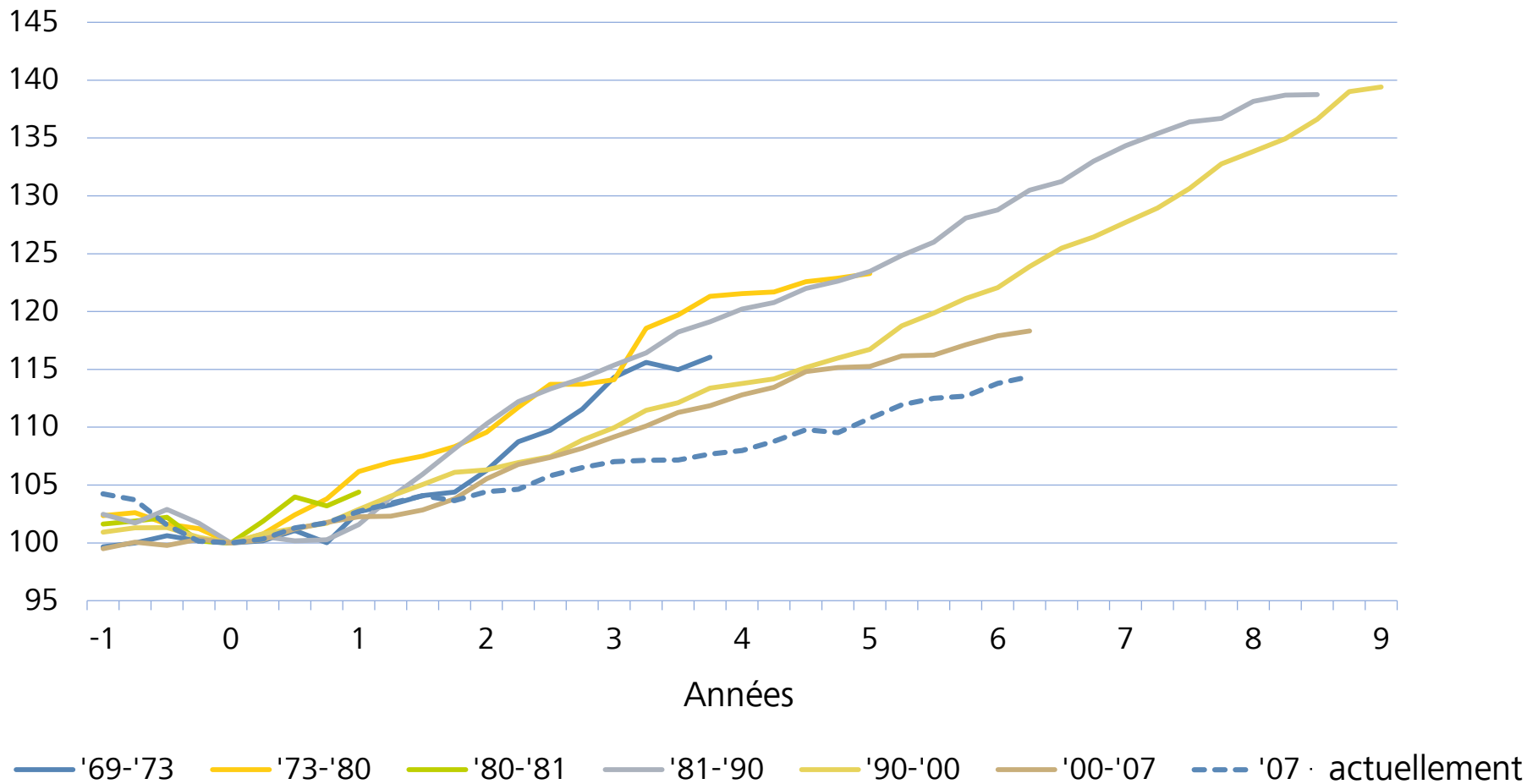
Impact fiscal p.a., en % du PIB
(évolution du solde primaire structurel)



Sources: FMI, Raiffeisen Research

Etats-Unis: la phase d'expansion actuelle entre déjà dans sa 7^e année mais elle est relativement peu dynamique

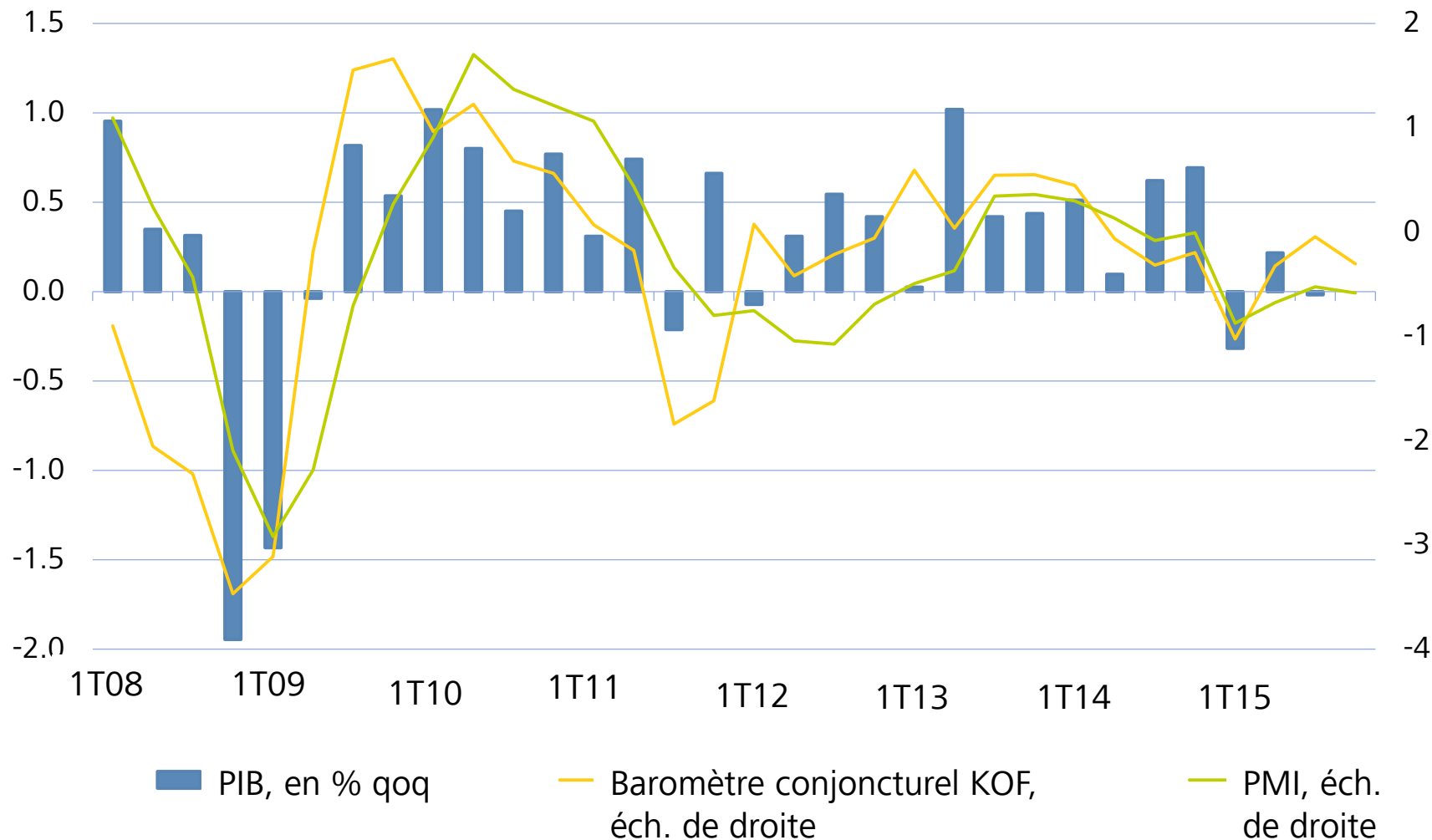
Cycles conjoncturels, indexés (100 = début de l'expansion)



