



QUARTALSBERICHT  
SCHWEIZ – Q4 2023

---

# Ende der Zinserhöhungen?

# Ende der Zinserhöhungen?

Daniel PFUND, Senior Financial Analyst

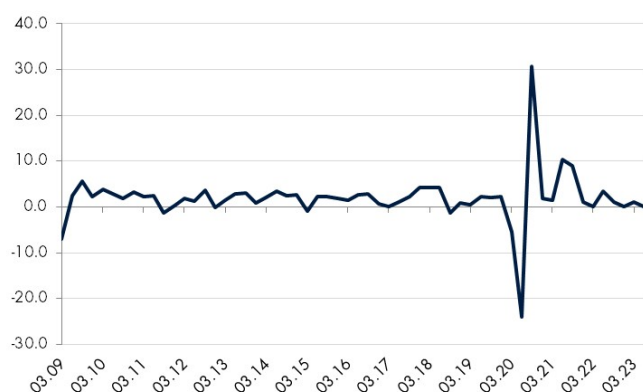
Oktober 2023

## Makroökonomie

Nach einer ab Juni 2022 in rascher Abfolge vorgenommenen Erhöhung der Leitzinsen hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) der Aufwärtsspirale endlich Einhalt geboten. In ihrer Sitzung vom 21. September hat sie ihren Leitzins bei 1,75% belassen. Sie begründet den Schritt damit, dass die starke Straffung der Geldpolitik in den vergangenen Quartalen nun eine Kontrolle des anhaltenden Inflationsdrucks ermögliche. Sind wir bei den Zinssätzen damit am Ende des Aufwärtszyklus angelangt? Die SNB hat die Tür für weitere Zinserhöhungen offengelassen, falls der Inflationsdruck in nächster Zukunft anhalten sollte. Ausserdem hat sie ihre Absicht bekräftigt, bei Bedarf auf den Devisenmärkten zu intervenieren, um geeignete monetäre Bedingungen zu gewährleisten (vor allem, um Devisen zu verkaufen und so den CHF zu stützen).

Im zweiten Quartal stieg das BIP gegenüber dem Vorjahr um 0,1%. Dieses Wachstum lag unter den Erwartungen und erklärt sich vor allem mit der beim privaten Konsum festgestellten Abschwächung (von 4,9% im zweiten Quartal des Vorjahres auf 1,5% in diesem Jahr). Der Beitrag des Aussenhandels zum BIP-Wachstum war positiv, denn die Exporte haben zwar ein wenig an Boden eingebüsst (-0,5%), was jedoch durch den signifikanten Rückgang bei den Importen (-13,9%) mehr als ausgeglichen wurde.

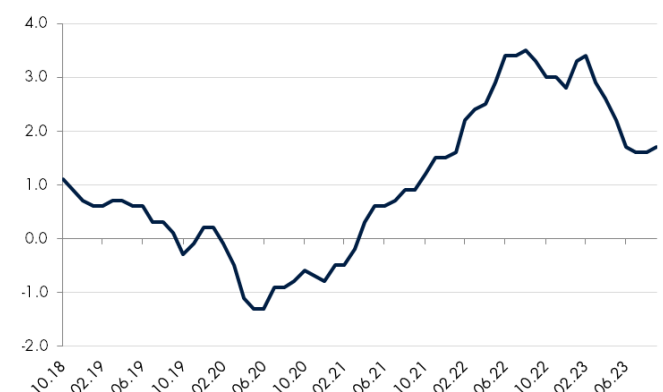
Abb. 1: Wachstum des schweizerischen BIP (annualisierte und saisonbereinigte Daten)



Die kurzfristigen Wachstumsaussichten der Schweiz bleiben eher bescheiden. Obwohl es sich um ein kleines Land mit einer global stark integrierten Wirtschaft handelt, hängt diese stark von der weltweiten Nachfrage ab, namentlich aus Europa und vor allem Deutschland. Die bescheidene Auslandsnachfrage wird nicht durch einen hohen Inlandkonsum kompensiert, da die Schweizer Konsumenten wegen der Teuerung und der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen Kaufkraft einbüßen. Die SNB erwartet für 2023 ein BIP-Wachstum im Bereich von 1%.

Der Arbeitsmarkt zeichnet sich durch eine weiterhin robuste Gesundheit aus. In den Dienstleistungsbranchen und im verarbeitenden Gewerbe wurden Arbeitsplätze geschaffen. Im Baugewerbe hingegen ist die Beschäftigung geringfügig zurückgegangen. Laut den Beschäftigungsstatistiken ist die Gesamtzahl der Erwerbstätigen in Vollzeitäquivalenten im zweiten Quartal saisonbereinigt erneut gestiegen. Bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren haben sich in den letzten Monaten wieder etwas mehr Arbeitslose gemeldet. So waren Ende August saisonbereinigt 94'000 Personen stellenlos, womit die vom SECO ermittelte Arbeitslosigkeit ebenfalls saisonbereinigt 2,1% erreichte.

