

QUARTALSBERICHT  
SCHWEIZ - Q1 2019

---

# Kalte Dusche für Wachstum und Aktien

# Kalte Dusche für Wachstum und Aktien

Jean-Louis Richard, Senior Financial Analyst, CFA, FRM

Januar 2019

Mit einem Rückgang um -0,9% im dritten Quartal gegenüber den vorangegangenen drei Monaten sorgte das Wachstum für Überraschung. Dieser Schwächeanfall hat die Ökonomen zu einer Reduktion ihrer Wachstumsprognosen auf +2,5% für 2018 und +1,5% für 2019 veranlasst (Abb. 1).

Die Weltwirtschaft dürfte einem ähnlichen Trend folgen und von einem kräftigen Wachstum mittelfristig zu einem nachhaltigeren Rhythmus übergehen. Die Abschwächung, die restriktivere Währungspolitik und die politischen Erschütterungen wirkten als Katalysatoren einer markanten Aktienbaisse. In der Schweiz verlor der SPI-Index im Laufe des Quartals -9,8%.

Die Flucht in den sicheren Hafen belastete die Aktien, wirkte sich jedoch günstig auf die sichersten Obligationen aus. Zum Beispiel die 10-jährige Bundesobligation legte im Laufe des Quartals um +3,0% zu; gleichzeitig sank ihre Rendite mit -0,2% wieder in den negativen Bereich. Angesichts der Abflachung der Zinskurve und der hohen Spreads stieg der Swiss Bond Index um bescheidener +1,1%.

Abb. 1: Entwicklung des BIP

Quelle: IAM



## Aktienmarkt

Die Aktienmärkte hatten mit einem schwierigen Umfeld zu kämpfen. Einerseits sprach die Abschwächung des Wachstums im dritten Quartal für das Szenario einer Weltwirtschaft, die 2019 an Schwung verliert. Trotz dieser Aussichten setzten die Zentralbanken die Normalisierung ihrer Währungspolitik fort.

Andererseits sind verschiedene politische Baustellen wieder vermehrt ins Zentrum gerückt: In der Frage des italienischen Budgetdefizits scheint eine Einigung mit der Europäischen Union (EU) gefunden worden zu sein. Ebenfalls in Europa hat es das britische Parlament nicht gewagt, den Abgeordneten den mit der EU ausgehandelten Vertrag vorzulegen. Ohne Zustimmung des Parlaments geht Grossbritannien auf einen äusserst harten Brexit zu, sofern kein neues Referendum ergriffen wird. Die USA ihrerseits wollten in ihrem strategischen Handelskrieg mit China den Fünfer und das Weggli. Die innenpolitischen Spannungen in den USA schliesslich haben Ende Dezember zugenommen, einerseits mit dem «Shutdown» der Bundesregierung, die vom Kongress keine Verlängerung der Kreditlinien erhalten hat, andererseits mit der Kritik von Präsident Trump am Fed, das die Leitzinsen seiner Meinung nach zu schnell anhebt und dadurch der Wirtschaft die Luft nimmt.

Zusammen mit den Unsicherheiten belastete dies die Schweizer Aktien, die im vierten Quartal um -9,8% (SPI) einbrachen; über das ganze Jahr 2018 betrug die Performance -8,6% (Abb. 2, Seite 3).

Defensive Titel wie Swisscom (+8,7%) und Sunrise (-2,5%) sowie die grossen Pharmaunternehmen Roche (-0,1%) und Novartis (-2,9%) wurden ihrem Ruf gerecht.

Abb. 2: Schweizer Aktien (SPI) über 5 Jahre

Quelle: IAM



Nestlé (-3,6%) folgte dieser Gruppe dicht auf den Fersen.

Trotz rückläufigen Zinsen verhielten sich die Versicherungen tendenziell besser, was sich aber allgemein nachteilig auf ihre Wirtschaftlichkeit auswirkte. Swiss Life (+2,2%) profitierte von den neuen mittelfristigen Zielen der Geschäftsleitung. Die Zurich Insurance Group (-5,2%) und Swiss Re (-1,4%) waren besser aufgestellt als die Baloise (-9,5%).

Die Banken erfuhren eine deutliche Korrektur; Credit Suisse (-25,1%) und UBS (-19,6%) zogen sich dabei besser aus der Affäre als Julius Baer (-30,1%). Industriepapiere – zyklisch und/oder mit starker China-Exposure – wie zum Beispiel Richemont (-21,4%) und Clariant (-28,9%) litten stark.

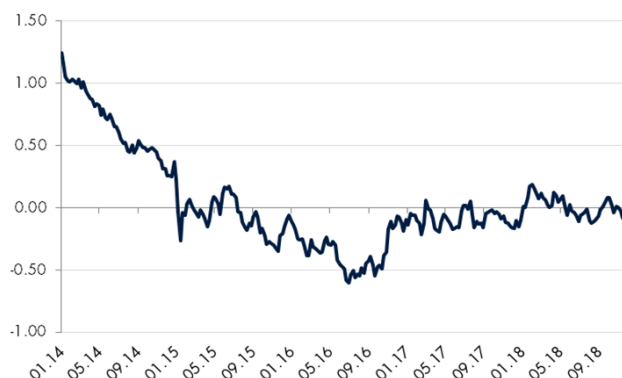
### Inflation und Anleihemarkt

Der Rückgang der Ölpreise entspannte einen ohnehin sehr schwachen inflationistischen Druck spürbar. Die Inflation lag im November im Vergleich zum Vorjahr bei +0,9%. Seit Ende 2017 ist der Preisindex ohne Energie und Nahrungsmittel laufend zurückgegangen. Im November betrug er nur noch +0,2%.