Sources: Datastream, Raiffeisen Research

La conjoncture suisse ne décolle pas

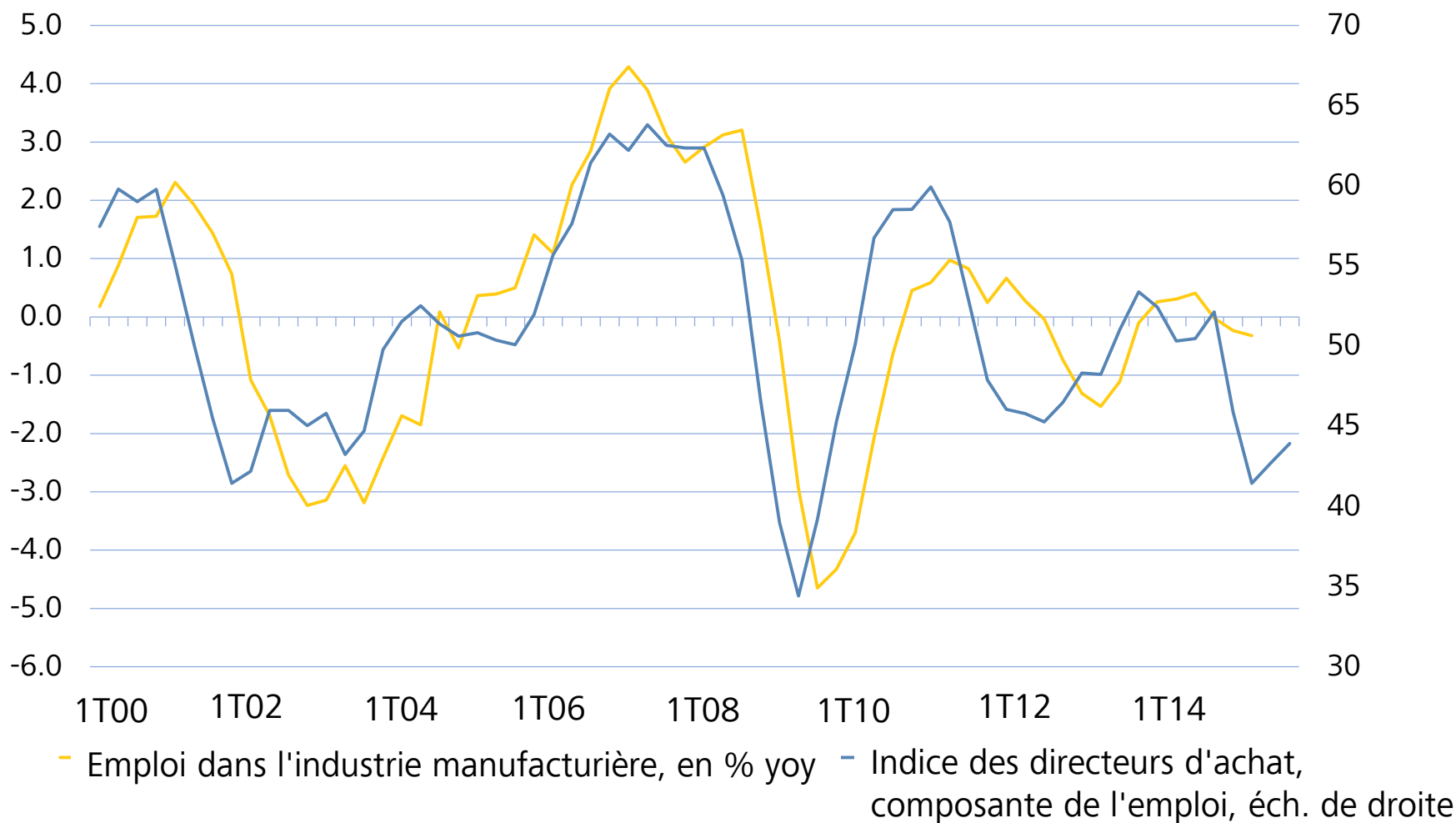
Enquêtes standardisées auprès des entreprises



Sources: Datastream, Raiffeisen Research

Le choc du taux de change laissera des traces durables dans l'industrie

Emplois dans l'industrie suisse



Sources: FMI, Raiffeisen Research

Prévisions conjoncturelles

Conjoncture	2012	2013	2014	Prévisions 2015	Prévisions 2016
PIB					
Croissance annuelle moyenne (en %)					
Suisse	1,0	2,0	2,0	0,7	0,9
Allemagne	0,6	0,4	1,6	1,5	1,9
Zone euro	-0,7	-0,5	0,9	1,5	1,8
Etats-Unis	2,2	1,5	2,4	2,5	2,2
Chine	7,7	7,7	7,4	6,8	6,2
Japon	1,8	1,6	0,0	0,7	0,8
Global (PPP)	3,4	3,3	3,3	3,2	3,2
Inflation					
Moyenne annuelle (en %)					
Suisse	-0,7	0,2	0,0	-1,1	0,0
Allemagne	2,0	1,5	0,9	0,3	1,5
Zone euro	2,5	1,3	0,4	0,0	1,2
Etats-Unis	2,1	1,6	1,8	0,4	2,0
Chine	2,6	2,6	2,2	1,4	1,7
Japon	0,0	0,3	2,8	0,6	0,8

Prévisions pour les marchés financiers

Marchés financiers	2013	2014	Acutel.	Prévisions à 3 mois	Prévisions à 12 mois
Libor à 3 mois					
Fin d'année (en %)					
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
Taux du marché des capitaux					
Rendements des obligations d'Etat à 10 ans (fin d'année, rendement en %)					
CHF	1,14	0,33	-0,21	-0,1	0,3
EUR (Allemagne)	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
Taux de change					
Fin d'année					
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 (par 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
Matières premières					
Fin d'année					
Pétrole brut (Brent, USD/bl)	108	57	40	40	50
Or (USD/once)	1206	1185	1074	1100	1150

*10.12.2015

Sources: Bloomberg, Raiffeisen, Research

RAIFFEISEN

Economie suisse – Prévisions détaillées

	2010	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p
PIB réel, variation en %	3,0	1,8	1,1	1,8	1,9	0,7	0,9
Consommation privée	1,6	0,8	2,7	2,2	1,3	1,2	1,0
Consommation publique	0,2	2,1	2,1	1,3	1,3	2,7	1,2
Investissements en biens d'équipement	4,9	5,3	2,8	0,0	1,3	3,2	0,8
Investissements dans la construction	3,5	2,5	2,9	3,1	3,3	-0,6	0,5
Exportations	7,9	3,5	3,0	0,0	4,2	0,8	0,8
Importations	9,5	4,7	4,4	1,3	2,8	0,9	0,6

Taux de chômage en %	3,5	2,8	2,9	3,2	3,2	3,4	3,6
-----------------------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------

Inflation en %	0,7	0,2	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	0,0
-----------------------	------------	------------	-------------	-------------	------------	-------------	------------

	2012	2013	2014	à 3 mois	à 12 mois
Intérêts					
Libor à 3 mois	0,01	0,02	-0,06	-0,75	-0,75
10 ans	0,53	1,14	0,32	-0,10	0,30

