

QUARTALSBERICHT
SCHWEIZ - Q2 2022

Beunruhigende Inflation

BEUNRUHIGENDE INFLATION

Daniel PFUND, Senior Financial Analyst

April 2022

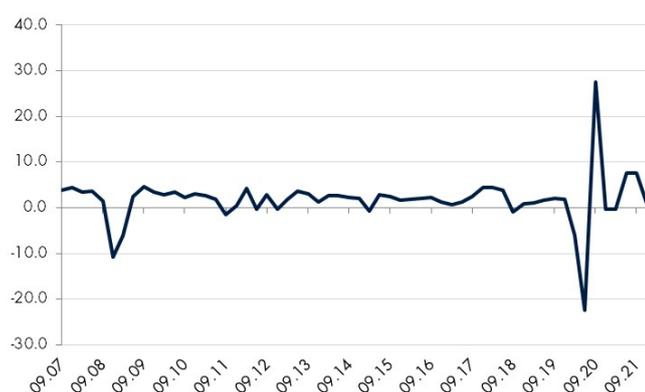
Makroökonomie

Die COVID-19-Pandemie prägt die wirtschaftliche Lage in der Schweiz – wie überall auf der Welt – nach über zwei Jahren weiterhin. Im vierten Quartal (letzte bekannte Zahl) ist das BIP gegenüber dem Vorjahr nur um 1,1% gewachsen, nachdem es in den vorangegangenen zwei Quartalen erheblich gestiegen war (annualisierte und saisonbereinigte Quartalsdaten). Im Jahr 2021 hat die Schweizer Wirtschaft dank vergleichsweise sehr geringen Basiseffekten insgesamt 3,7% zugelegt. Das BIP liegt derzeit um 2% unter dem vor der Pandemie erreichten Wert.

Nach dieser Abschwächung hat die Wertschöpfung in den Dienstleistungsbranchen generell stagniert. Vor allem die Hotellerie und das Gastgewerbe haben unter einer neuen Verschlechterung der Pandemiesituation gelitten. Die verarbeitende Industrie hingegen hat stark zugelegt. Der Privatkonsum ist deutlich weniger stark gestiegen (nur noch um 1,2% statt 11,2%) und die Gesamtexporte hatten einen negativen Einfluss auf das BIP (-2,2%).

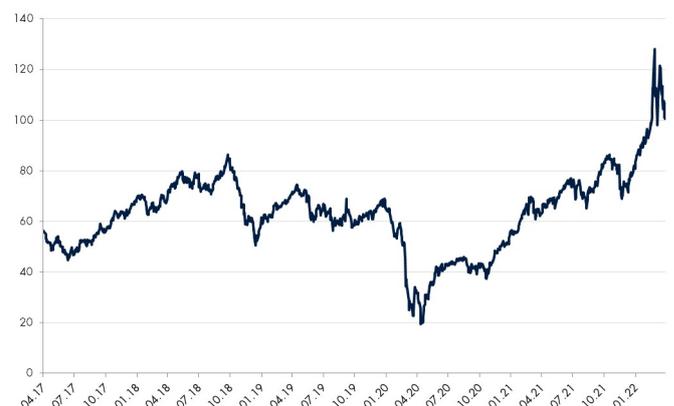
In ihrem Basisszenario für die Schweiz hat die SNB ihre Prognose für 2022 nach unten angepasst und rechnet nun für das BIP noch mit einem Wachstum von rund 2,5%.

Abb. 1: Wachstum des schweizerischen BIP (annualisierte und saisonbereinigte Daten)



Diese Prognosen sind wegen des Krieges in der Ukraine selbstverständlich mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Es ist nämlich extrem schwierig, den Verlauf des Krieges und seine wirtschaftlichen Folgen vorherzusagen. Die wichtigste kurzfristige Auswirkung sind die stark und schnell steigenden Erdöl und Erdgaspreise (vgl. Abb. 2). Die höheren Rohstoffpreise dürften den Konsum belasten und zu höheren Produktionskosten führen. Auch der Außenhandel wird wohl unter dem Krieg leiden, allerdings in beschränkter Masse, da die Schweiz mit der Ukraine und Russland keine bedeutenden direkten Wirtschaftsbeziehungen pflegt. Die Versorgungsengpässe bei wichtigen Zwischenprodukten könnten sich zuspitzen und die Ungewissheit wird sich möglicherweise negativ auf die Investitionen auswirken.

Abb. 2: Entwicklung des BrentPreises (USD/Barrel)
Quelle: IAM



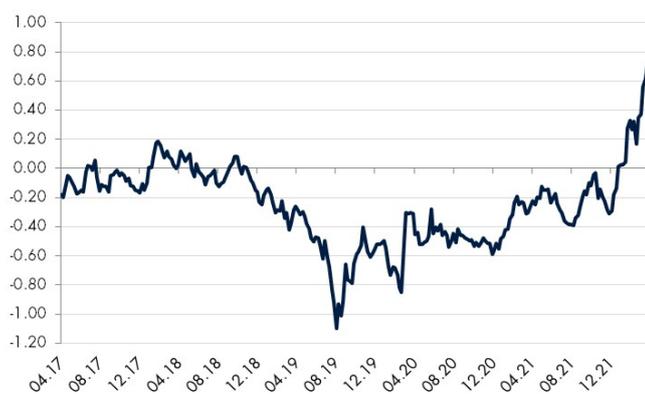
Auf dem schweizerischen Arbeitsmarkt ist die Lage zunehmend angespannt. Die Zahl der Beschäftigten in Vollzeitäquivalenten ist erneut gestiegen. Sowohl in den Dienstleistungsbranchen als auch in der verarbeitenden Industrie wurden Arbeitsplätze geschaffen. Im Baugewerbe hingegen ist die Beschäftigung stabil geblieben.