Während die SNB an ihrer Währungspolitik und ihrem Ziel von -0,75% für den Leitzins festhielt, erschwerten die wichtigsten Zentralbanken den Zugang zu Krediten weiter. Namentlich das Fed erhöhte ihre Zinsen im Dezember zum vierten Mal in einem Jahr. Der wichtigste Leitzins erreichte so 2,5%. Damit ist er nun höher als die langfristigen Zinsen mit Laufzeiten von bis zu 7 Jahren. Dieses Phänomen, die sogenannte Inversion der Zinskurve, geht in der Regel einer Rezession voraus. In Europa

Abb.3: Rendite 10-jährige Obligationen vom Bund

Quelle: IAM



ist die Europäische Zentralbank (EZB) durch eine Reduktion ihres Anleihen-Kaufprogramms von einer expansionistischen zu einer neutralen Haltung übergegangen. Die langfristigen Zinssätze sind dennoch gesunken, da sich die Investoren sichereren Anlagen wie Staatsschulden zugewandt haben.

Die Rendite der 10-jährigen Bundesobligationen sank von leicht positiv Ende September auf -0,2% Ende Jahr (Abb. 3, Seite 3). Der Preis der 3-monatigen Obligation zog um +3,0% an; auf 12 Monate stieg er leicht um +1,2%. Der Swiss Bond Index legte im Quartal +1,1% zu. Im Jahresverlauf hingegen ging der Index leicht um -1,2% zurück. Der Widerspruch zwischen diesem Verhalten und dem Verlauf der Staatsanleihe ist auf eine Ausweitung des Zinsspreads und eine Abflachung der Zinskurve zurückzuführen.

## Schweizer Wirtschaft

Das im dritten Quartal rückläufige Bruttoinlandprodukt (BIP) sorgte für Überraschung. Die Wirtschaftstätigkeit sank von einem Quartal zum anderen saisonbereinigt um -0,9%.

Zurückzuführen ist der über Erwarten hohe Rückgang auf eine Verlangsamung im verarbeitenden Gewerbe, im Handel und in der Unterhaltungsbranche. Dieser Sektor profitierte Anfang Jahr von den ausserordentlichen Auswirkungen von Veranstaltungen wie den Olympischen Spielen. Das SECO erklärt den Rückgang im dritten Quartal mit einer allgemeinen Atemnot der internationalen Konjunktur, die durch die relative Frankenstärke zusätzlich verschärft wurde. Ausserdem erhielt das Wachstum keine Impulse von der Binnennachfrage.

Das BIP des dritten Quartals lag um +2,2% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Für das ganze Jahr 2018 rechnet die SNB weiterhin mit einem robusten Wachstum von +2,5%, nachdem sie zuvor eine Bandbreite von +2,5% bis +3,0% vorausgesagt hatte. Die Lage hat sich demzufolge spürbar verschlechtert. Der Wachstumsrhythmus dürfte im Jahr 2019 auf +1,5% fallen. Das SECO stellt dieselbe Prognose und erwartet für 2020 mit

Abb.4: Schweizer PMI Index  
Quelle: IAM



+1,7% eine leichte Erholung. Diese Zahlen entsprechen eher dem Wachstumspotenzial der Schweizer Wirtschaft als die sehr starken Anstiege von 2017 und 2018.

Der Optimismus stützt sich auf Frühindikatoren: Der PMI-Index, der die Stimmung unter den Einkaufsmanagern der Unternehmen widerspiegelt, ist seit Ende 2017 gesunken. Er bleibt allerdings auf einem hohen Wert von 57,4. Dies deutet auf ein anhaltendes Wachstum hin (Abb. 4). Auch der KOF-Index gelangt zu denselben Folgerungen. Die SNB und das SECO vertreten die Ansicht, dass die Fehlergefahr im Vergleich zu ihren Prognosen eher nach unten weist.

Auffallend am dritten Quartal ist auch die Veränderung der Beschäftigungslage. Die Zunahme der Beschäftigtenzahl ist im Verlauf der letzten drei Quartale im Jahresvergleich bis auf +1,5% gestiegen. Am meisten Stellen wurden in der Dienstleistungsbranche, im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe geschaffen.

Parallel dazu ist die Arbeitslosigkeit saisonbereinigt von 2,5% auf 2,4% gesunken. Gemäss SNB liegt dieser Stand nahe beim Tiefstwert vor der Krise von 2008. 2019 erwarten die von der SNB befragten Manager eine weitere Zunahme der Beschäftigtenzahl. Angesichts des weniger dynamischen Wirtschaftswachstums dürfte die Arbeitslosigkeit allerdings nur noch geringfügig sinken.