Un potentiel de croissance – les risques prédominant

- **Les pays émergents s'effondrent-ils?**

La hausse des taux d'intérêt américains et l'écroulement des prix des matières premières déclenchent une spirale baissière, la Chine ne parvient pas non plus à réaliser son changement structurel planifié

- **La reprise est-elle durable dans la zone euro?**

La crise grecque n'est que repoussée, la situation politique est instable au Portugal et en Espagne, la crise des réfugiés divise l'UE

- **Aggravation de la situation en ce qui concerne l'Etat islamique et la Syrie?**

L'Etat islamique n'est pas stoppé, les attentats terroristes sont de plus en plus nombreux, l'afflux de réfugiés continue à augmenter

- **Le conflit en Ukraine reprend-il?**

Le cessez-le-feu n'est pas respecté, les sanctions contre la Russie se durcissent, menace concernant l'alimentation de l'Europe en gaz

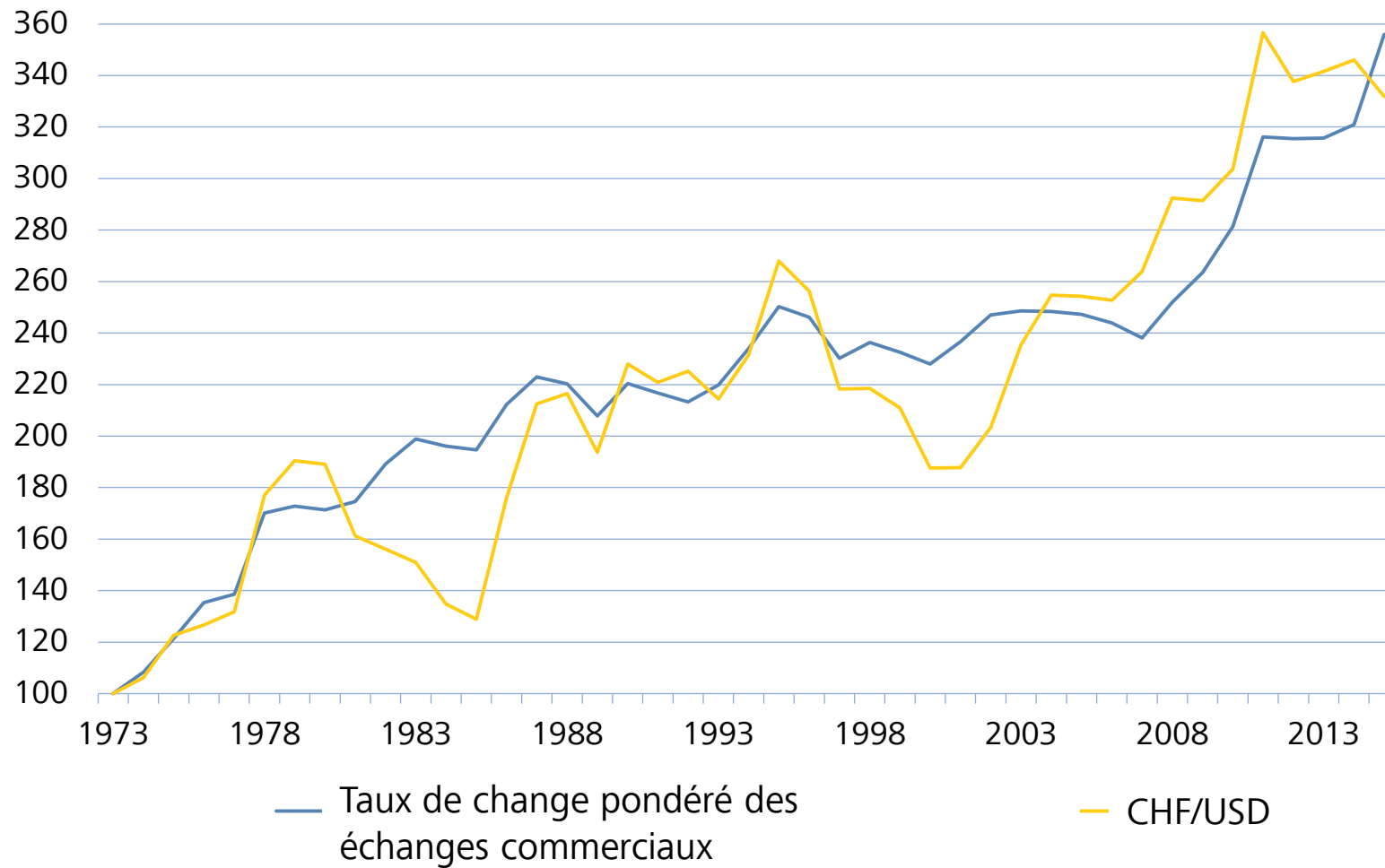
- **Les accords bilatéraux vont-ils être résiliés?**

La mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse provoque l'entrée en vigueur de la «clause guillotine», l'UE va résilier les accords bilatéraux, les entreprises suisses auront davantage de difficulté à accéder au marché, l'arrêt des investissements et la fuite des investisseurs paralyseront l'économie suisse

Désindustrialisation

Le franc fort n'est pas une nouveauté

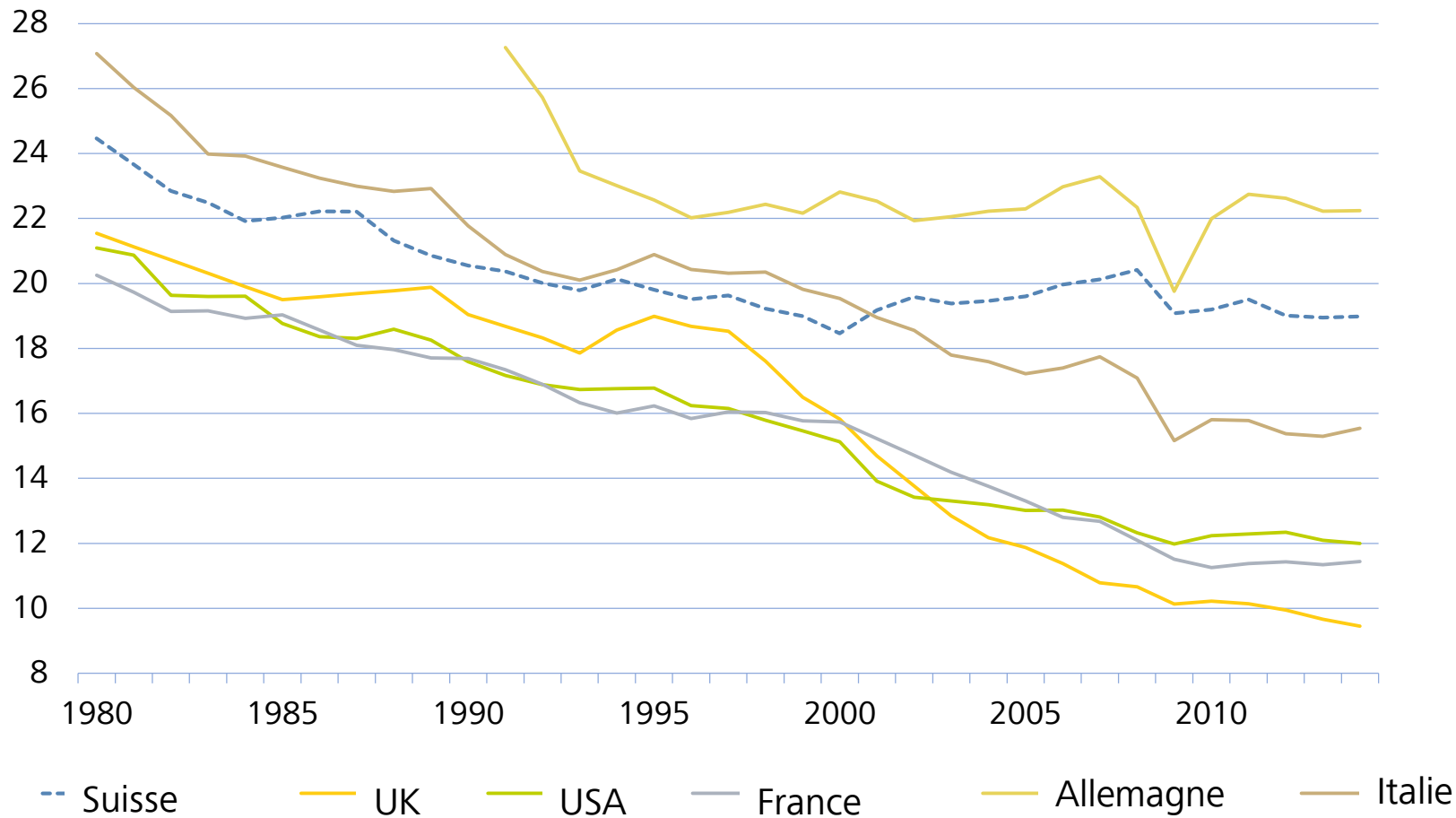
Indice des taux de change (1973=100)



