



Raiffeisenbank Aletsch-Goms, Geschäftsstelle Mörel-Filet
Architekt: Albrecht Architekten AG SIA, Brig
Fotograf: Nikolaus Loretan, Brig

Energiemarkt: Preiszerfall und wie weiter?

Santosh Brivio, Economist Raiffeisen Schweiz

Winterthur, 3. März 2016

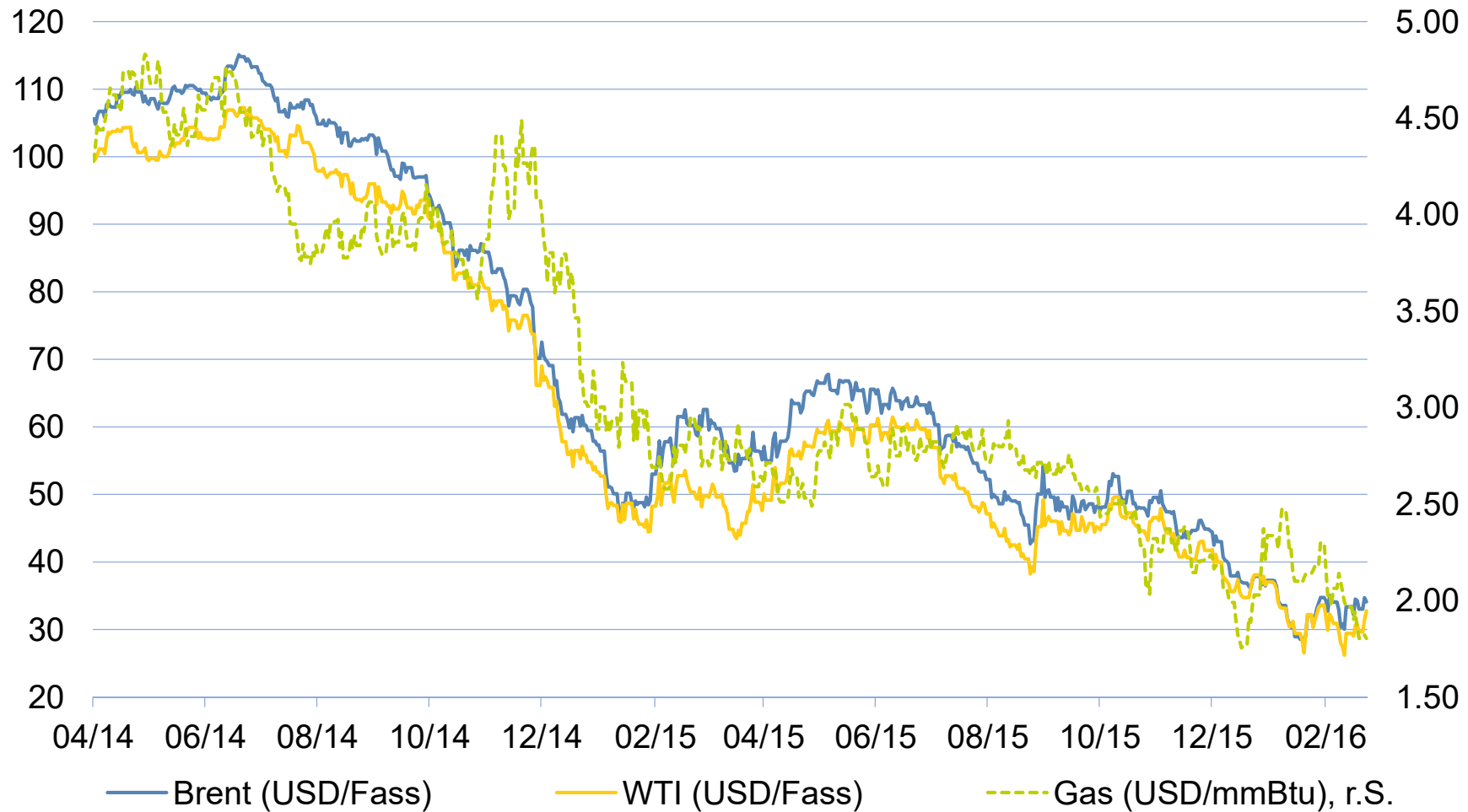
Agenda

- **Der globale Markt**
- **Ausgangslage in der Schweiz**
- **Schweiz: Energie und Mobilität**
- **Schweiz: Energie und Infrastruktur/Immobilien**
- **Fazit**

Der globale Markt: Was ist passiert?

Öl und Gas: Dramatischer Preiszerfall

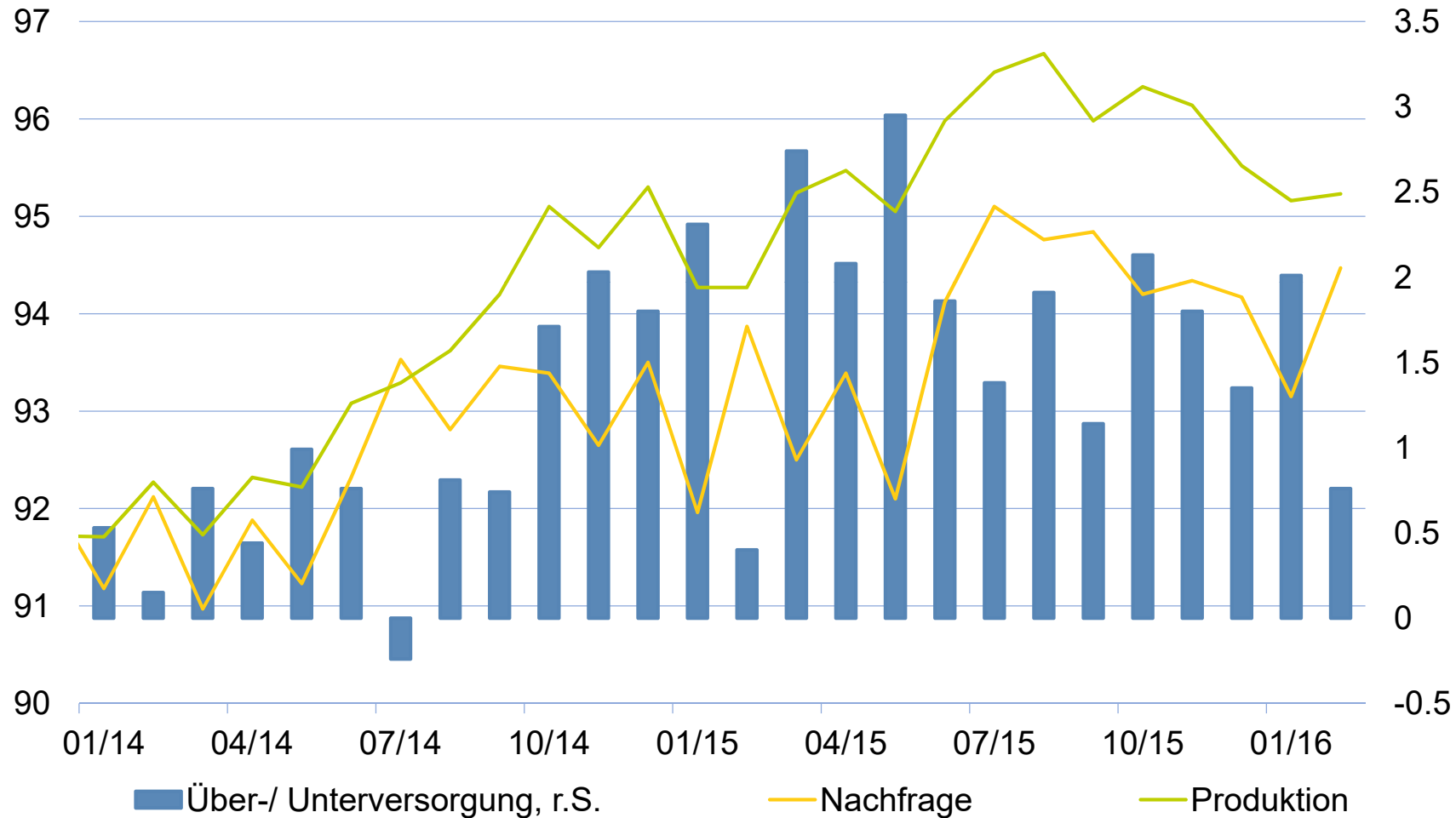
Ölpreis und Gaspreis



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Research

Öl: Deutlicher Angebotsüberschuss

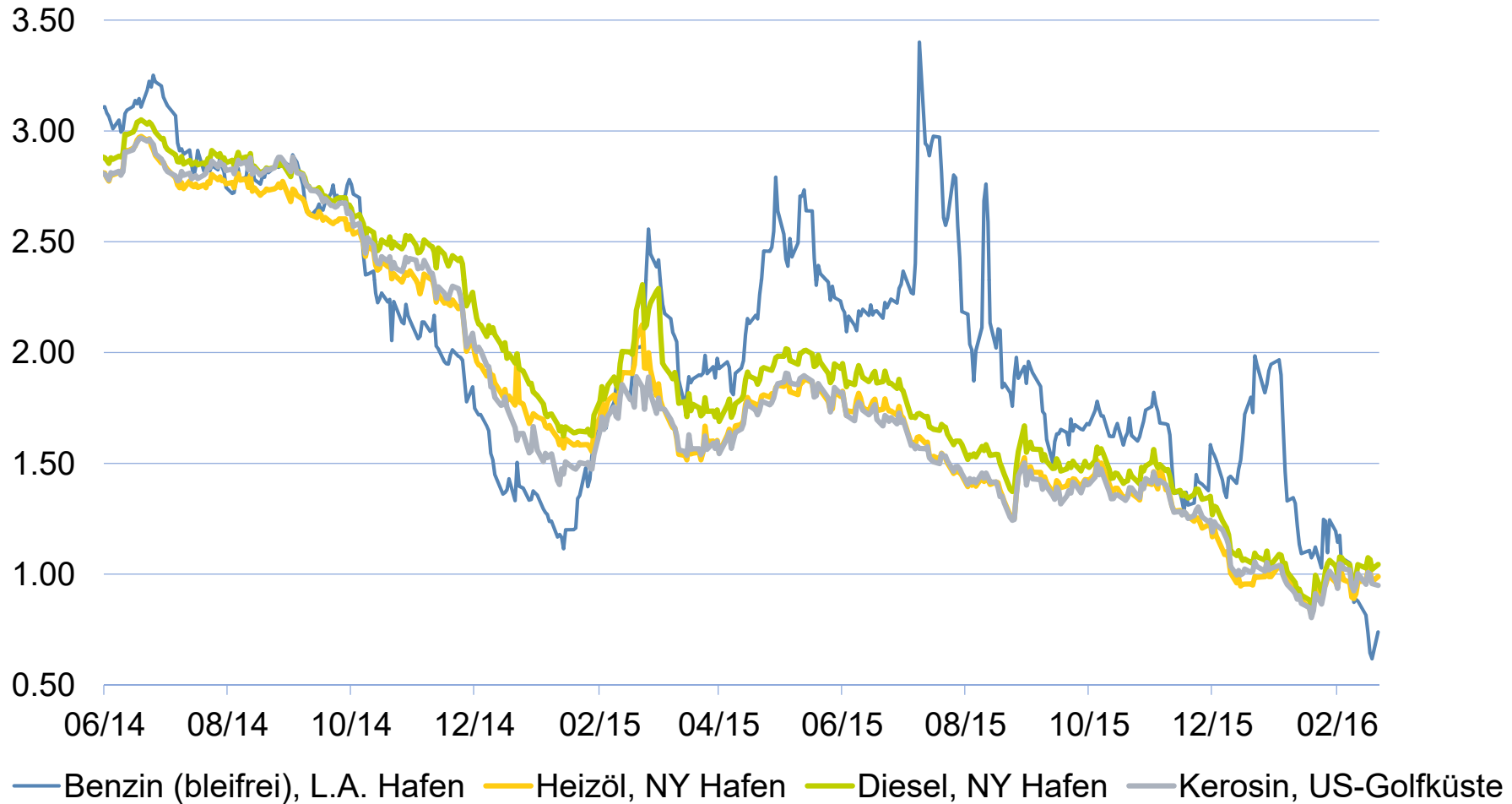
Globale Nachfrage hält nicht mit dem ausgeweiteten Angebot mit, in Mio. Fass/Tag



