



Schweizer Rekordwachstum im Konflikt mit der SNB-Kommunikation

Dr. Karsten Junius, CFA

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

Die SNB wird nicht müde vor den Abwärtsrisiken für die Schweizer Wirtschaft und der hohen Bewertung des Franken zu warnen. Derweil steigt das Wachstum auf über 3% - getragen vom starken Auslandsgeschäft. Zusammen passt das nicht.

Das Schweizer Wachstum hat erneut positiv überrascht

Man kann sich ja mal irren. Als Ökonom sowieso. Und bei Prognosen erst recht. Aber im Durchschnitt sollte man doch die richtigen Signale geben. Erschwert wird das Prognosegeschäft sicherlich dadurch, dass sich die Datenbasis durch Revisionen verändern kann, wie dies nun beim Schweizer Bruttoinlandsprodukt (BIP) geschehen ist, das nach neueren Rechnungen im letzten Jahr statt 1,1% plötzlich nun um 1,6% gestiegen ist. Auch die vorherigen beiden Jahre wurden nach oben korrigiert. Dies ist ein Grund weshalb sich Ökonomen niemals nur auf einzelne statistische Zeitreihen verlassen sollten, sondern immer auch auf eine Beurteilung der Gesamtsituation, die beispielsweise qualitative Konjunktursignale mit einbezieht, die aus Unternehmensgesprächen resultieren. All dies tut die Schweizerische Nationalbank (SNB). Liest man jedoch noch einmal ihre letzte *Geldpolitische Lagebeurteilung*, so scheint die nur wenig mit den Signalen zu tun zu haben, die man vom Schweizer Arbeitsmarkt, den Finanzmärkten oder der offiziellen BIP-Statistik erhält.

Erneute Frankenstärke

So heisst es bei der SNB, dass der «Franken hoch bewertet» sei, die Lage auf den Devisenmärkten mit Verweis auf die politische Unsicherheit in Italien «fragil» sei und die «Attraktivität von Franken Anlagen tief» gehalten würde. Es kann sein, dass der Franken hoch bewertet ist – seine hohe Kaufkraft im Ausland spricht durchaus dafür, unattraktiv sind Franken Anlagen dennoch nicht gewesen. Seit Jahresbeginn hat der Franken gegenüber den meisten Währungen aufgewertet, gegenüber dem Euro allein um rund 4%, während Schweizer Midcaps die grossen europäischen Aktienindizes geschlagen haben. Gleichzeitig hat sich der Franken in den letzten Tagen, als die Zinsaufschläge für italienische Anleihen wieder massiv gesunken sind, überhaupt nicht verändert. Dies signalisiert, dass die letzte Frankenstärke vielleicht eher die Stärke der Schweizer Wirtschaft reflektiert.

Schweizer Exporte wachsen trotz der Frankenstärke

So berichtete das SECO letzte Woche, dass die Wirtschaft nun «zum fünften Quartal in Folge überdurchschnittlich» expandiert sei, wozu vor allem das verarbeitende Gewerbe mit einem seit dem Frühjahr 2017 bemerkenswerten Aufschwung beigetragen habe. Die Warenexporte seien dementsprechend gewachsen. Wie verträgt sich das mit der Einschätzung der Nationalbank, dass der Franken hoch bewertet sei und die Bereitschaft zu Devisenmarktinterventionen nötig bliebe? Die hohe Bewertung des Franken steht zumindest einer florierenden Exporttätigkeit nicht im Wege noch dem vom SECO veröffentlichten BIP-Wachstum von immerhin 3,4% gegenüber Vorjahresquartal. Sicherlich bei dem Vorjahresvergleich könnte man noch die unterschiedliche Anzahl an Arbeitstagen abziehen und dann blieben nur noch 3,2%. Oder man rechnet den Effekt sportlicher Grossereignisse wie der Fussball-Weltmeisterschaft und der Olympischen Spiele heraus, die zusammen einen Wachstumsbeitrag von noch einmal 0,4 % gebracht haben. Aber auch bei einem Wachstum von nur 2,8% liesse sich die Dynamik schlecht mit dem von der SNB in vierteljährlicher Regelmässigkeit immer wieder betonten Abwärtsrisiken für ihr wirtschaftliches Hauptszenario vereinen; und dass obwohl die protektionistischen Tendenzen und politischen Spannungen, die sie anführt, doch wohl als eingetroffen gelten dürften.