Sources: Datastream, BRI, Raiffeisen Research

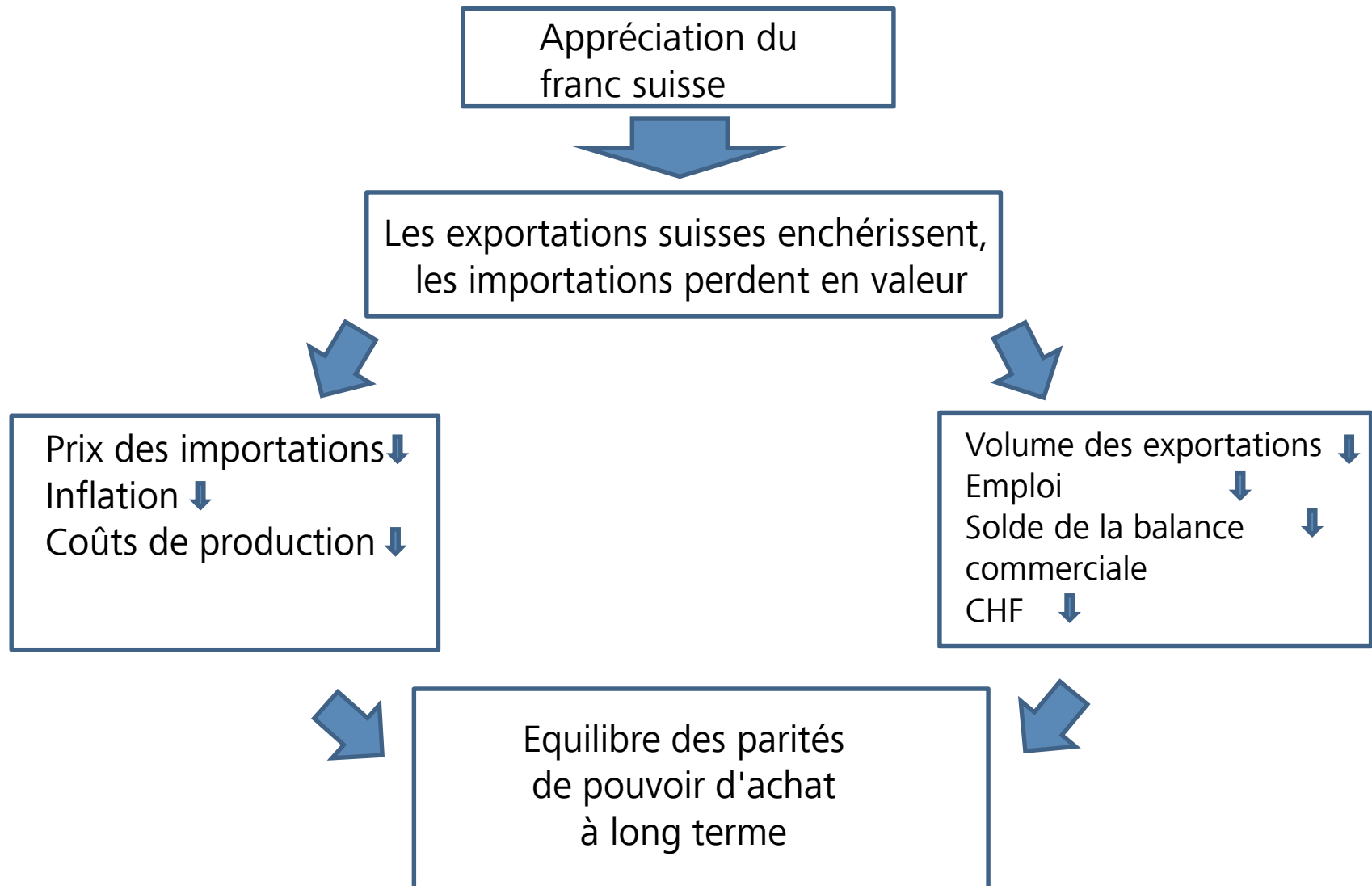
Contribution néanmoins stable de l'industrie suisse

Pourcentage de création de valeur de l'industrie manufacturière, en % de la création de valeur de l'économie dans son ensemble