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Research

Mit entsprechenden Auswirkungen auf die Endprodukte

Spotpreise von Heizöl und Treibstoffen (USD/Gallone)



Quelle: EIA, Raiffeisen Research

...oder anders dargestellt

Spot-Preise von Öl-Destillaten vs. Trinkwasser (Preise per 22.2.2016), USD / Liter

\$ 1.18 / Liter

\$ 0.20 / Liter
-506%

\$ 0.25 / Liter
-372%

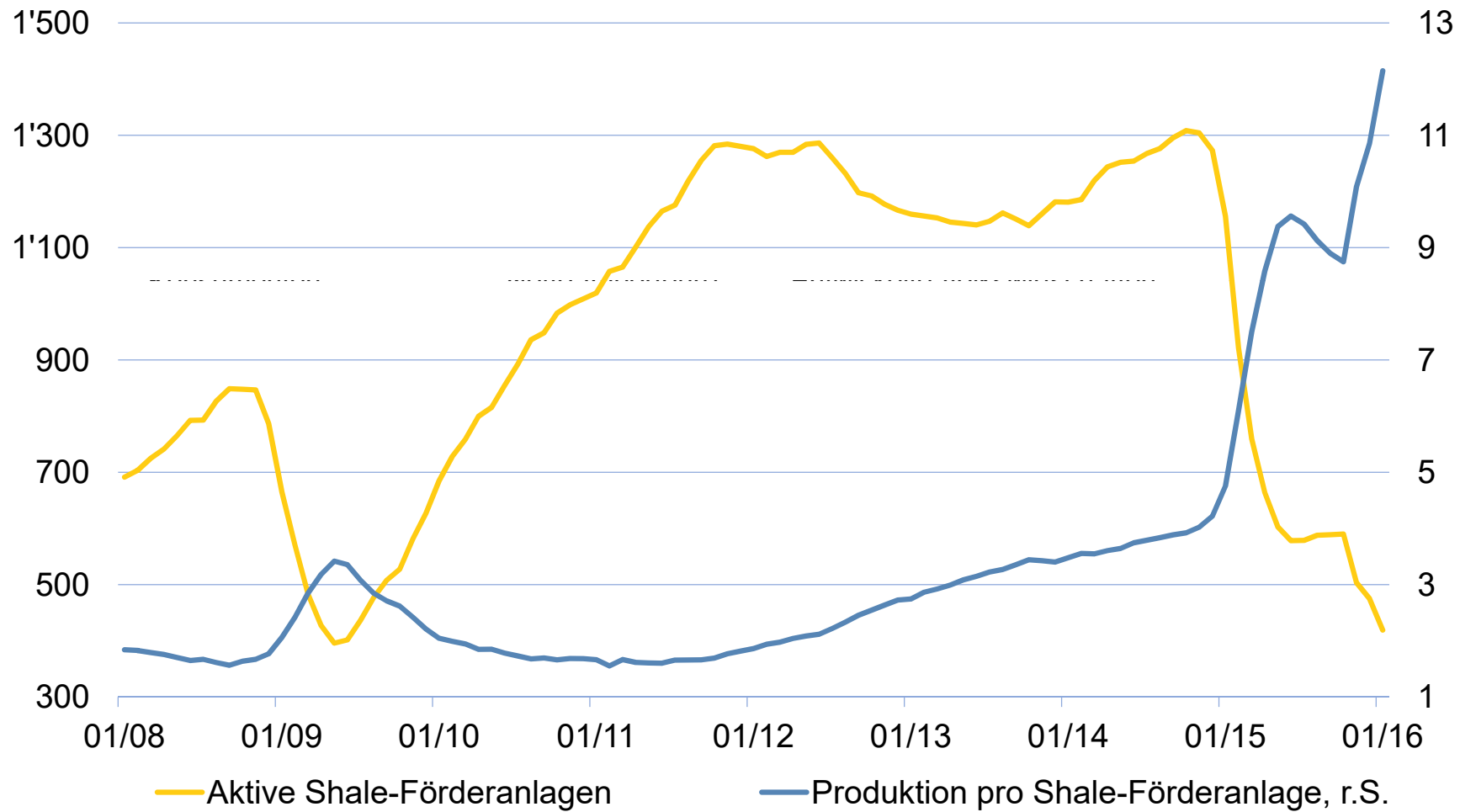
\$ 0.26 / Liter
-353%

\$ 0.28 / Liter
-329%



Quelle: Walmart, EIA, Raiffeisen Research

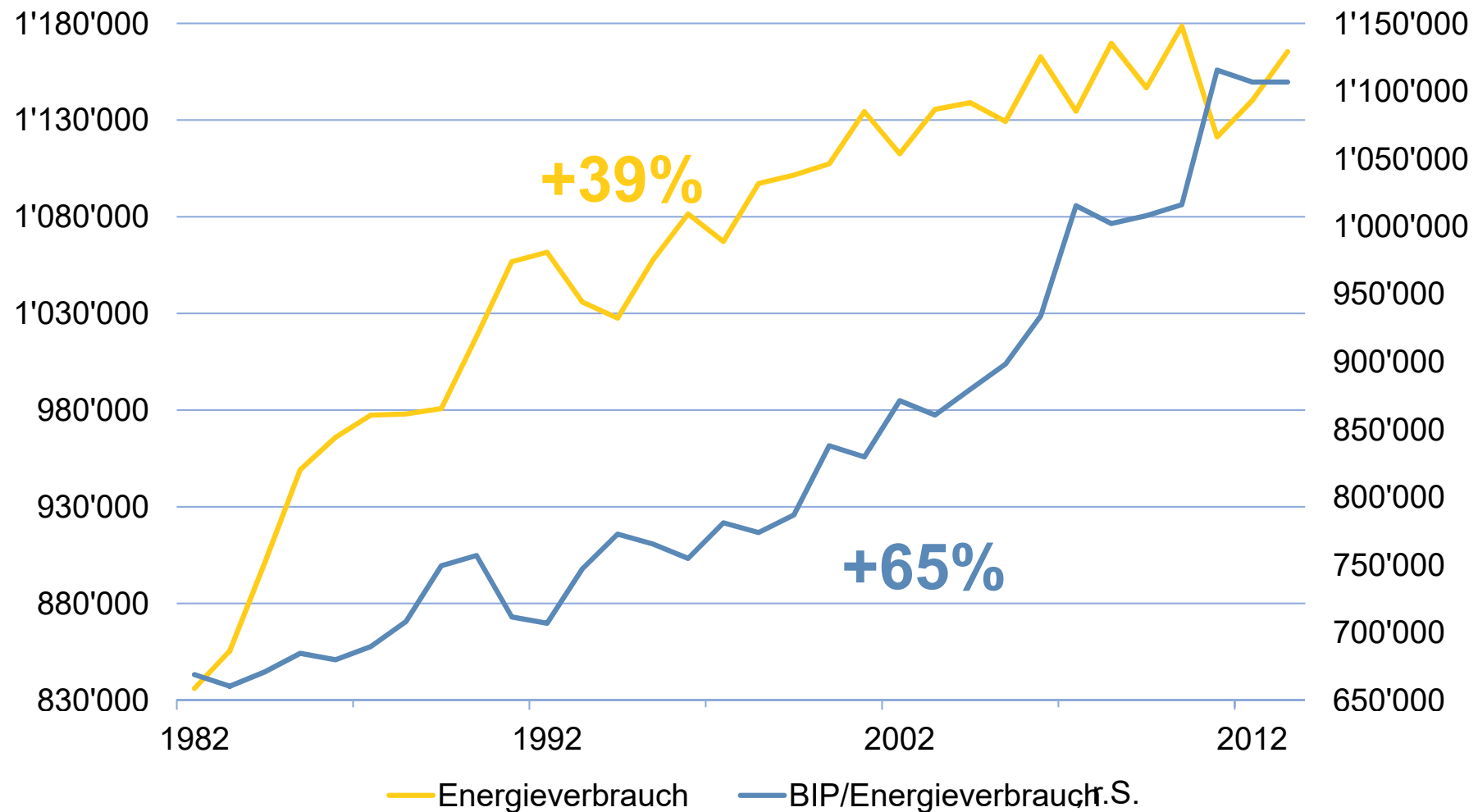
Cui bono: Wer profitiert und wer nicht?



**Ausgangslage in der Schweiz:
Es hat sich etwas getan**

Abgenommene Energie-Intensität der Schweizer Wirtschaft

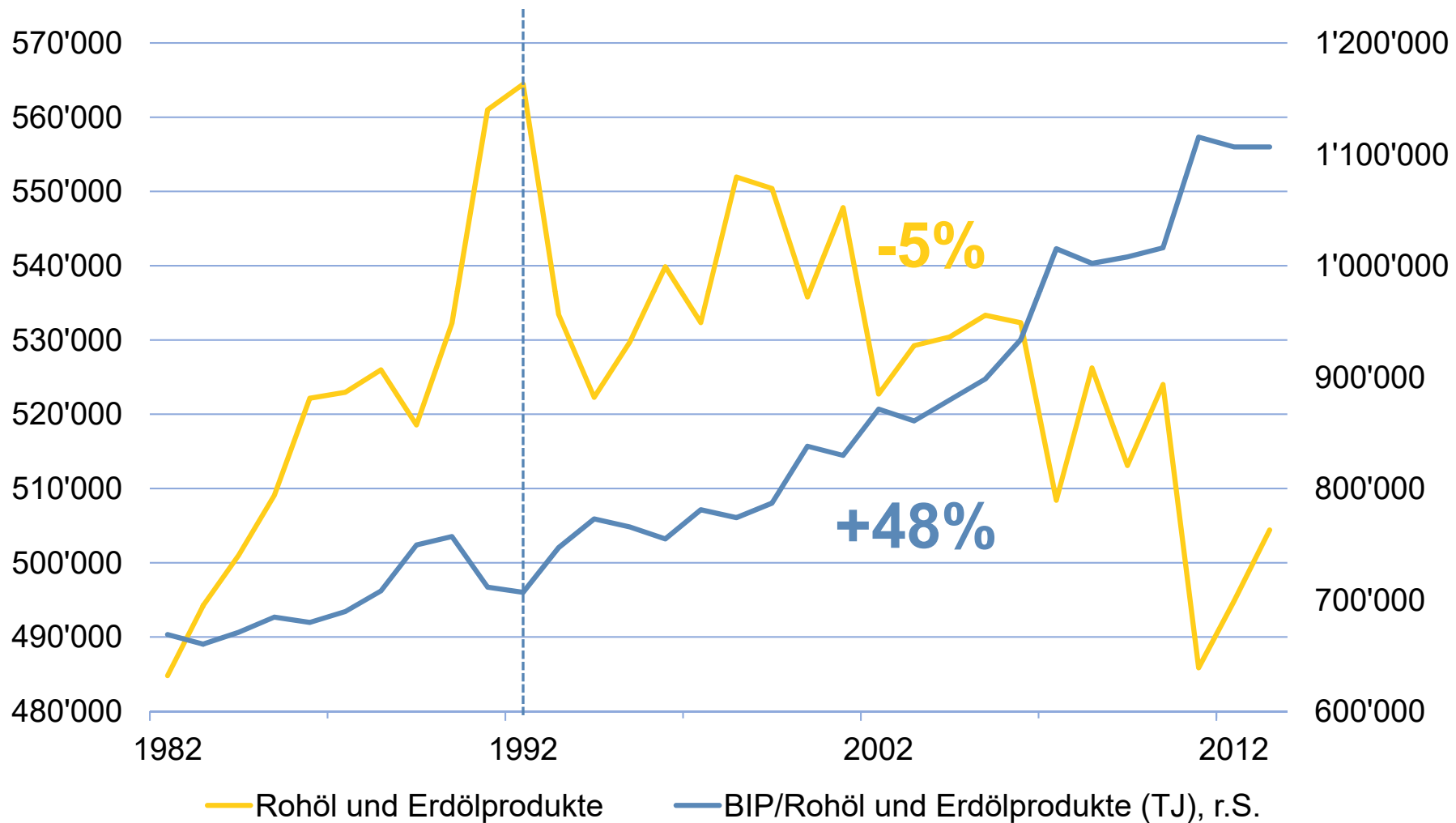
Bruttoenergieverbrauch (TJ) und erwirtschaftete CHF pro TJ