Abb. 2: Verbraucherpreisindex (VPI Jahr/Jahr)  
Quelle: IAM

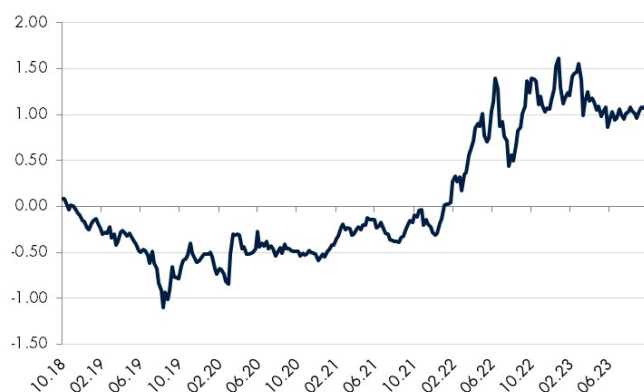


Ein in der Weltwirtschaft immer wiederkehrendes Thema ist die Inflation, auch wenn sie sich zunehmend abschwächt. In der Schweiz ist der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) seit nunmehr zwei Jahren regelmässig gestiegen. Aber wie aus Abbildung 2 ersichtlich ist, hat sich dieser Trend inzwischen verlangsamt. Im August lag er (im Vergleich zum Vorjahr) bei 1,6%. Seit einigen Monaten befindet sich der LIK nun wieder innerhalb einer Bandbreite, die von der SNB als akzeptabel eingestuft wird (unter 2%). Betrachtet man die Inflationskomponenten etwas genauer, ist festzustellen, dass vor allem die Schweizer Güter und Dienstleistungen nach wie vor einen positiven Beitrag leisten. Der starke Schweizer Franken hat nämlich die importierte Inflation stark abgefedert.

In diesem Umfeld der steigenden Inflation sind natürlich auch die Zinssätze in die Höhe geschossen. In der Schweiz jedoch haben die langfristigen Zinssätze (10 Jahre) 2023 im Gegensatz zu den anderen grossen Volkswirtschaften wie den USA oder der EU keine neuen Höchstwerte erreicht.

Abb. 3: Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen

Quelle: IAM



Die Zinskurve bleibt bei sämtlichen Laufzeiten relativ flach im Bereich von 1%, auch wenn die kurzfristigen Zinsen weiterhin über den langfristigen liegen. Eine solche «inverse Zinskurve» ist auch in anderen entwickelten Wirtschaftsregionen zu beobachten (USA, EU).

## Börsenmärkte

Der Aktienmarkt sitzt zwischen hohen Zinssätzen (und weiterhin hohen Inflationserwartungen) und einem eher schleppenden Gewinnzuwachs fest. Die Folge davon ist ein Markt ohne klare Perspektiven. Das Gefühl der Anleger schwankt rasch zwischen Euphorie und Frustration. Trotz dieser Verunsicherungen hat der Schweizer Markt mit seinem Status als Fluchtwert einmal mehr seinen de-

fensiven Charakter unter Beweis gestellt. Bei zyklischen Erholungen legt der Schweizer Markt dafür auch weniger zu als die anderen Börsen weltweit, vor allem diejenige des amerikanischen Marktes, die immer von den grossen Technologiewerten getragen wird.

Der Aktienmarkt sitzt zwischen hohen Zinssätzen (und weiterhin hohen Inflationserwartungen) und einem eher schleppenden Gewinnzuwachs fest. Die Folge davon ist ein Markt ohne klare Perspektiven. Das Gefühl der Anleger schwankt rasch zwischen Euphorie und Frustration.

Trotz dieser Verunsicherungen hat der Schweizer Markt mit seinem Status als Fluchtwert einmal mehr seinen defensiven Charakter unter Beweis gestellt. Bei zyklischen Erholungen legt der Schweizer Markt dafür auch weniger zu als die anderen Börsen weltweit, vor allem diejenige des amerikanischen Marktes, die immer von den grossen Technologiewerten getragen wird.

Die zyklischen Titel wurden im September stark abgestraft, als der Markt der Tatsache Rechnung trug, dass die Zinssätze der wichtigsten Zentralbanken noch länger als ursprünglich erwartet hoch bleiben würden. Man bedenke jedoch, dass sich diese Erwartungen sehr rasch verändern und die amerikanische FED durchaus auf eine weitere Erhöhung ihrer Zinssätze verzichten könnte.