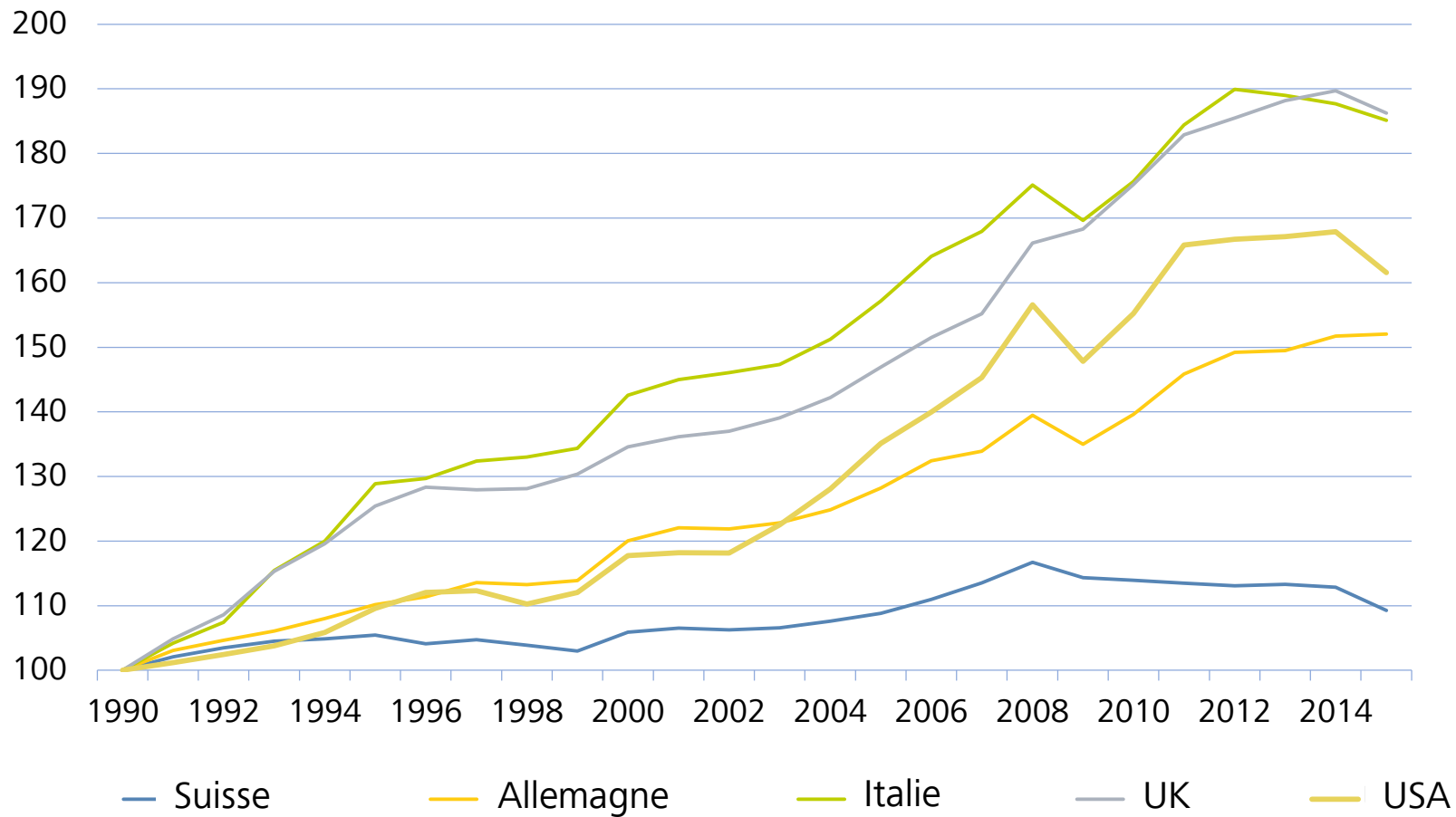
Sources: Datastream, OFS, BEA, Raiffeisen Research

Effets en chaîne de l'appréciation du franc suisse selon la théorie économique



Une monnaie forte entraîne une dynamique plus faible au niveau des coûts de production

Indicateur Raiffeisen des coûts de production de l'industrie manufacturière, indice (1990=100)