Quelle: BfS, BfE, Raiffeisen Research

Noch bessere Bilanz bei den Erdölprodukten

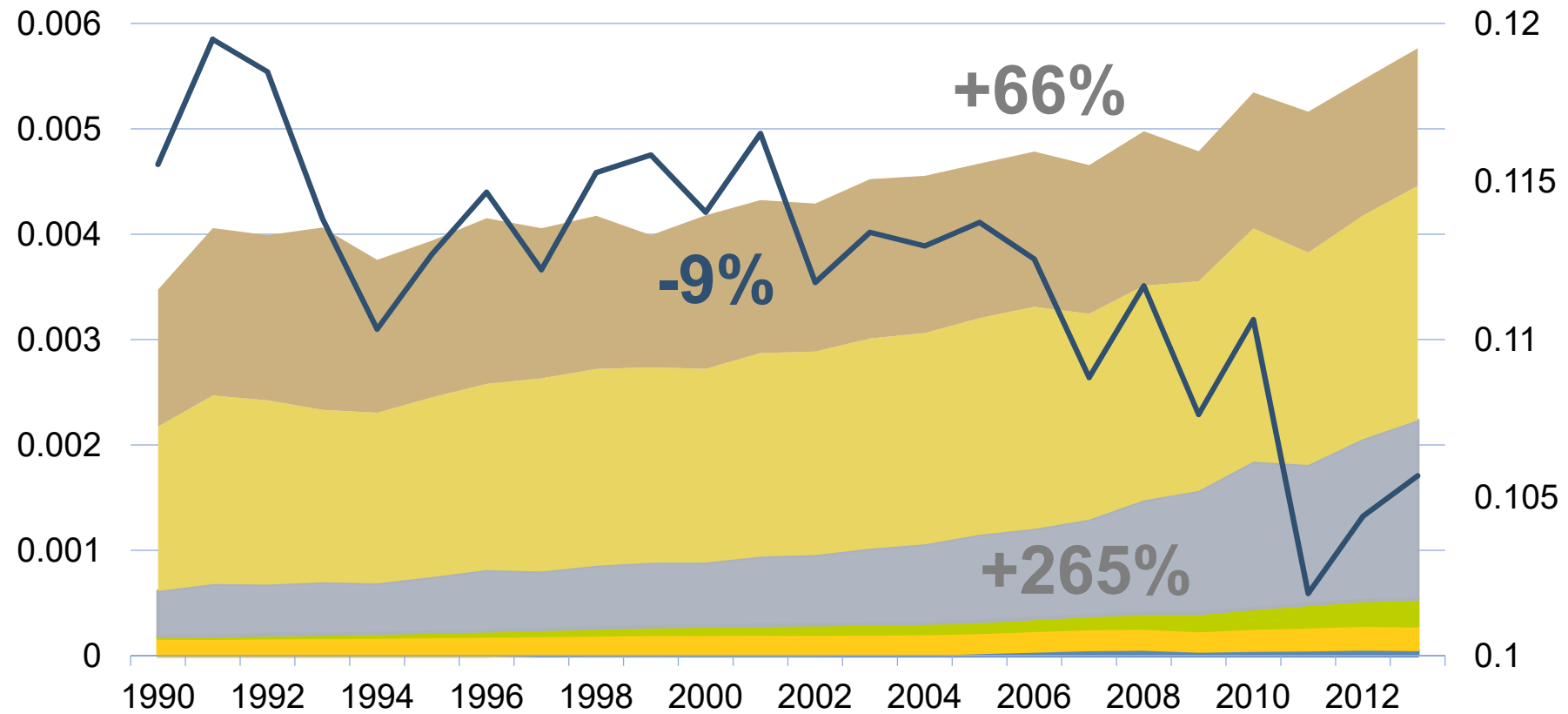
Bruttoölprodukte-Verbrauch (TJ) und erwirtschaftete CHF pro TJ Erdölprodukte



Quelle: BfS, BfE, Raiffeisen Research

Insgesamt werden wir umweltfreundlicher

Energieverbrauch pro Kopf (TJ per capita)



Biogene Treibstoffe
Umweltwärme

Biogas
Fernwärme

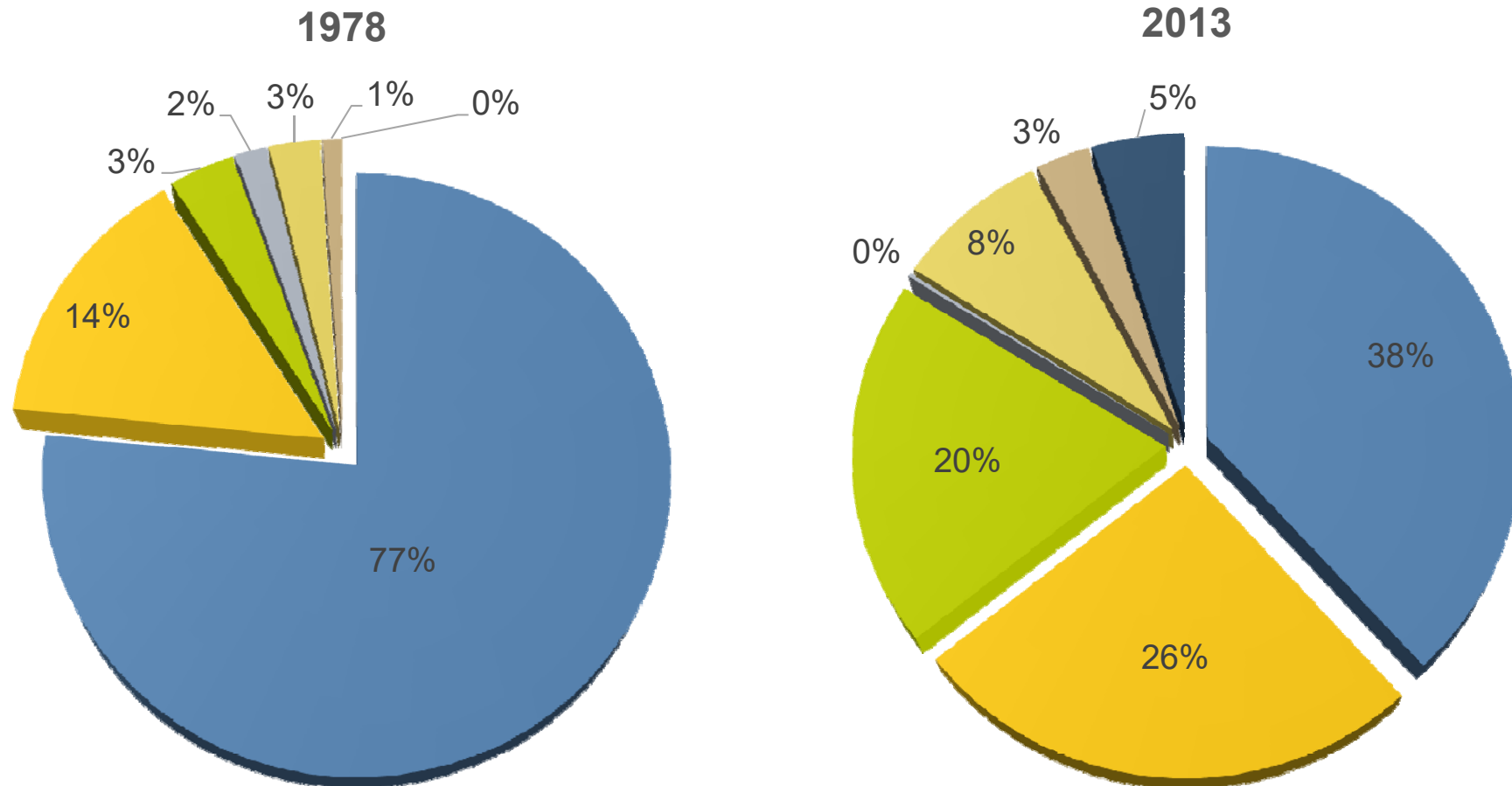
Sonne
Industrieabfälle

*Kohle, Koks, Öl (-produkte), Elektrizität, Gas

Quelle: BfS, BfE, Raiffeisen Research

Haushalte: Erneuerbare gewinnen (langsam) an Terrain

Aufteilung des Endverbrauchs der Haushalte

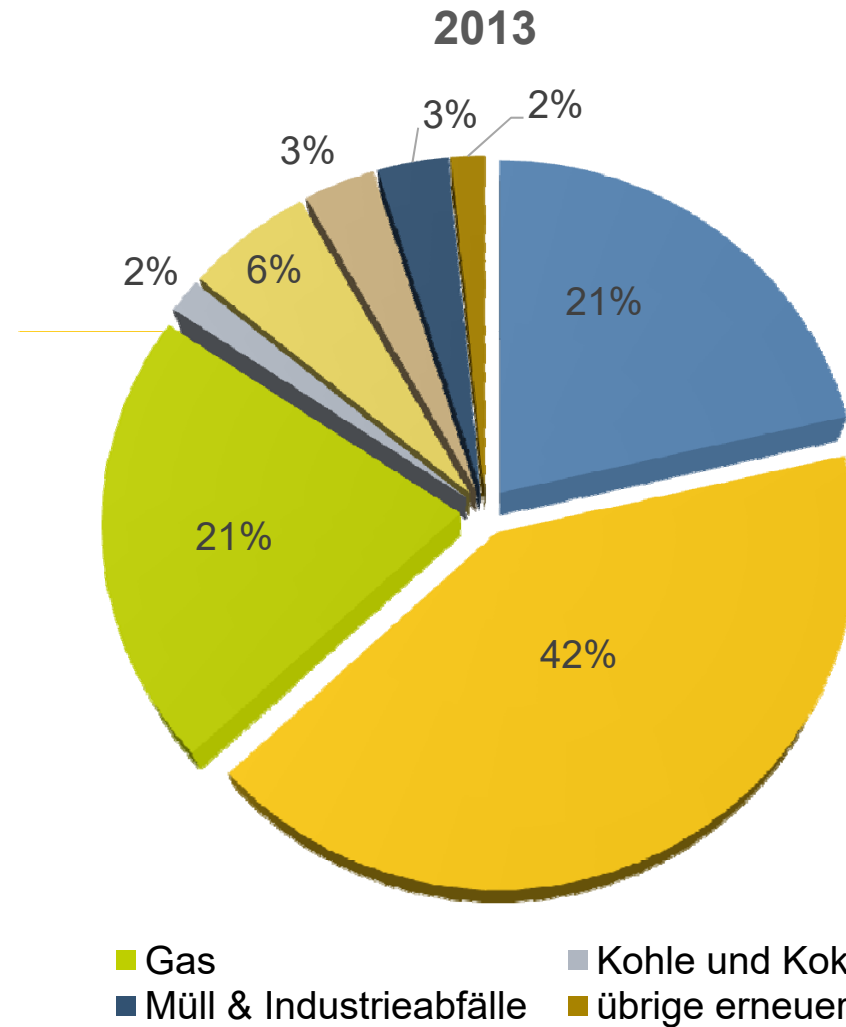
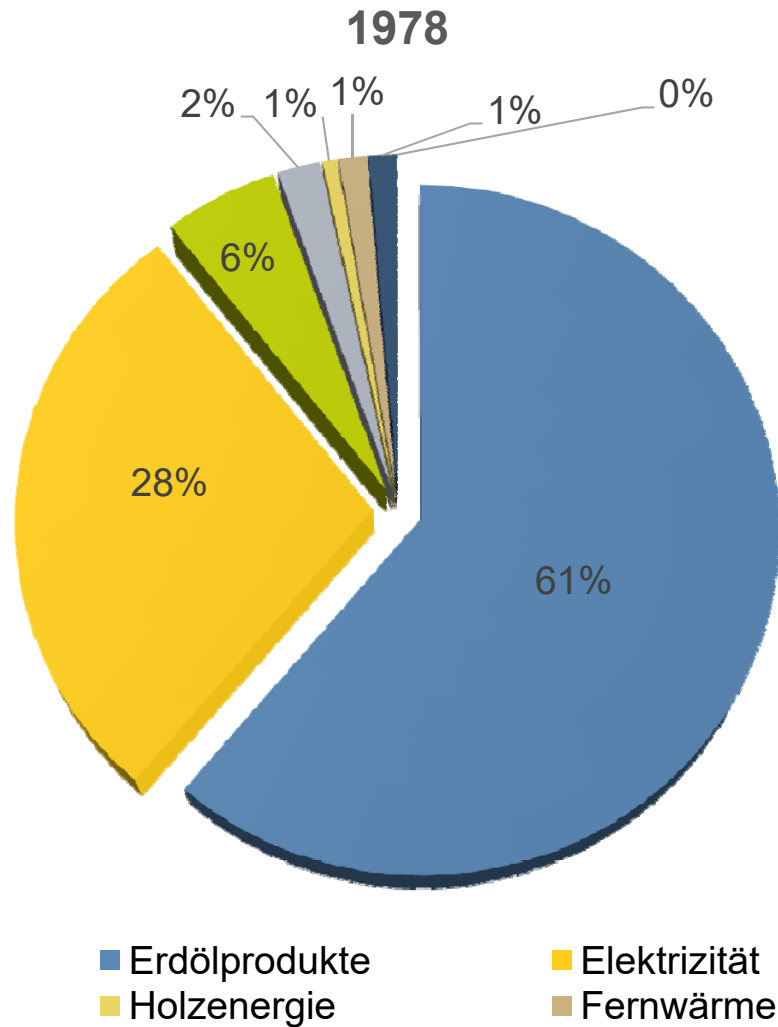