Finanzmarktkolumne

10. September 2018

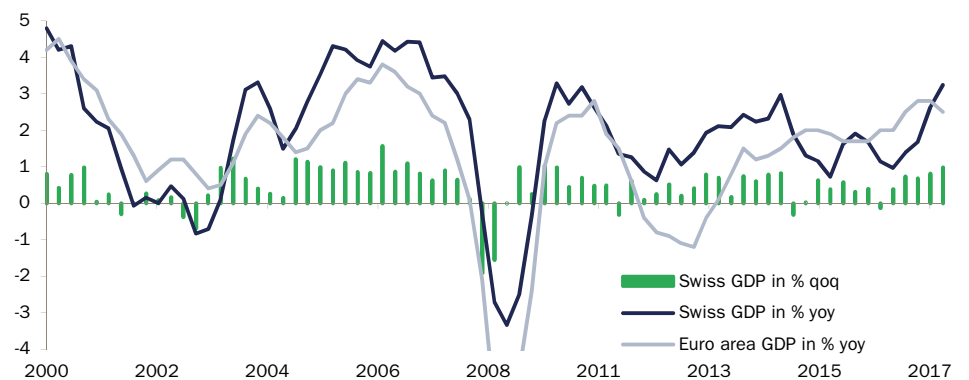
Warum betont die SNB immer die Abwärtsrisiken für die Wirtschaft?

Es stellt sich daher die Frage, was die SNB wohl mit Abwärtsrisiken meint. Möglich ist, dass das Hauptszenario der Nationalbank tatsächlich ihre durchschnittlich erwartete, unverzerrte Erwartung ist, ein Prognosekorridor (wie der von anderen Zentralbanken verwendete Fan-Chart) aber kein symmetrisches Bild zeigen würde. Wenn das über die Jahre so zuträfe, wäre es aber wohl verständlicher, dann auch solch einen Chart zu zeigen. Eine zweite Interpretation der Risikoeinschätzung der SNB wäre, dass sich das Risiko eher auf ihre eigenen geldpolitischen Möglichkeiten bezieht, die ihr im Risikofall effektiv zur Verfügung stehen. Diese mögen tatsächlich grösser sein, wenn Wachstum und Inflation nach oben überschliessen. Die SNB könnte dann einfach die Zinsen deutlicher erhöhen und den Wechselkurs aufwerten lassen. Bei Deflation und stagnierendem Wachstum blieben ihr nur die aktuell angewandten Politikoptionen. Diese Interpretation würde für die Erhöhung des Inflationsziels sprechen, das ihr im Krisenfall einen grösseren Zinssenkungsspielraum gäbe. Schliesslich besteht noch die Möglichkeit, dass man vielleicht gar nicht zu viel in die Risikoeinschätzung der Nationalbank reininterpretieren sollte. Der Ökonomenzunft in Institutionen wie dem Internationalen Währungsfonds (IWF), der OECD, vielen nationalen Zentralbanken, Universitäten sowie Ökonomen im Privatsektor, wurde vorgeworfen, dass sie die Grosse Finanzkrise nicht vorhergesehen und davor gewarnt hätten. Seitdem ist zu beobachten, dass die meisten Institutionen nun mögliche Risiken immer intensiv diskutieren. Vor der nächsten Krise nicht gewarnt zu haben, wird sich daher kaum ein Ökonom mehr vorwerfen lassen müssen. Und irgendwann wird auch sicherlich wieder eine Krise eintreffen. Ob permanentes Warnen davor, dann aber die notwendige Aufmerksamkeit gefunden hat, ist fraglich.

Zeit für neue Formulierungen beim Quartaltreffen am 20. September

Zunächst einmal wird sich beim Quartaltreffen am 20. September zeigen, ob die Nationalbank angesichts der sehr positiven Wirtschaftsentwicklungen in ihrer Lageeinschätzung zu optimistischeren Formulierungen findet. Ihrer Glaubwürdigkeit würde das nicht schaden.