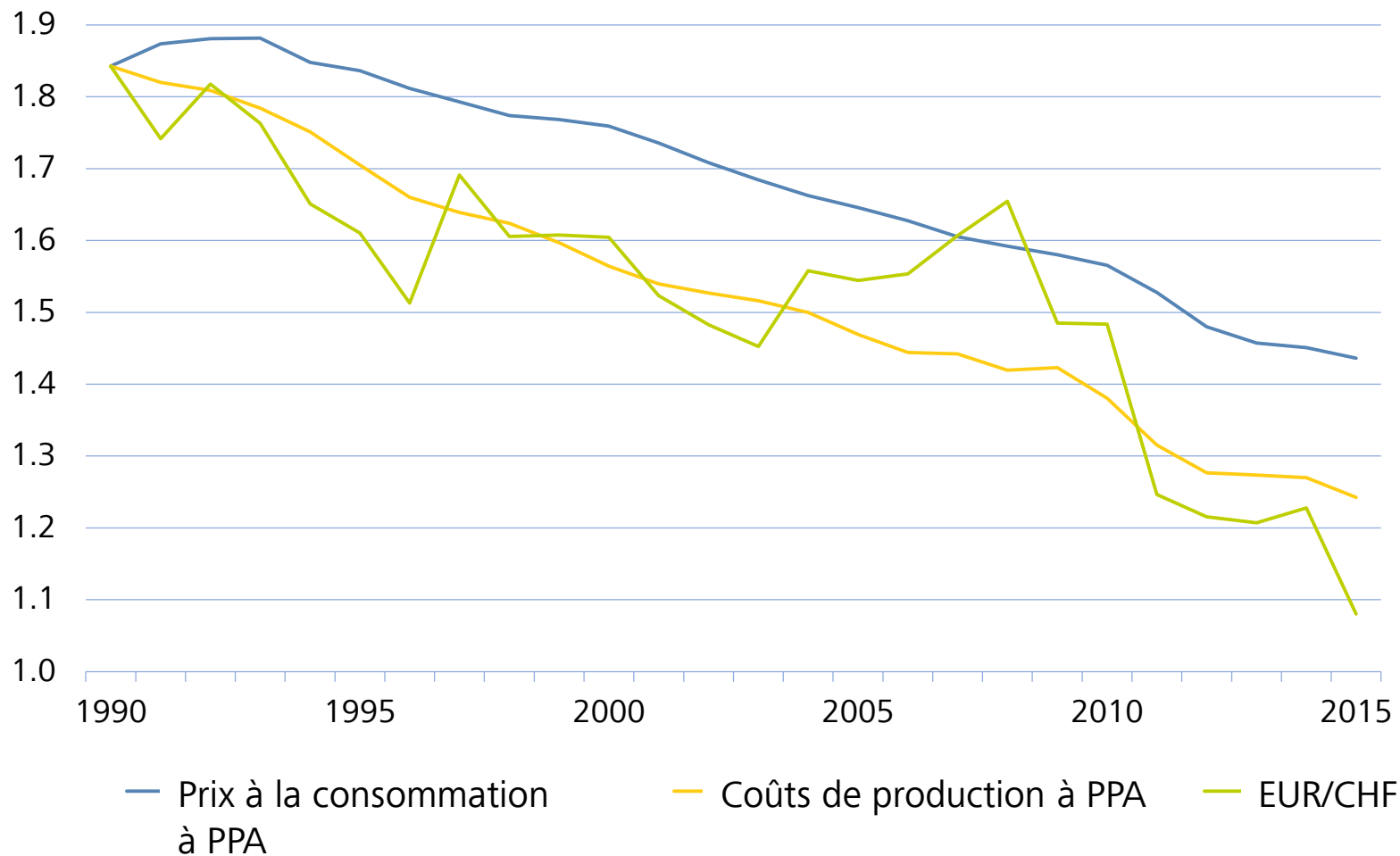


Source: Raiffeisen Research

RAIFFEISEN

Aucune forte surévaluation du franc suisse jusqu'au choc du taux de change

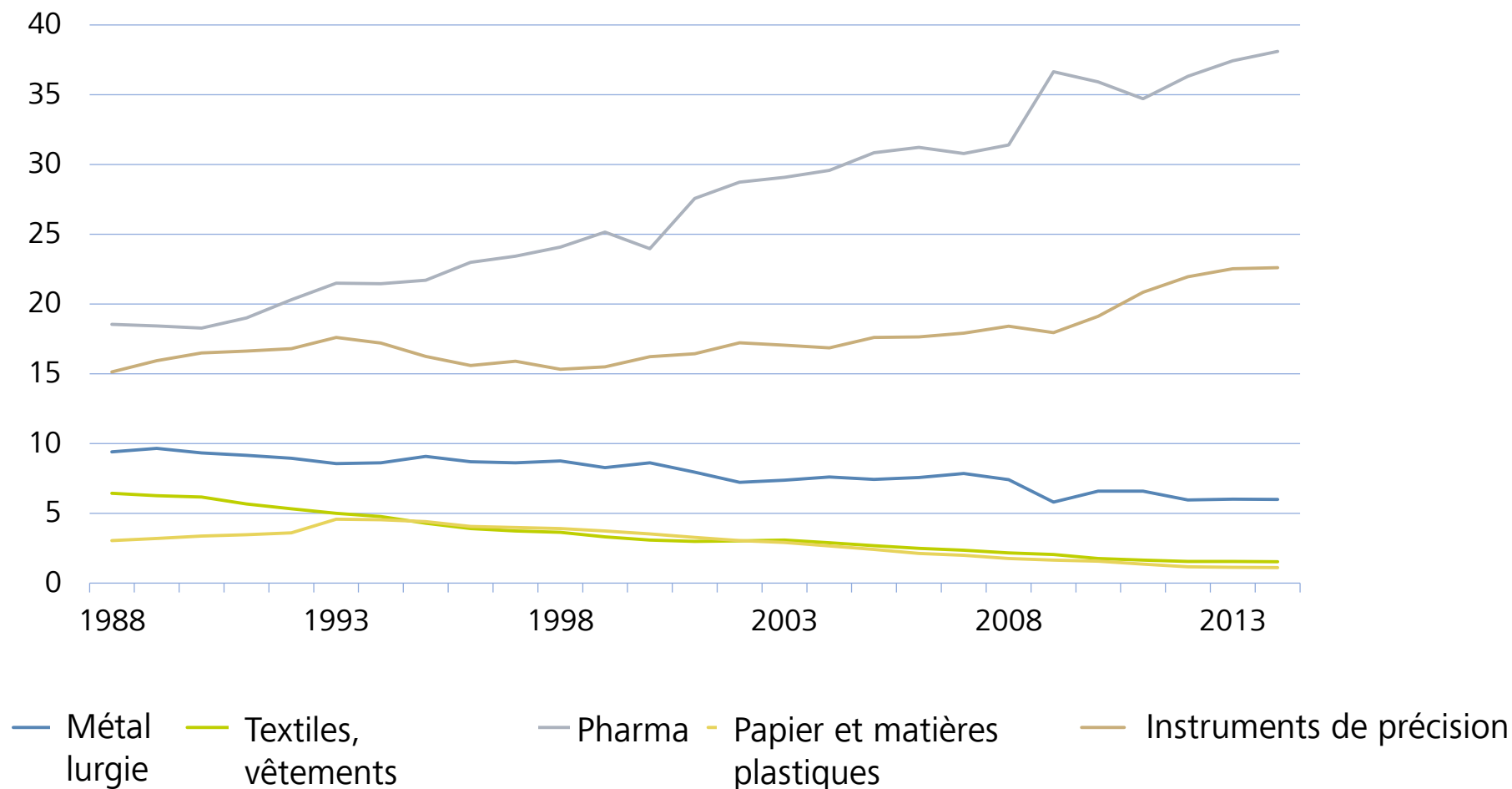
Taux de change nominal EUR/CHF et valeurs «équitables» sur la base parité des pouvoirs d'achat



Sources: Datastream, Raiffeisen Research

Une monnaie forte entraîne un changement structurel

Contribution des différents secteurs à la création de valeur brute totale de l'industrie manufacturière, en %

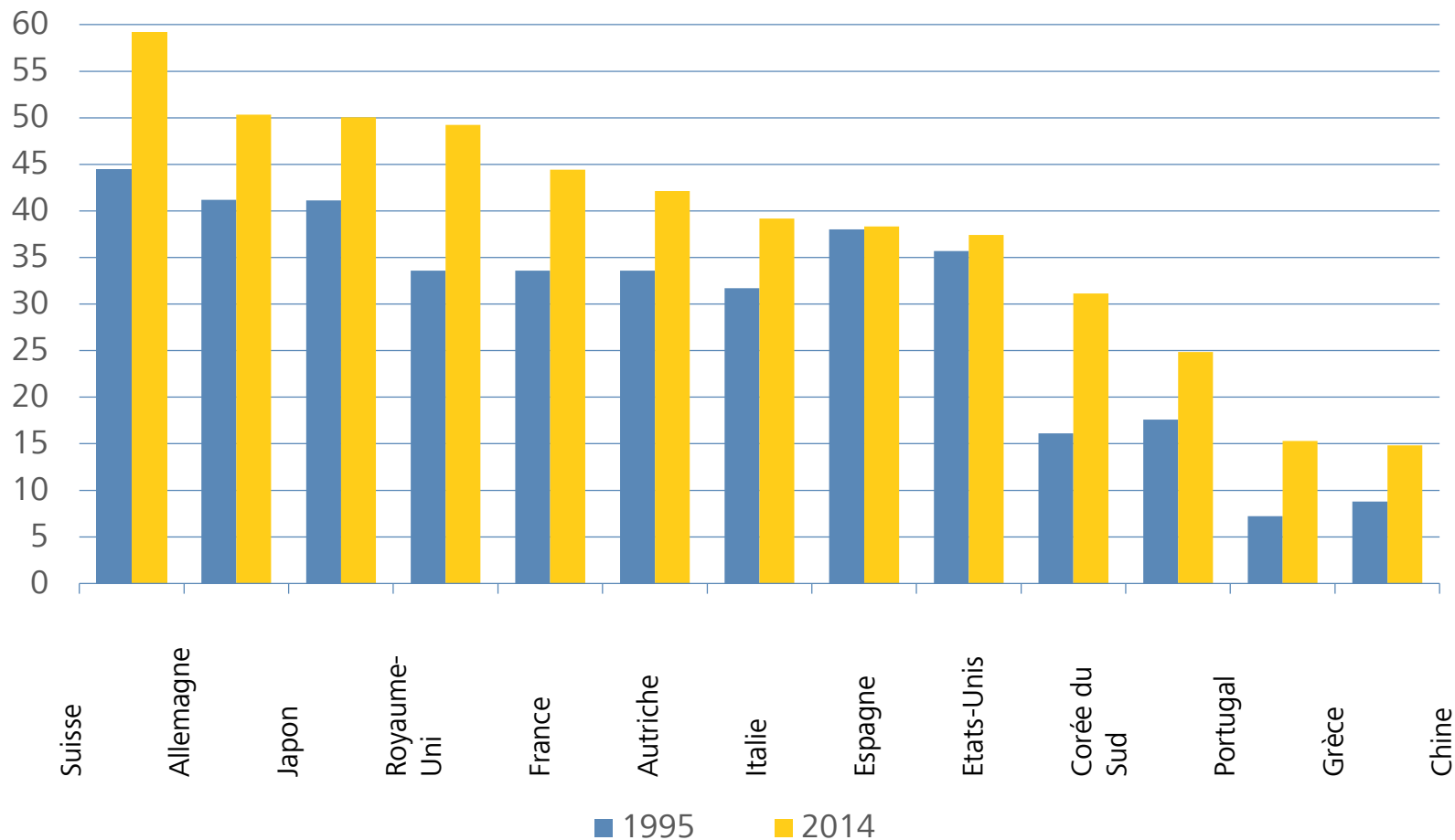


Sources: OFS, Raiffeisen Research

RAIFFEISEN

L'industrie suisse est spécialisée dans les produits «complexes»