■ Erdölprodukte ■ Elektrizität ■ Gas ■ Kohle und Koks ■ Holzenergie ■ Fernwärme ■ übrige erneuerbaren

Quelle: BfS, BfE, Raiffeisen Research

Abnehmende Industrialisierung -> sinkender Erdölverbrauch

Aufteilung des Endverbrauchs der Industrie und des Dienstleistungssektors

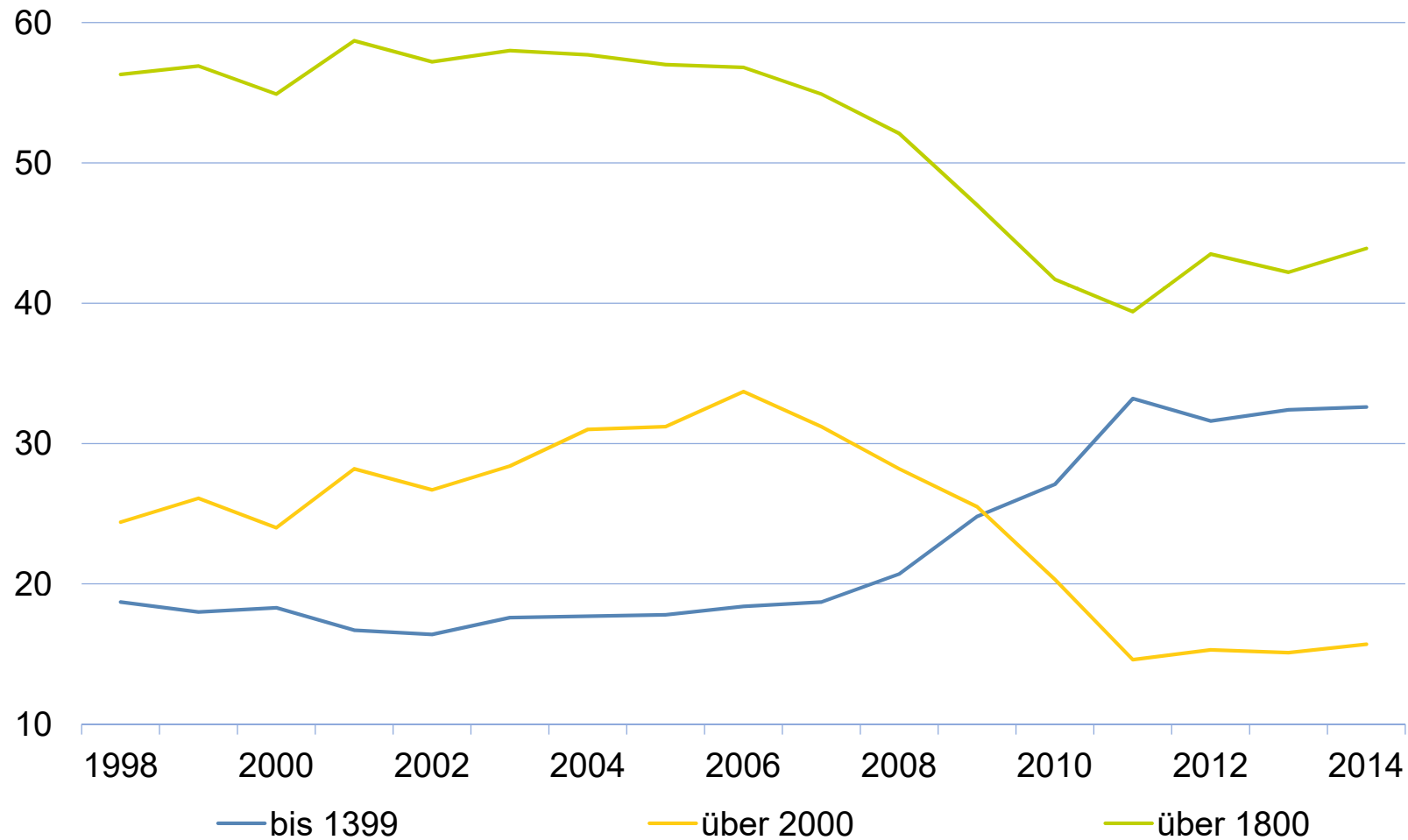


Quelle: BfS, BfE, Raiffeisen Research

Energie und Mobilität

Treibstoff-Fresser sind immer weniger gefragt

Anteile der Neuwagen nach Hubraum (ccm³), in Prozent

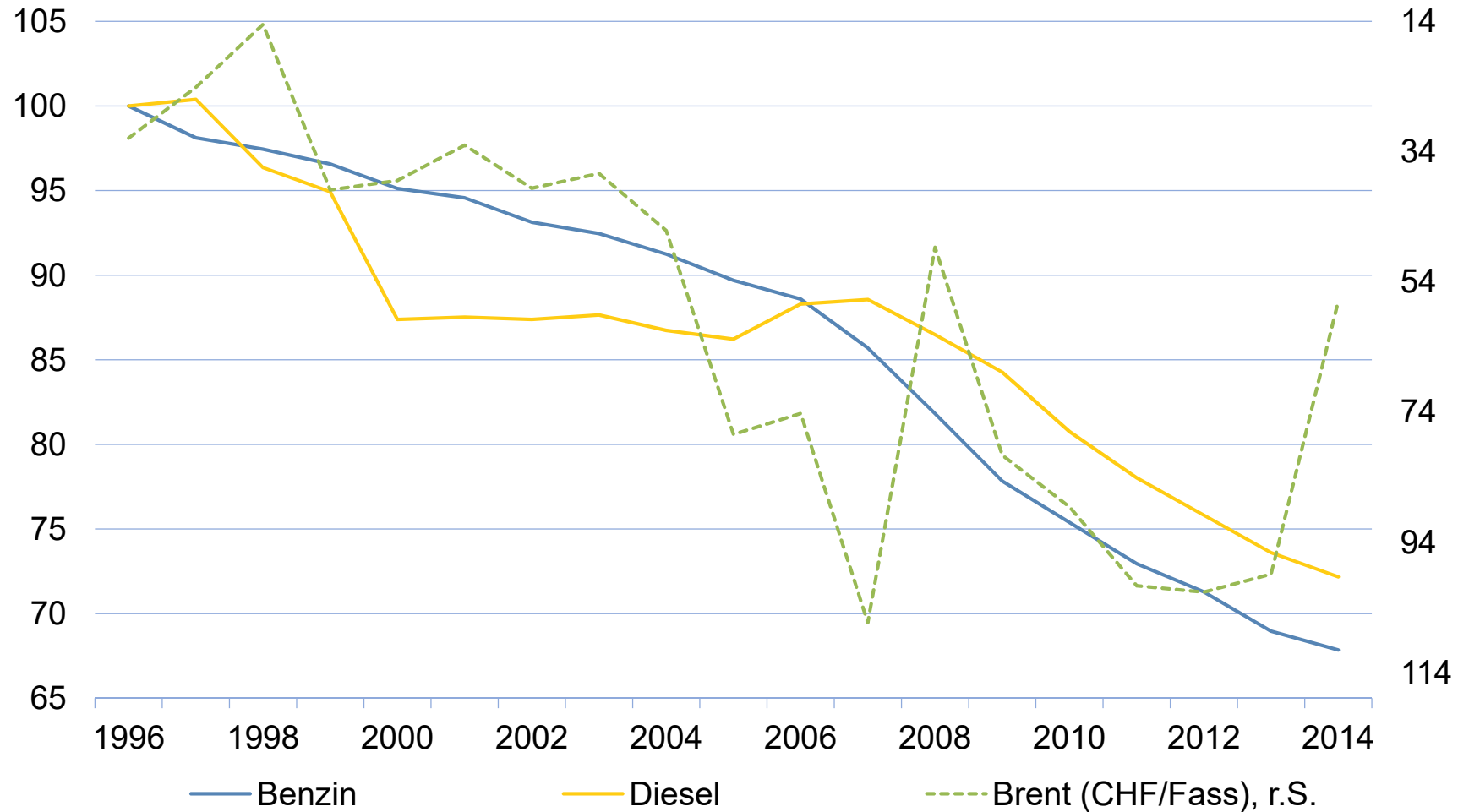


Quelle: BfE, Raiffeisen Research

RAIFFEISEN

Eine Frage des Ölpreises?

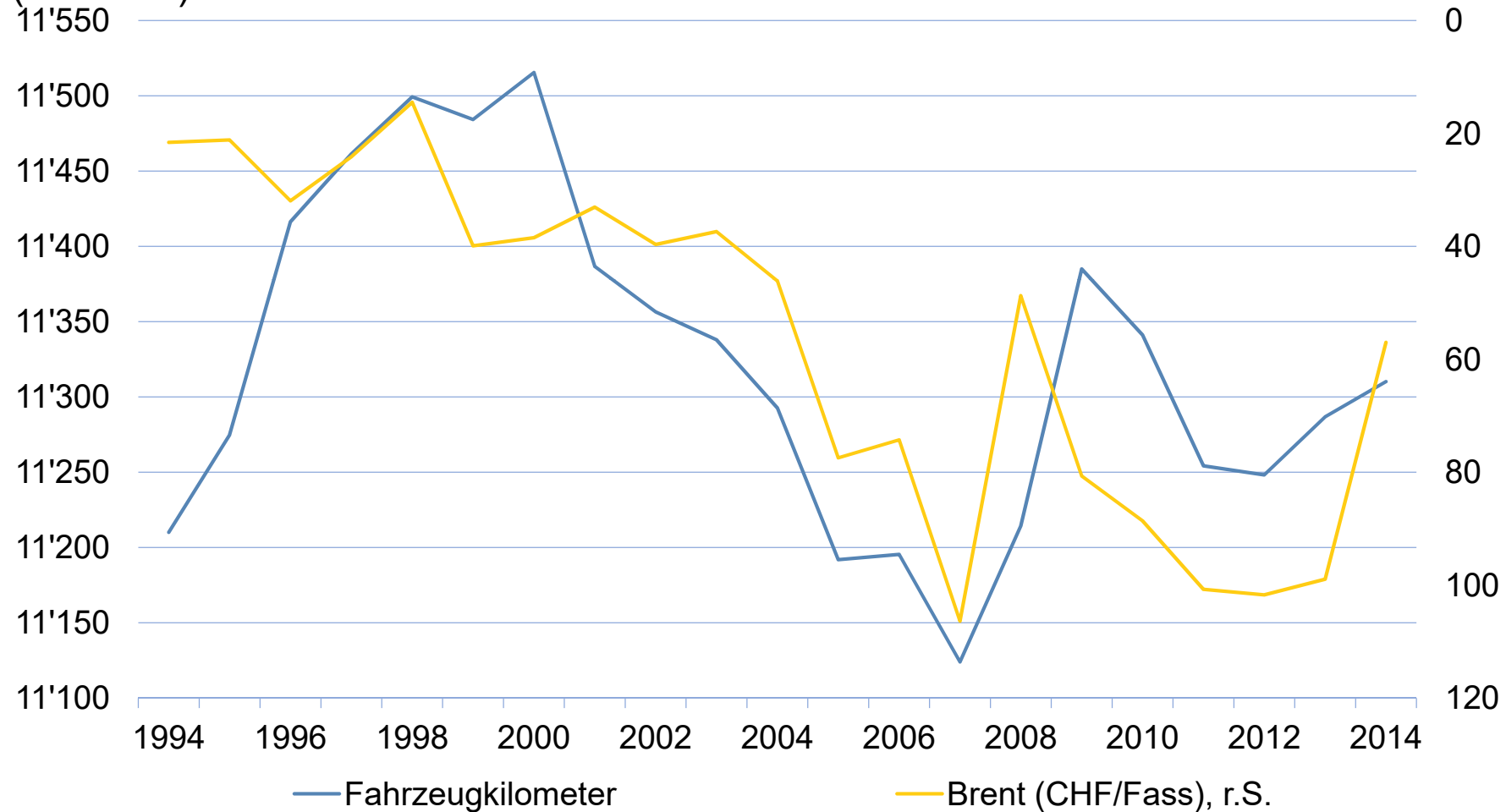
Durchschnittlicher Verbrauch von Neuwagen (indexiert) und Rohölpreis (invertiert)



Quelle: BfE, Bloomberg, Raiffeisen Research

Der Schweizer Autofahrer ist durchaus preissensitiv...