Im Februar betrug die Arbeitslosigkeit noch 2,2%, was ungefähr dem Stand im Februar 2020 zu Beginn der Pandemie entspricht.

Der Landesindex der Konsumentenpreise ist in der Schweiz wie überall auf der Welt gestiegen. Laut den letzten bekannten Zahlen lag er im Februar um 2,2% über dem Vorjahr und die Kerninflation (ohne importierte Güter und Dienstleistungen) betrug 1,3%. Mit einem Anstieg von 27,7% haben die Preise der Erdölprodukte naheliegenderweise am stärksten dazu beigetragen.

In diesem Umfeld der steigenden Inflation sind natürlich auch die Zinssätze in die Höhe geschossen. Die langfristigen Zinsen für Bundesanleihen (10 Jahre) haben die höchsten Stände seit 2018 erreicht und befinden sich nun deutlich im positiven Bereich. Auf der Zinskurve der Schweizerischen Eidgenossenschaft bleiben nur Laufzeiten von unter drei Jahren im negativen Bereich.

Abb. 3: Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen
Quelle: IAM



Börsenmärkte

Die Aktienkurse haben in den wichtigsten Volkswirtschaften bis Mitte Januar neue Rekordwerte erreicht. Angesichts der immer deutlicheren Anzeichen für eine Straffung der US-Geldpolitik ist dann aber nach und nach eine Trendwende eingetreten. Mit dem Ausbruch des Krieges in der Ukraine haben die Märkte weiter gelitten, bevor sie sich Mitte März wieder erholt haben.

Der Schweizer Markt, der sich durch seine starke Konzentration auf einige defensive Large Caps auszeichnet (Nestlé, Novartis und Roche), schneidet im internationalen Vergleich deutlich besser ab. Im ersten Quartal haben die Large Caps (gemäss SMI) nur -5,6% eingebüsst.

Die Schweizer Aktien haben auch von den steigenden Zinsen profitiert, was die Finanzwerte ansteigen liess, wie zum Beispiel die aussergewöhnliche Performance der Zurich Insurance Group (+14,1%) und der UBS (+10,5%) zeigt.

Aufgrund ihrer hohen Anfälligkeit für den Konjunkturzyklus und ihre geringere Diversifikation haben die Small Caps weniger gut abgeschnitten. So büsst der Index der mittelgrossen Werte (SMIM) im ersten Quartal -10,6% ein. Wie bei den Large Caps zeichnen sich gewisse Titel jedoch durch eine hervorragende Performance aus (Helvetia +12,4%, Bâloise +10,7%).

Diese strategische Rückbesinnung auf defensive und zinsempfindliche Titel lässt ein Jahr 2022 erwarten, in dem einer geschickten Auswahl der Anlagen besondere Bedeutung zukommt. Mit einem aktiven Management dürfte man deshalb erheblich besser fahren als mit einem passiven.

Da erst wenige Ergebnisse vom ersten Quartal bekannt sind, ist es für Schlussfolgerungen noch verfrüht. Die meisten Unternehmen veröffentlichen ohnehin keine vollständigen Ergebnisse, sondern geben bloss die Umsatzentwicklung bekannt. In der Schweiz sind die Unternehmen gesetzlich nicht verpflichtet, alle drei Monate vollständige Ergebnisse zur veröffentlichen. Was die zugrunde liegende Tendenz zu geringeren Margen aufgrund der gestiegenen Rohstoffpreise betrifft, ist der Umsatz unserer Auffassung nach wenig aussagekräftig. Es ist sogar möglich, dass der Umsatz als Folge der gestiegenen Preise besonders hoch ist, die Margen aber dennoch schrumpfen. Oft zögern die Unternehmen, kurzfristige Preiserhöhungen infolge einer als vorübergehend eingestuft Inflation weiterzugeben. Da die Inflation jedoch strukturell geworden ist, könnten die Preise mit einigen Quartalen Verzögerung steigen.

Hinsichtlich Bewertung ist der Markt kurzfristig relativ teuer. Der Dividend Yield (2,8%) liegt derzeit unter seinem 10-Jahres-Durchschnitt (3,4%). Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (P/E Ratio von 18,8x) bewegt sich geringfügig über seinem 10-Jahres-Durchschnitt (17,6x). Wenn die Zinssätze weiter steigen, könnte dies Druck auf die Multiplikatoren ausüben und so zu rückläufigen Märkten führen.

Abb. 4: Schweizer Aktien (SPI-Index) über 5 Jahre
 Quelle: IAM



Abb. 5: Performance (in %) der SMI-Aktien im letzten Quartal
 Quelle: IAM