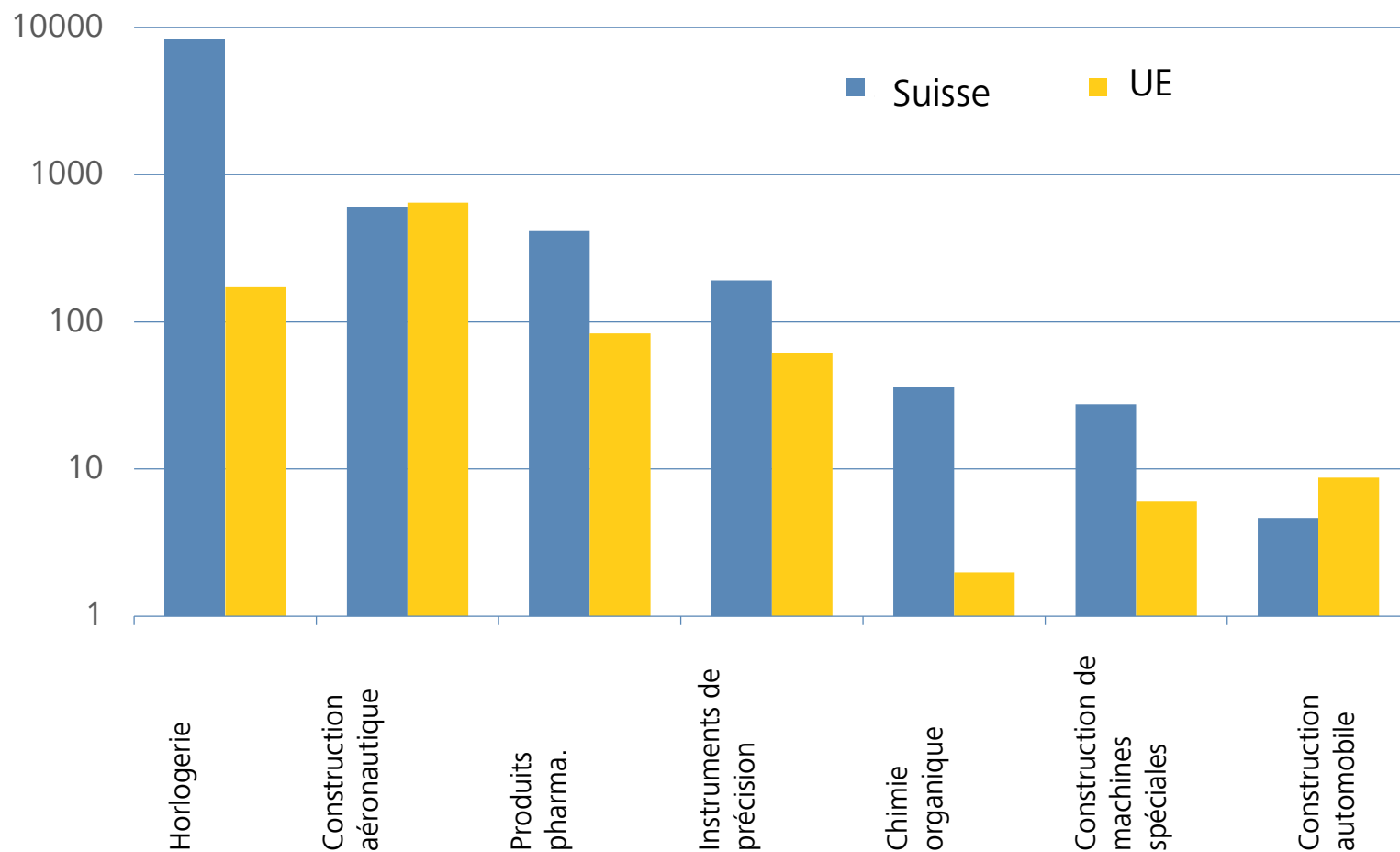
Contribution des biens immobiliers de Schumpeter aux exportations de l'industrie manufacturière, en %



Sources: Unctad, Raiffeisen Research

Une valeur plus élevée par kilo

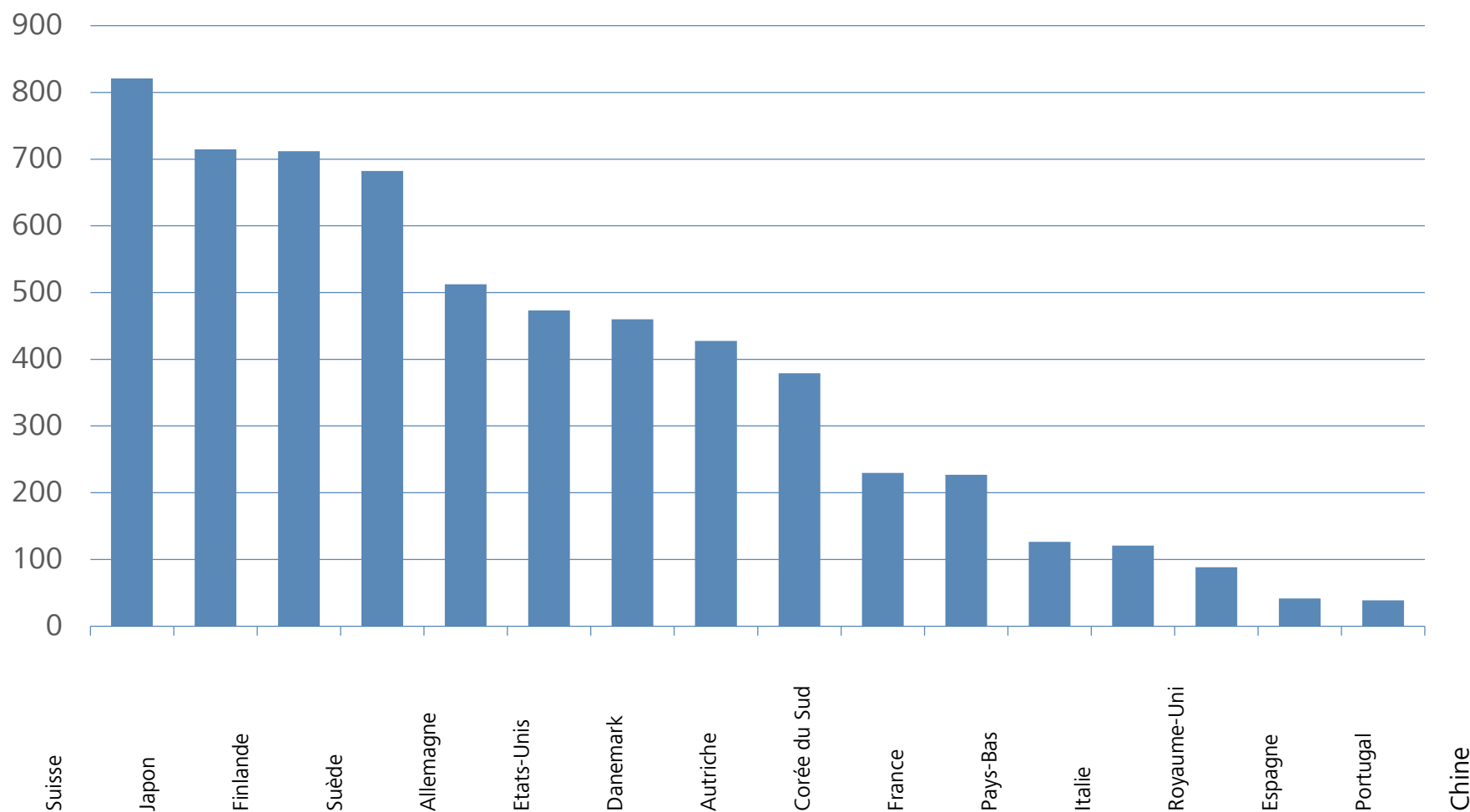
Produit des exportations en euro par kg, échelle logarithmique



Sources: Eurostat, Raiffeisen Research

Une monnaie forte oblige à innover

Dépenses dans la recherche et le développement des entreprises de l'industrie manufacturière par habitant, en euro, moyenne 2008-2012



Sources: OCDE, Raiffeisen Research

Le bilan un an après le choc du taux de change

- Les chiffres ne montrent pas encore toutes les conséquences, mais ils reflèteront ces dernières en 2016.
- L'industrie nourrit peu d'espoir par rapport à une nette amélioration de la situation en 2016.
- La pression exercée sur les sous-traitants suisses est au moins aussi importante que celle exercée sur les entreprises exportatrices.
- Le secteur du tourisme risque de rater le début de l'année 2016 en raison des conditions météorologiques.
- Travailler davantage pour un salaire identique ne constitue pas une mesure durable.
- Des mesures d'accompagnement s'imposent afin de soulager les entreprises qualifiées.