Durchschnittlich zurückgelegte Strecke pro CH-Personenwagen (in Km) und Ölpreis (invertiert)



Quelle: BfS, BfE, Raiffeisen Research

...aber!

- Genereller Trend zu sparsameren Autos: Zeitgeist
- Steuerliche Bonus- / Malus-Systeme
- Zunehmende Urbanisierung
- Last but not least:



1997



2009

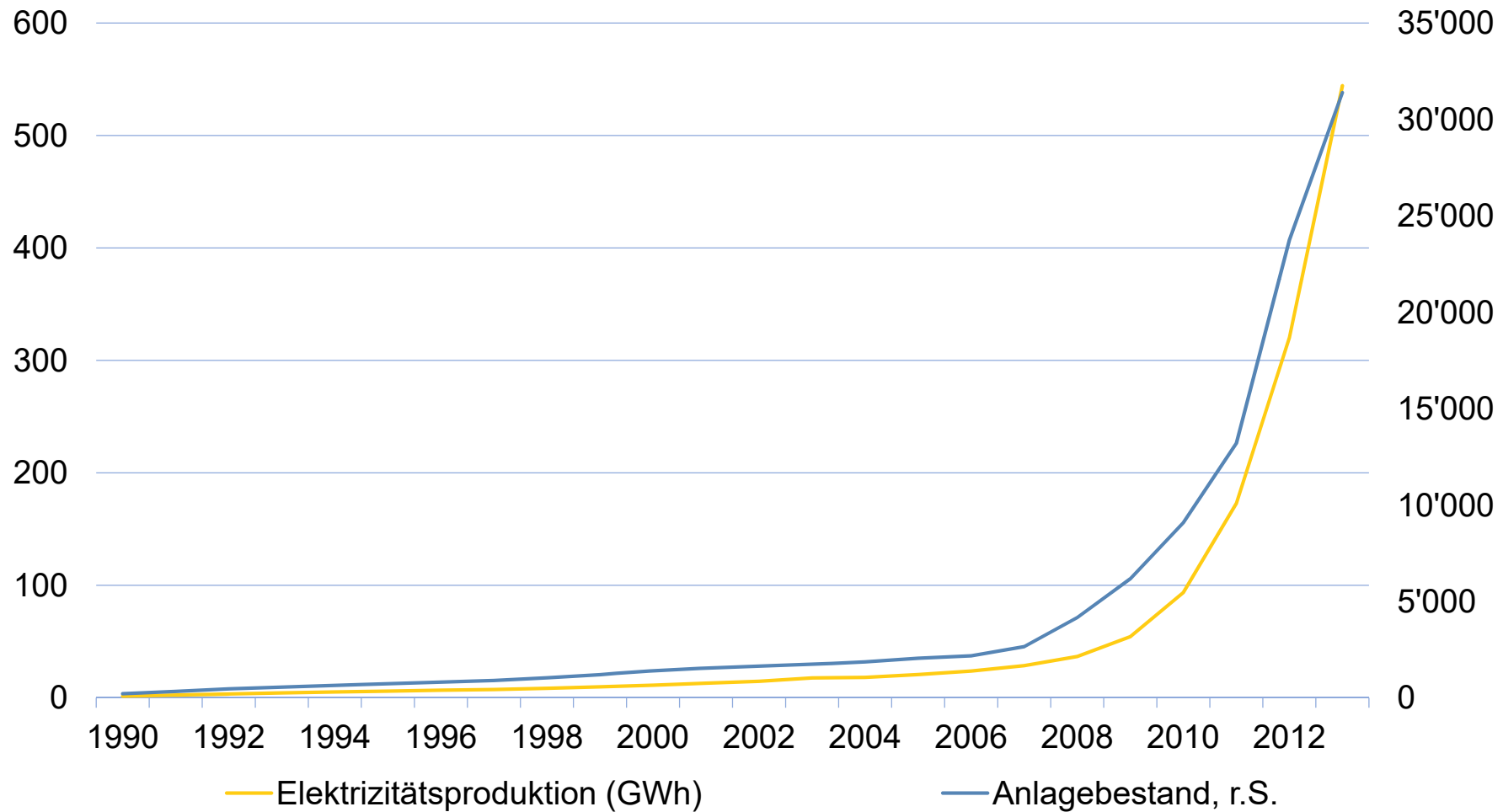


2013

Energie und Infrastruktur/Immobilien

Sonnige Zeiten für die Sonnenenergie?

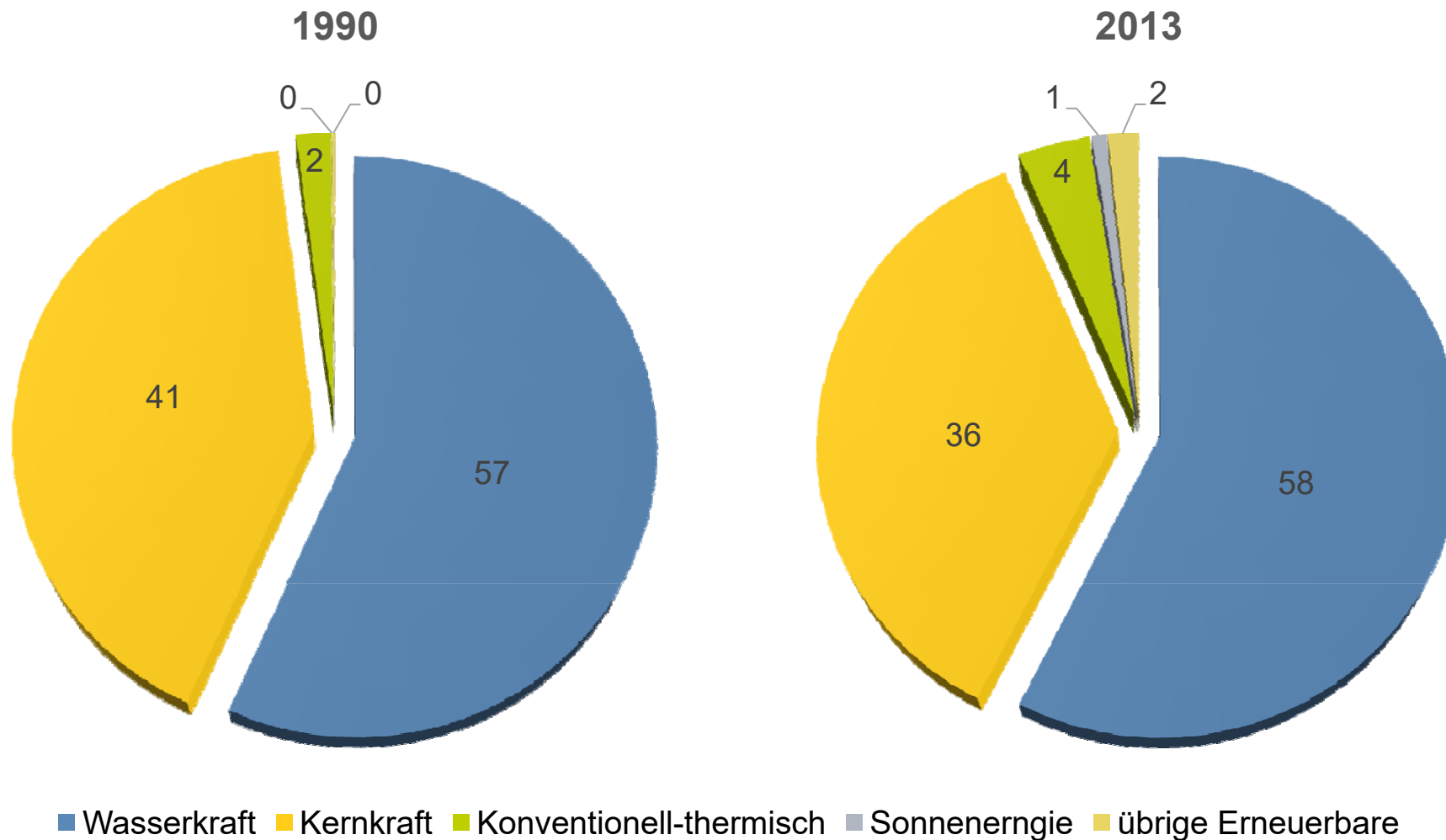
Photovoltaik-Anlagebestand und kumulierte Stromproduktion



Quelle: BfS, BfE, Raiffeisen Research

Insgesamt aber immer noch auf bescheidenem Niveau

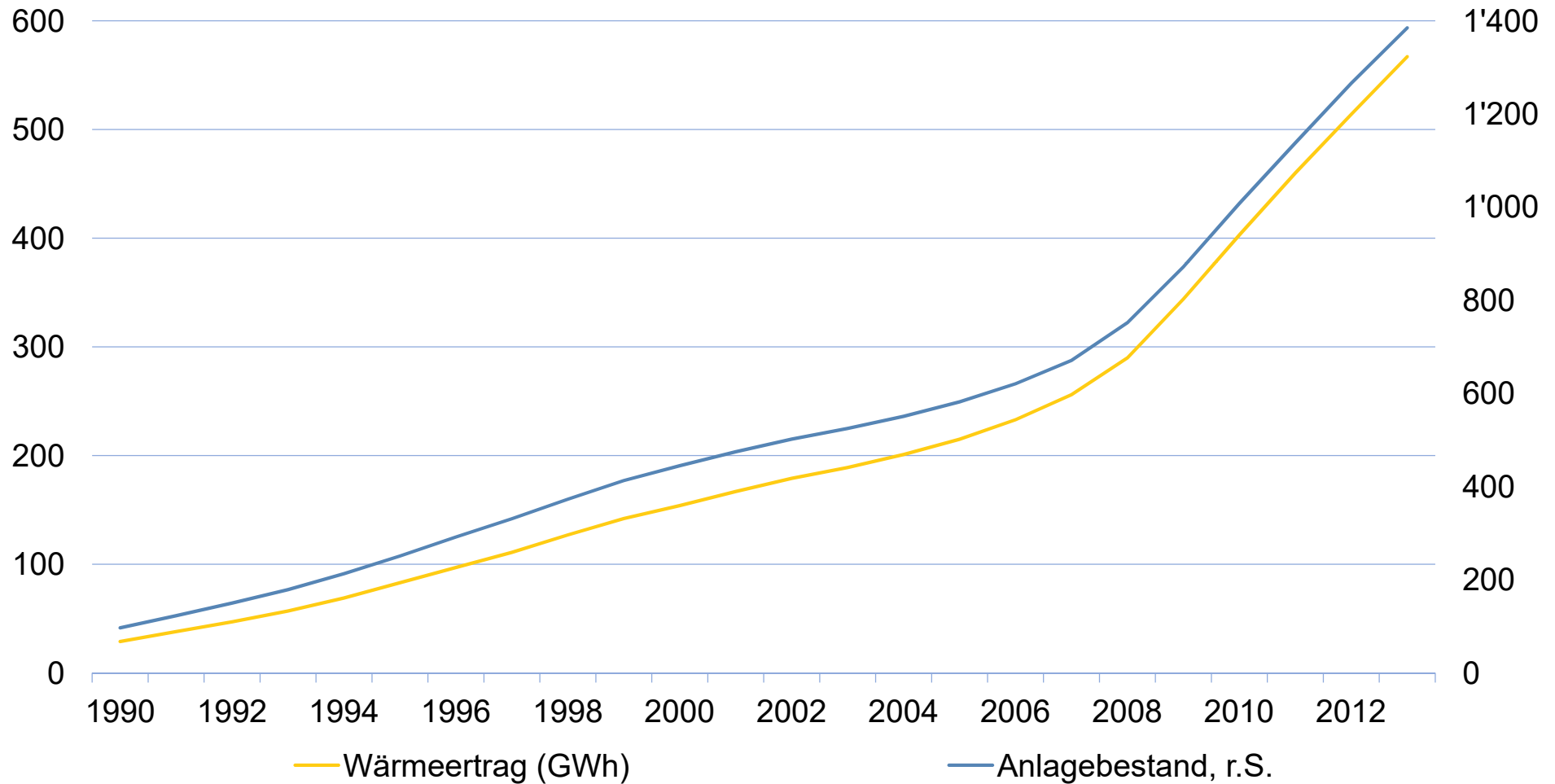
Anteile an der Brutto-Elektrizitätserzeugung, in Prozent