Die ebenfalls zyklischeren Mid Caps schnitten weniger gut ab. Der SMIM (Mid Caps) hat 7,4% und der SPI (Schweizer Gesamtmarkt) 3,3% eingebüsst.

In Bezug auf die Bewertung ist der Markt wieder relativ attraktiv geworden. Der Dividend Yield (3,3%) liegt derzeit genau bei seinem 10-Jahres-Durchschnitt (3,3%) und ist im Vergleich zu den Anleihezinsen weiterhin attraktiv. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (P/E Ratio von 18,1x) bewegt sich geringfügig über seinem 10-Jahres-Durchschnitt (18,9x).

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

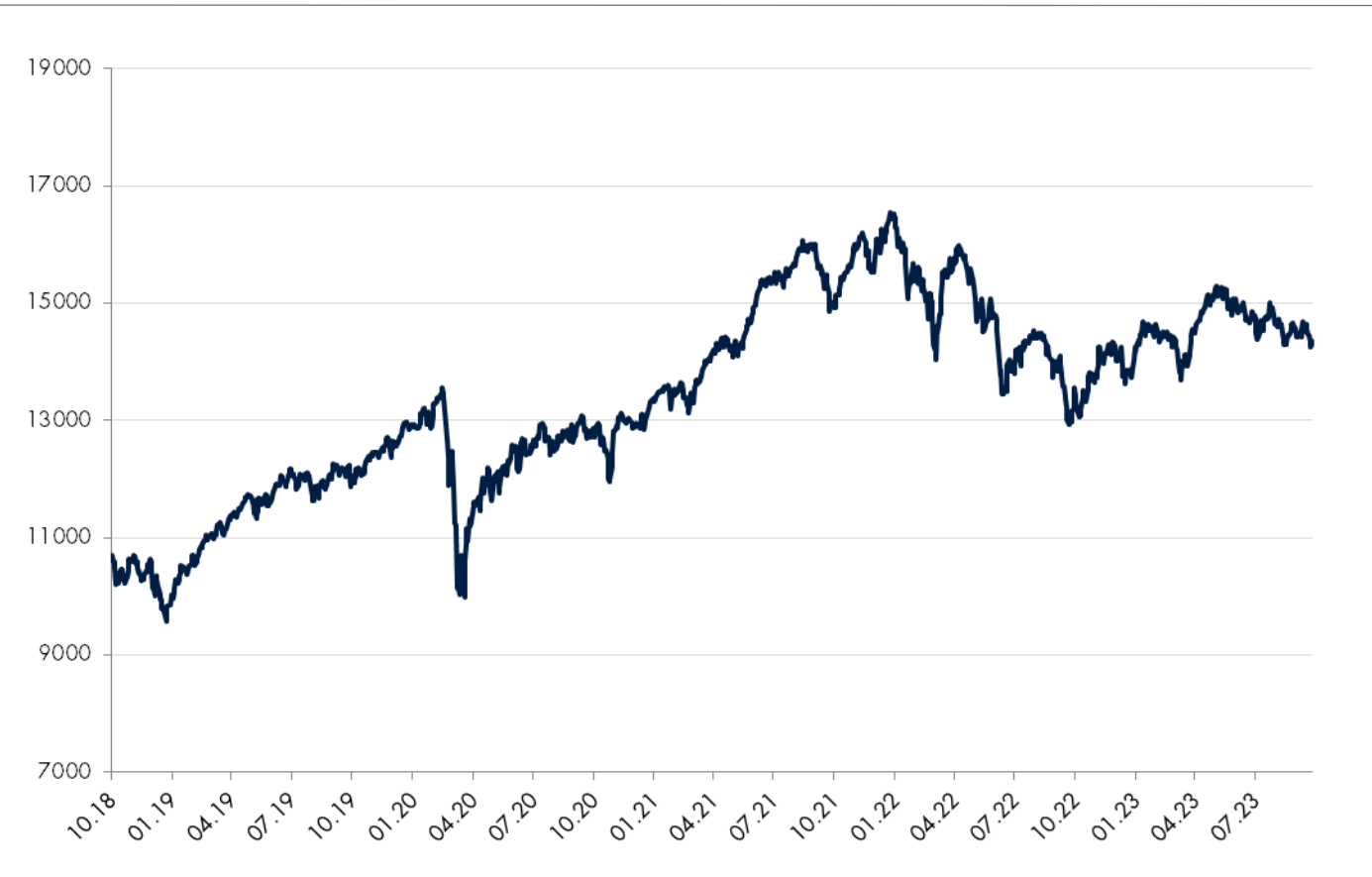


Abb. 5: Performance (in %) der SMI-Aktien im letzten Quartal  
Quelle: IAM