Publications Research

L'information en continu avec Raiffeisen Research.

Aperçu des publications (I):

Politique de placement

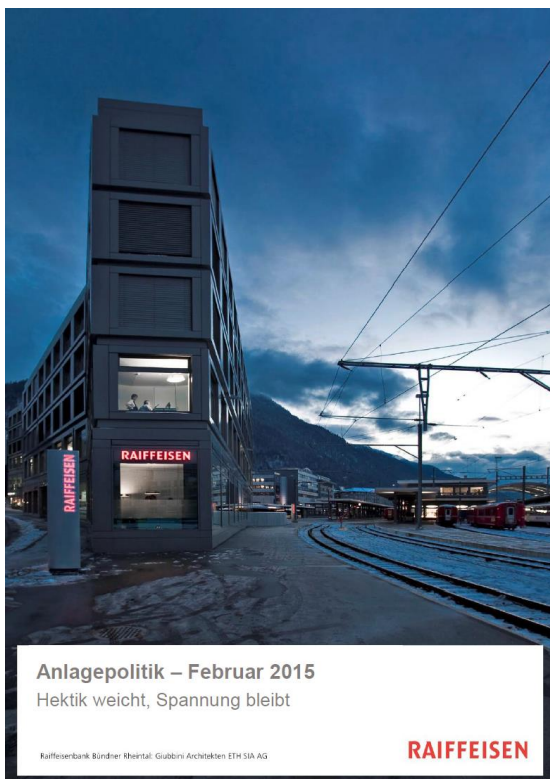
Evaluation mensuelle de l'économie et des marchés avec recommandations d'allocations stratégiques

Horizons

Evaluation trimestrielle de l'évolution de l'économie et des taux en Suisse et dans le monde

Perspectives hebdomadaires

Informations hebdomadaires sur les données économiques actuelles, avec le thème de la semaine



Anlagepolitik – Februar 2015
Hektik weicht, Spannung bleibt

Raiffeisenbank Bündner Rhodental, Gubris 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, reformschwachen Länder Italien und Frankreich bremsen. Aufgrund der mageren Fortschritte in der wichtigsten Handelspartnersonen 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 wetterbedingte 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 Schuldsituation 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 befindet sich China nach einer langen Phase sehr starken Wachstums, die seit der Finanzkrise durch massive staatliche Stimulusmassnahmen hochgehalten wurde, im Umbruch. Das kreditbefeuerte, investitionsgetriebene Wachstum soll stärker vom Konsum getragen werden. Der schwierige strukturelle Wandel wird – zumindest bislang – von einer kontrollierten Abnahme des Expansionsstempels begleitet.

Vergleichsweise negativ hat sich hinsichtlich der Lage in Russland entwickelt. Die von der Rohstoffproduktion dominierte Wirtschaft erlebt eine Vollbremsung. Einerseits belastet der Ukraine-Konflikt und die damit verbundenen Sanktionen schwer. Die Kapitalflucht hat die niedrigeren Rohstoffpreise, und speziell der Einbruch des Ölpreises seit Mitte des Jahres, die Staatsentnahmen 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 Ökonomen 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 ein gleich hohes Einnahmeverlust 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 Ökonomen 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 Mehreinnahmen der Erdölproduzenten 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, qqq	Q4 -0.5%	0.0%	Privatkonsument und Nettoexporte erholen sich nach deutlich
16.02.	17.30	EZ	Griechenland-Gespräche			Nächste Verhandlungsrunde im Schuldenspoker (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	Börsenrussland			JPY-Schwäche deutet nicht auf unmittelbare Börsenmassnahmen hin
18.02.	15.15	USA	Industrieproduktion, yoy	Jan 4.9%	5.6%	Keine Anzeichen für Abkühlung vom Aufwärtstrend
18.02.	20.00	USA	FOMC-Sitzungsergebnisse	Jan		Anzeichen zu internationalen Risiken im Fokus
19.02.	08.00	CH	Handelsbilanzsaldo (in Mrd. CHF)	Jan 1.52		Schwacher Franken wird im Jahresverlauf zur Belastung
19.02.	16.00	EZ	Konsumentenvertrauen	Feb -8.5	-8.0	Sinkende Preise verbessern Konsumentenstimmung
20.02.	10.00	EZ	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 Schuldenspoker

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 am Mittwoch 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 Stimmungsindektoren 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 Eurozone-BIP im Q4 um 0.3% gegenüber Vorquartal zu.

Neben Griechenlands Schuldenspoker steht nächste Woche vor allem das Protokoll der letzten US-Notenbank Sitzung im Fokus der Märkte. Es sollte Aufschluss darüber geben, was genau mit dem neuen Pasmus 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 verschieben. Im Moment ist dies jedoch nicht angezeigt 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 wiederergegibt. 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 Arbeitsmarktzahlen haben sich die Zinserhöhungserwartungen 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 Zinserhöhung gegen Mitte Jahr unterstützen.

reports.es@raiffeisen.ch

Economic Research
RAIFFEISEN

L'information en continu avec Raiffeisen Research. Aperçu des publications (II):

Eclairage

Analyses approfondies de thèmes économiques, à intervalles irréguliers

Le point de vue du chef économiste de Raiffeisen

Commentaire hebdomadaire de Martin Neff

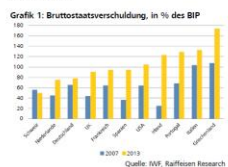


Private Verschuldung - Treiber Immobilienmarkt

- 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 angetrieben 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 Entscheidungsprozess ist in den Hochschuldenländern Irland, Spanien und Portugal bereits gut vorangekommen, nicht zuletzt dank der Rettungsprogramme und der Bankenunion. Der Anteil bei-lehender 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 Privatsektor zunehmend verbessern.

Stetler 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, angewachsen aufgrund rascher Hilfspakete zur Stabilisierung der Konjunktur und speziell zur Rettung des Finanzsektors. Gleichzeitig haben sich die Sozialausgaben massiv erhöht und die Staatseinnahmen sind 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 gemässätzlicher 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 eine der wenigen Länder, das die Schuldenquote im Vergleich zum Vorkrisenniveau zurückführen konnte.

Um die exzessiven staatlichen Schuldenquoten in Zukunft wieder senken zu können, ist neben der Rückführung der Budgetdefizite eine nachhaltige Erhöhung 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 Erhöhung des Bankensystems in den Euroraum-Schuldenrisikoländern hielt 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 Län-



Obwohl hat die Migrationsbewegung noch nicht ihren Höhepunkt erreicht und es ist zu erwarten, dass sie in den nächsten Jahren noch bis auf weiteres anhalten wird. Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird.

Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird. Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird.

Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird. Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird.

Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird. Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird.

Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird. Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird.

Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird. Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird.

Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird. Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird.

Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird. Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird.

Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird. Die Migration ist ein Prozess, der sich über einen längeren Zeitraum erstreckt und nicht nur von den politischen Umständen, sondern auch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten beeinflusst wird.

Abonnement et gestion des abonnements sur Internet: <http://www.raiffeisen.ch/web/publications+research+f>