Quelle: BfS, BfE, Raiffeisen Research

Ähnliches Bild bei den Sonnenkollektoren

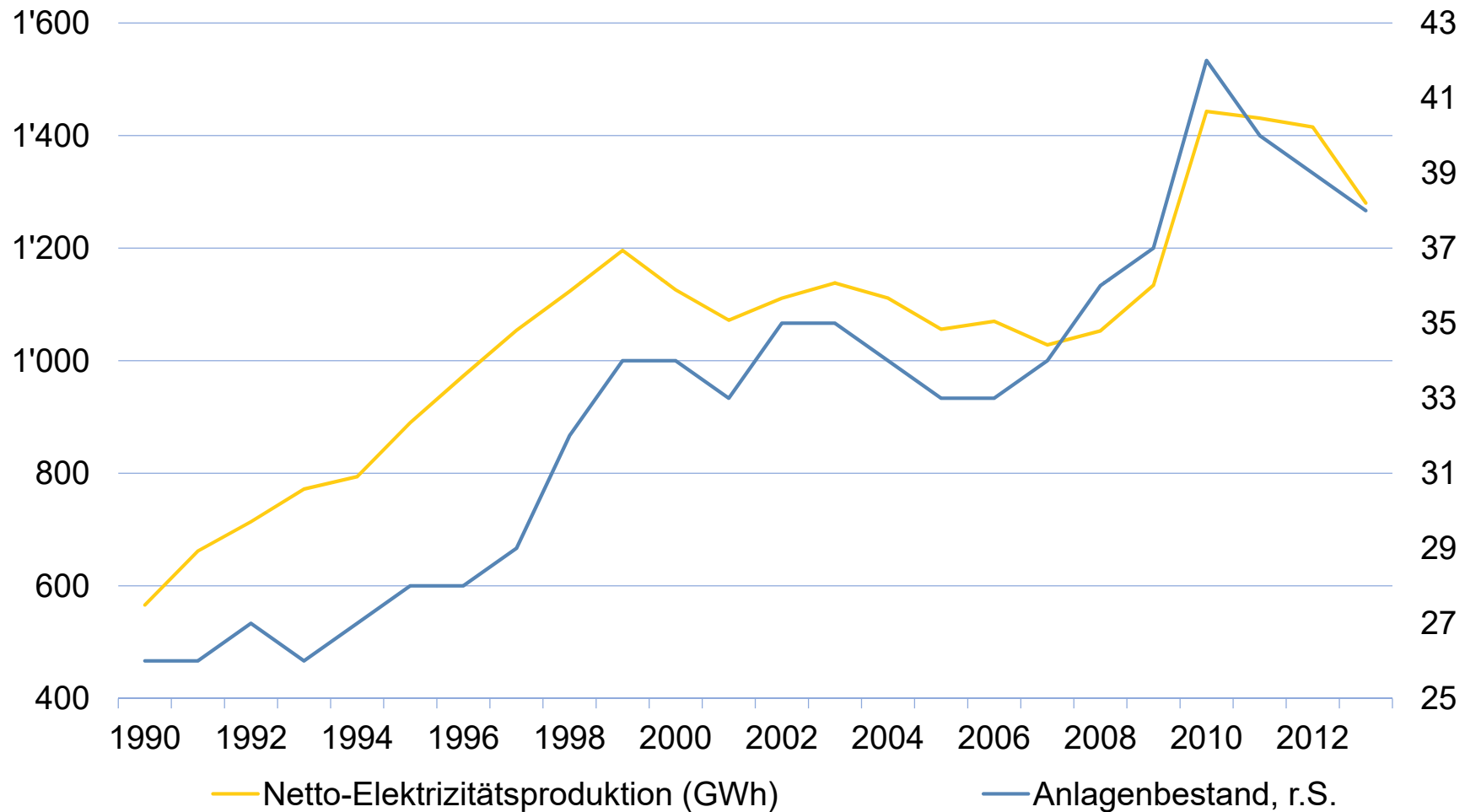
Röhren- & Flächenkollektoren sowie unverglaste Kollektoren und kumulierter Wärmeertrag



Quelle: BfS, BfE, Raiffeisen Research

Wärmeleistungskoppelung in der Industrie: wohin zeigt der Trend?

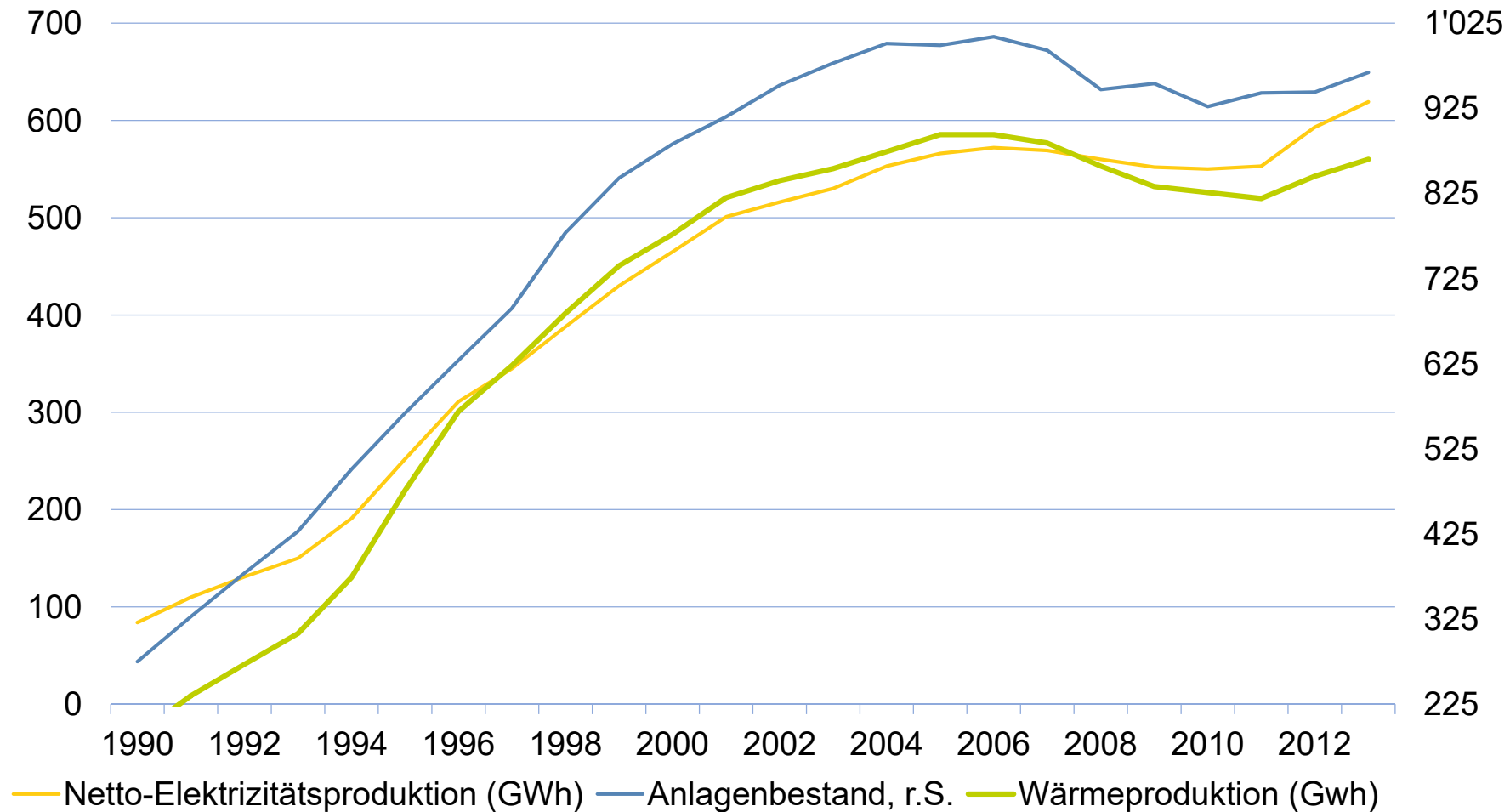
Gross-Anlagen (>1000 GWh) und kumulierte Stromproduktion



Quelle: BfS, BfE, Raiffeisen Research

WKK im privaten Bereich: netto zwar produktiv...

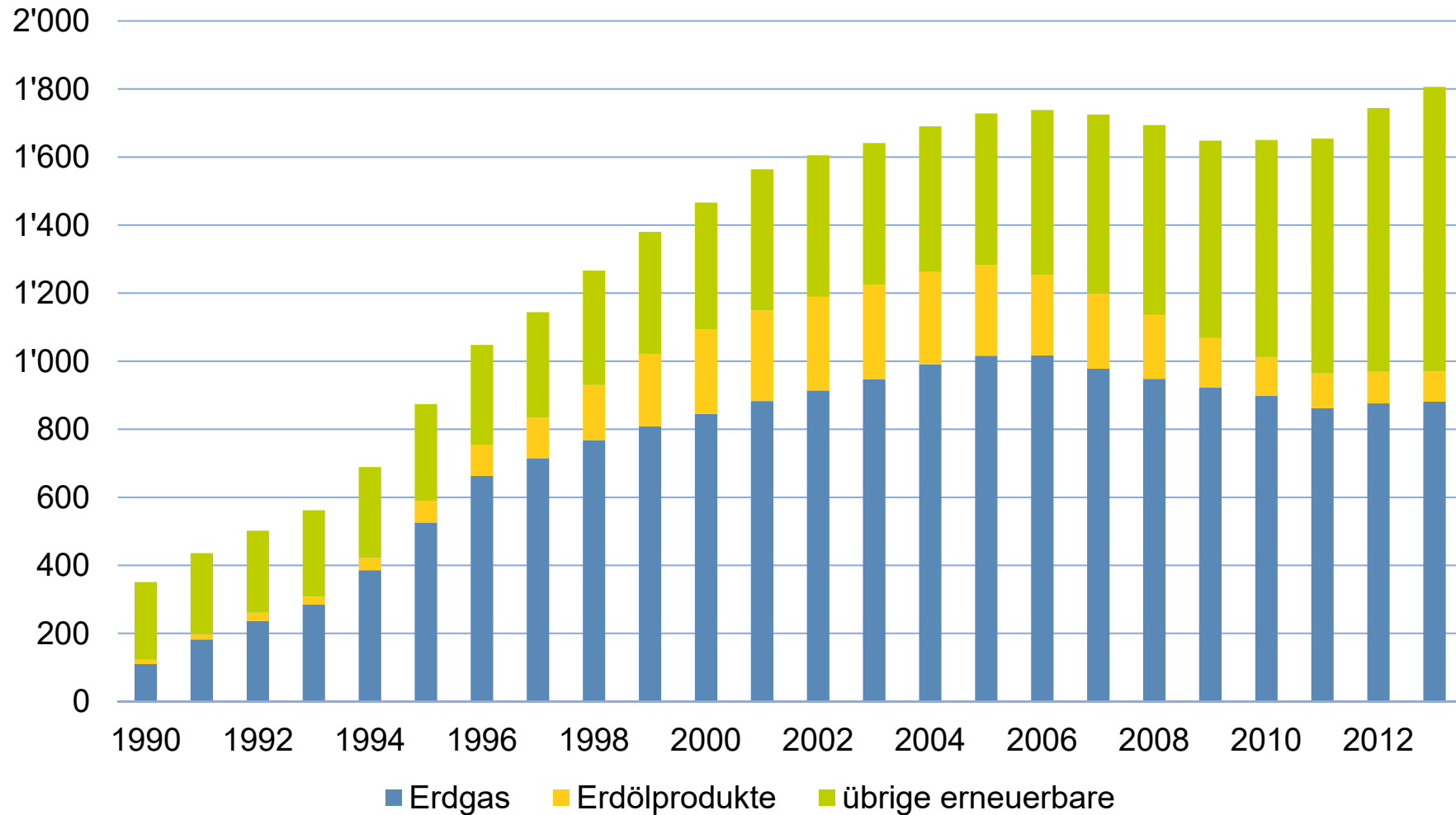
Klein-Anlagen (<1000 kW) und kumulierte Strom- und Wärmeproduktion



Quelle: BfS, BfE, Raiffeisen Research

...aber: grosser Input an Nicht-Erneuerbaren notwendig

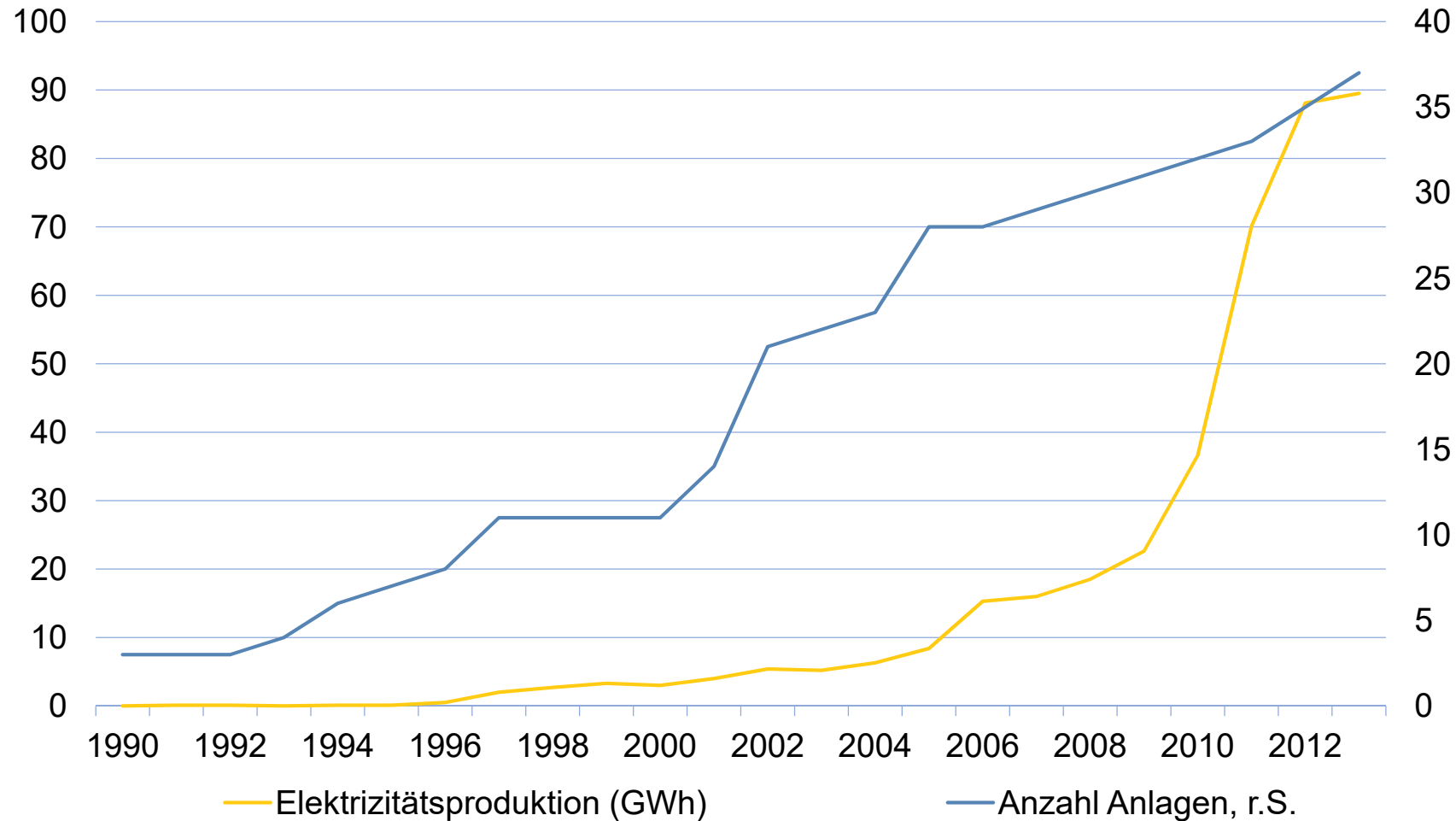
Energieverbrauch von Klein-Anlagen (<1000 kW) in GWh



Quelle: BfS, BfE, Raiffeisen Research

Windenergie: Viel Wind um nichts?

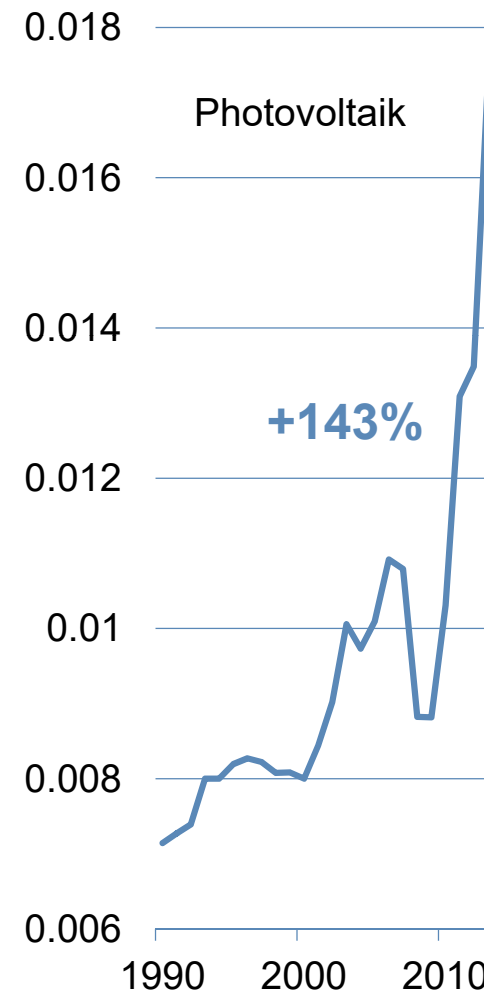
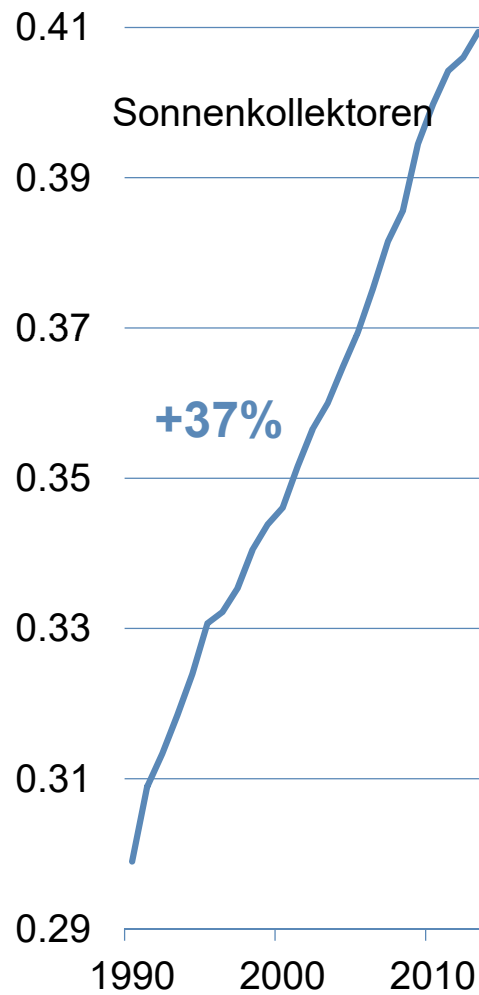
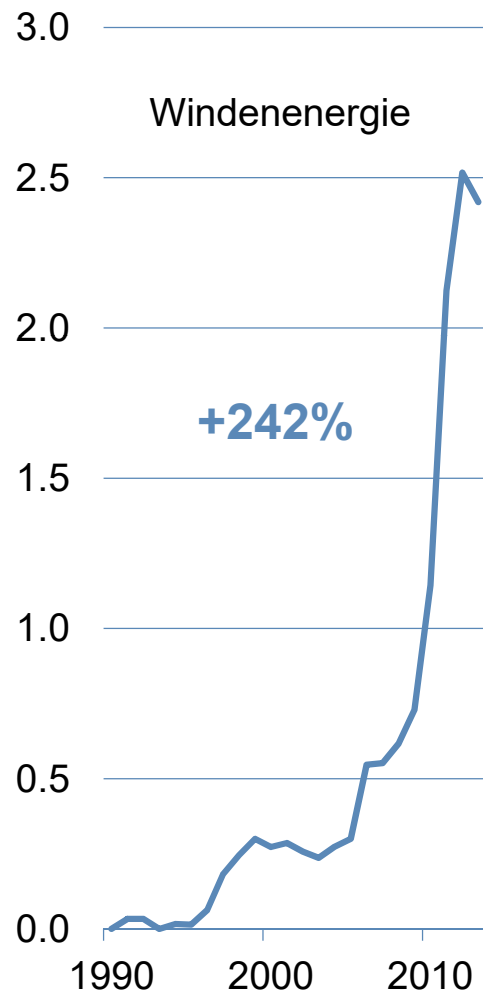
Windenergie-Anlagebestand und kumulierte Stromproduktion



Quelle: BfS, BfE, Raiffeisen Research

Obschon die Windenergie die Nase vorne hat

Erzielte Leistung (GWh) pro Einheit



Quelle: BfS, BfE, Raiffeisen Research

Fazit

Neues Preisregime am Energiemarkt dürfte andauern

- Globaler Energiemarkt
 - Kein Ölpreis nahe \$100 pro Fass
 - 40 ist das neue 60
 - Nächster möglicher Trigger: OPEC-Meeting im Juni
- Erneuerbare in der Schweiz
 - Niedrige Energiepreise: Konsumenten preissensitiv
 - Effizienzsteigerung / technologischer Fortschritt
 - Regulatorische / steuerliche Lenkung
 - Sich änderndes Mobilitätsverhalten

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 Oberland, Gümlen/Anshofen ETH SA AG

RAIFFEISEN

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. +41 044 226 76 41

Globale Konjunktur stabilisiert sich – etwas geschmiedet 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, infernwachen Länder Italien und Frankreich bremsen. Aufgrund der mageren Fortschritte in der wichtigsten Handelspartnernregion hat sich auch der Ausblick für die Schweiz abgeschwächt. In die entgegengesetzte Richtung bewegt sich das Momentum auf der anderen Seite des Atlantiks. Die teilweise witterbedingte Wachstumsschwäche im ersten Quartal in den USA ist mittlerweile einem soliden Aufschwung gewichen. Im Gegensatz zur Eurozone sind die strukturellen Aufbaumassnahmen nach der Finanzkrise weit vorgeschritten. Nicht zuletzt die Schuldenlast der privaten Haushalte hat sich entscheidend verbessert. Zusammen mit der kontinuierlichen Erholung am Arbeitsmarkt ist der private Konsum wieder zum Wachstumstreiber 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 Stimulierungsmassnahmen hochgehalten wurde, im Unbruch. Das kreditbefeuerte, investitionsgetriebene Wachstum soll stärker vom Konsum getragen werden. Der schwierige strukturelle Wandel wird – zumindest bilanziell – von einer kontrollierten Abnahme des Expansionsstemplos begleitet.

Vergleichsweise negativ hat sich schliesslich die Lage in Russland entwickelt. Die von der Rohstoffproduktion dominierte Wirtschaft erlebt eine Vollbremsung. Einseitig belastet der Ukraine-Konflikt und die damit verbundenen Sanktionen schwer. Die Kapitalflucht hat drastische Dimensionen erreicht. Weiterhin reduzieren die niedrigeren 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, was 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.

Abschwärtstrend bei den Rohstoffpreisen
USD-Preise, Index (Jan-00=100)

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

Economic Research

RAIFFEISEN

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. +41 044 226 76 41

Datum	Zeit	Land/Event	Wachstum	Konsum	Konsumvertr.		
18.02.	00:30	JP	BIP-Wachstum, q/q	Q4	+0.3%	0.9%	Produktion und Nettoexporte erholten sich nach deutlichem Rückgang im Vorquartal
16.02.	17:30	EU	Griechenland-Gespräche				Nächste Verhandlungsrunde im Schäferpark (siehe Seite 2)
17.02.	02:30	CH	Preis-neuer Wohnimmobilien, y/y	Jan	-4.3%		Preisrückgang setzt sich fort
18.02.	14:30	USA	Bezugsveränderungen	Jan	102.2k	107.0k	Neuangelegte Hypotheken und Stellenanzeigen sprechen für Anstieg
18.02.	17:00	JP	BoJ-Zinsentscheid				JPF-Schwäche deutet nicht auf unmittelbare BoJ-Massnahmen hin
18.02.	15:15	USA	INDUSTRIEPRODUKTION, y/y	Jan	4.9%	5.8%	Keine Anzeichen für Rückgang vom Aufwärtstrend
18.02.	20:00	USA	FOMC Sitzungprotokoll	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	EU	Konsumvertrauen	Feb	-8.5	-8.0	Sinkende Preise verbessern Konsumvertrauen
20.02.	10:00	EU	Composite PMI	Feb	52.8	53.0	Schwacher Euro und tiefer Ölpreis verbessern Stimmung

- **Politische Risiken in Europa bleiben hoch**
- **US-Arbeitsmarkt auf Hochtouren**
- **Fokus: Griechenlands Schuldenspek**

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 im 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 IWF-Kredit, mit dem nun ein baldiger Staatsbankrott unwahrscheinlich geworden ist. Ohne eine politische Lösung, welche den Status der Ukraine 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 Konsumvertrauen 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 Stimmungsdikatoren 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 Euroräum-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 Wachstumssignale.

Neben Griechenlands Schuldenspektrum steht nächste Woche vor allem das Protokoll der letzten US-Notenbankunterstützung im Fokus der Märkte. Es sollte Aufschluss darüber geben, wie genau mit dem neuen Passus im Kommuniqué gemeint ist, wonach die Fed bei ihrem Zinsentscheid auch internationale Entwicklungen berücksichtigen wird. Neben der aktuell niedrigen Inflation berücksichtigt die Fed beispielsweise auch eine weitere starke Dollaraufwertung zum Anlass nehmen, die Zinshöhe 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 Arbeitsentkommen dennoch spürbar gestiegen. In den Detailhandelszahlen für Dezember und Januar hat sich das noch nicht wieder gespiegelt. Ein wesentlicher Teil des zusätzlich verfügbaren Einkommens wurde gespart. Fundamental bleiben die Perspektiven für das Lohnwachstum und den Privatkonsum 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 Zinserwartungen 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 angezogen. Das Sitzungsprotokoll könnte weitere Hinweise liefern, die unsere Einschätzung einer Zinshöhe gegen Mitte März unterstützen.

swagaz.wagon@raiffeisen.ch

Economic Research

RAIFFEISEN

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

Einblick

Vertiefte Analysen zu ökonomischen Themen in unregelmässigen Abständen

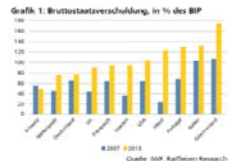


Private Verschuldung - Treiber Immobilienmarkt

- Die drastische private Schuldenausweitung in vielen Industrieländern wurde mit der Finanzkrise abrupt gestoppt. Die Banken, die in Kontinentaleuropa das Gros der Privatschuldung finanzierten, verbuchten in den letzten Jahren sehr hohe Kreditausfälle – speziell in den Eurozonen-Schuldenkrisenländern mit zwei aufeinanderfolgenden Rezessionen.
- 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 angefohrt 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 Immobilienwerb zwar weniger erschwinglich gemacht, die Tragbarkeitswerte kletten jedoch ausser im Extremmassenarde moderat.
- Auch der steile Schuldenanstieg bei den Unternehmen basierte vornehmlich auf Immobilienkrediten. Neben einer generellen Ausweitung der konzentrierten Kredite, konzentrierte sich der übermässige Schuldenanstieg auf Bau- und Immobilienunternehmen, während das Verarbeitende Gewerbe auch in den Schuldenkrisenländern 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 Notleidender Kredite bleibt zwar, im Gegensatz zu den USA und auch dem konstant niedrigen Niveau in der Schweiz, weiterhin hoch und wird die Kreditvergäbe weiterhin dämpfen. Im Szenario einer nachhaltigen Konjunkturerholung sollte sich jedoch das Kreditfeld 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, angeschwollen aufgrund neuer Hilfspakete zur Stabilisierung der Konjunktur und speziell zur Rettung des Finanzsektors. Gleichzeitig haben sich die Sozialausgaben massiv erhöht und die Staatsentnahmen sind weggebrochen. Insgesamt eine explosive Mischung. Am stärksten fiel der fiskalische Absturz in Irland aus (siehe Grafik 1).



Quelle: IMF, Raiffeisen Research

Dort wurde nicht zuletzt auf Grund des boomenden Immobiliensektors 2006 noch ein gesamtwirtschaftlicher Budgetüberschuss von +3% des BIP erreicht. 2010 fiel 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 Vorkrisenniveau 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, sprich 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 Eurozonen-Schuldenkrisenländern hinkt hingegen hinterher. Dies liegt zum einen daran, dass der Anteil der Banken an der Fremdfinanzierung der Unternehmen in Kontinentaleuropa traditionell wesentlich höher ist als in den angelsächsischen Län-

Die Sicht des Raiffeisen Chefökonom

Wöchentlicher Kommentar von Chefökonom Martin Neff



Das ist die dritte von vier Seiten im Brief und es ist kein Zufall, dass die ersten drei Seiten mit dem Thema 'Völkerwanderung' besetzt sind. Die vierte Seite ist dem Thema 'Die Sicht des Raiffeisen Chefökonom' gewidmet. In diesem Brief geht es um die Völkerwanderung, die in den letzten Jahren ein wichtiges Thema geworden ist. Die Völkerwanderung ist ein Prozess, bei dem Menschen von einem Ort zum anderen ziehen. Dies kann aus verschiedenen Gründen geschehen, wie zum Beispiel die Suche nach Arbeit, die Flucht vor Krieg oder die Suche nach einem besseren Lebensstandard. Die Völkerwanderung hat in den letzten Jahren zu erheblichen Veränderungen in den Gesellschaften geführt. Dies hat Auswirkungen auf die Wirtschaft, die Politik und die Kultur. In diesem Brief werden wir uns mit den Ursachen der Völkerwanderung und den Auswirkungen auseinandersetzen. Wir werden sehen, wie die Völkerwanderung die Welt verändert und was wir tun können, um mit den Herausforderungen umzugehen.

Veränderungen auf Teilgebieten, auf andere Gebiete, vor allem im Bereich der Wirtschaft. Die Völkerwanderung hat zu erheblichen Veränderungen in den Gesellschaften geführt. Dies hat Auswirkungen auf die Wirtschaft, die Politik und die Kultur. In diesem Brief werden wir uns mit den Ursachen der Völkerwanderung und den Auswirkungen auseinandersetzen. Wir werden sehen, wie die Völkerwanderung die Welt verändert und was wir tun können, um mit den Herausforderungen umzugehen.

Das ist die dritte von vier Seiten im Brief und es ist kein Zufall, dass die ersten drei Seiten mit dem Thema 'Völkerwanderung' besetzt sind. Die vierte Seite ist dem Thema 'Die Sicht des Raiffeisen Chefökonom' gewidmet. In diesem Brief geht es um die Völkerwanderung, die in den letzten Jahren ein wichtiges Thema geworden ist. Die Völkerwanderung ist ein Prozess, bei dem Menschen von einem Ort zum anderen ziehen. Dies kann aus verschiedenen Gründen geschehen, wie zum Beispiel die Suche nach Arbeit, die Flucht vor Krieg oder die Suche nach einem besseren Lebensstandard. Die Völkerwanderung hat in den letzten Jahren zu erheblichen Veränderungen in den Gesellschaften geführt. Dies hat Auswirkungen auf die Wirtschaft, die Politik und die Kultur. In diesem Brief werden wir uns mit den Ursachen der Völkerwanderung und den Auswirkungen auseinandersetzen. Wir werden sehen, wie die Völkerwanderung die Welt verändert und was wir tun können, um mit den Herausforderungen umzugehen.

Das ist die dritte von vier Seiten im Brief und es ist kein Zufall, dass die ersten drei Seiten mit dem Thema 'Völkerwanderung' besetzt sind. Die vierte Seite ist dem Thema 'Die Sicht des Raiffeisen Chefökonom' gewidmet. In diesem Brief geht es um die Völkerwanderung, die in den letzten Jahren ein wichtiges Thema geworden ist. Die Völkerwanderung ist ein Prozess, bei dem Menschen von einem Ort zum anderen ziehen. Dies kann aus verschiedenen Gründen geschehen, wie zum Beispiel die Suche nach Arbeit, die Flucht vor Krieg oder die Suche nach einem besseren Lebensstandard. Die Völkerwanderung hat in den letzten Jahren zu erheblichen Veränderungen in den Gesellschaften geführt. Dies hat Auswirkungen auf die Wirtschaft, die Politik und die Kultur. In diesem Brief werden wir uns mit den Ursachen der Völkerwanderung und den Auswirkungen auseinandersetzen. Wir werden sehen, wie die Völkerwanderung die Welt verändert und was wir tun können, um mit den Herausforderungen umzugehen.

Das ist die dritte von vier Seiten im Brief und es ist kein Zufall, dass die ersten drei Seiten mit dem Thema 'Völkerwanderung' besetzt sind. Die vierte Seite ist dem Thema 'Die Sicht des Raiffeisen Chefökonom' gewidmet. In diesem Brief geht es um die Völkerwanderung, die in den letzten Jahren ein wichtiges Thema geworden ist. Die Völkerwanderung ist ein Prozess, bei dem Menschen von einem Ort zum anderen ziehen. Dies kann aus verschiedenen Gründen geschehen, wie zum Beispiel die Suche nach Arbeit, die Flucht vor Krieg oder die Suche nach einem besseren Lebensstandard. Die Völkerwanderung hat in den letzten Jahren zu erheblichen Veränderungen in den Gesellschaften geführt. Dies hat Auswirkungen auf die Wirtschaft, die Politik und die Kultur. In diesem Brief werden wir uns mit den Ursachen der Völkerwanderung und den Auswirkungen auseinandersetzen. Wir werden sehen, wie die Völkerwanderung die Welt verändert und was wir tun können, um mit den Herausforderungen umzugehen.

Das ist die dritte von vier Seiten im Brief und es ist kein Zufall, dass die ersten drei Seiten mit dem Thema 'Völkerwanderung' besetzt sind. Die vierte Seite ist dem Thema 'Die Sicht des Raiffeisen Chefökonom' gewidmet. In diesem Brief geht es um die Völkerwanderung, die in den letzten Jahren ein wichtiges Thema geworden ist. Die Völkerwanderung ist ein Prozess, bei dem Menschen von einem Ort zum anderen ziehen. Dies kann aus verschiedenen Gründen geschehen, wie zum Beispiel die Suche nach Arbeit, die Flucht vor Krieg oder die Suche nach einem besseren Lebensstandard. Die Völkerwanderung hat in den letzten Jahren zu erheblichen Veränderungen in den Gesellschaften geführt. Dies hat Auswirkungen auf die Wirtschaft, die Politik und die Kultur. In diesem Brief werden wir uns mit den Ursachen der Völkerwanderung und den Auswirkungen auseinandersetzen. Wir werden sehen, wie die Völkerwanderung die Welt verändert und was wir tun können, um mit den Herausforderungen umzugehen.

Quelle: IMF, Raiffeisen Research

Abonnieren und Abo-Verwaltung im Internet:

<http://www.raiffeisen.ch/web/research+publikationen>