Schweizer Wachstum nun wieder stärker als das in der Währungsunion



Quelle: Datastream, J. Safra Sarasin, 11.09.2018



Finanzmarktkolumne

10. September 2018

Haftungsausschluss/Wichtige Hinweise

Diese Publikation wurde von der Research Abteilung der Bank J. Safra Sarasin AG («Bank»)ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt; die Bank ist für den Inhalt dieser Publikation verantwortlich. Die Bank untersteht der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.

Die Publikation wurde aus Informationen und Daten aus öffentlich zugänglichen Quellen («Informationen») erstellt, welche von der Bank als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft werden. Obwohl die Bank bemüht ist zuverlässig und vollständig Informationen zu verwenden kann sie keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier wiedergegebenen Informationen übernehmen. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen stellen keine rechtlichen Gründe für eine Haftung dar, weder im Hinblick auf unmittelbare oder mittelbare Schäden noch auf Folgeschäden. Die Bank lehnt jegliche Haftung hinsichtlich der Geeignetheit, Aktualität, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren lehnt die Bank jede Haftung für mögliche Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieser Publikation entstehen können, ab.

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, noch ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis für die laufende oder zukünftige Wertentwicklung der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente.

Der Wert eines Finanzinstruments kann auf Grund von Währungsschwankungen sowohl fallen als auch steigen

Die Bank übernimmt weder ausdrücklich noch stillschweigend die Haftung für die künftige Wertentwicklung eines Finanzinstruments. Der Kurs und der Ertrag dieser Finanzinstrumente können sowohl fallen als auch steigen und zu einem Verlust des investierten Betrages führen.

Vor einer Anlage sollte die aktuelle Produktdokumentation gelesen und ein unabhängiger Berater zur Rate gezogen werden.

Direkte Investitionen in U.S. Wertschriften können selbst dann eine Besteuerung nach U.S. Steuerrecht auslösen, wenn der Investor weder seinen gewöhnlichen Aufenthalt in den USA noch den Status einer U.S. Person innehat.

Die Bank kann jederzeit die in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente auf eigenen oder fremden Rechnung erwerben oder veräussern oder als Auftraggeber oder Bevollmächtigter in diesen handeln oder für den Emittenten der genannten Finanzinstrumente bzw. einem mit diesem wirtschaftlich oder finanziell eng verbundenen Unternehmen Finanzberatungs- oder andere Bankdienstleistungen erbringen.

Die Bank hat in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen organisatorische und administrative Massnahmen getroffen, um Interessenkonflikte soweit wie möglich zu vermeiden. Reichen die getroffenen Massnahmen nicht aus, legt die Bank den potentiellen Interessenskonflikt offen.

Die Bank hat unter anderem die folgenden Massnahmen getroffen:

1. Errichtung von Informationsbarrieren, wenn ein Informationsaustausch zwischen bestimmten Personen oder Abteilungen zu einem Interessenkonflikt führen könnten.
2. Die Vergütung des/der Autoren (Analysten) dieser Publikation ist unabhängig von deren Empfehlungen oder Meinungen.
3. Regelungen bezüglich der Eigengeschäfte und Geschäftstätigkeiten von Mitarbeitern.

Die Bank wird Interessenkonflikte im Verhältnis zu dem Emittenten des/der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente offenlegen, falls:

1. eine Beteiligung von mindestens 3% an den Stimmrechte eines Emittenten, der Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, besteht oder
2. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate Mitglied eines Konsortiums war, das Finanzinstrumente einer der genannten Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte oder
3. eine Betreuung der Finanzinstrumente dieser Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen («Market Maker») erfolgte oder
4. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit einem der erwähnten Emittenten, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften eingegangen ist oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhalten hat, soweit eine Offenlegung dieser Informationen rechtlich zulässig ist und keine vertraulichen Geschäftsinformationen betreffen
5. mit einem Emittenten, welcher selbst Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen haben oder
6. diese sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf einen der genannten Emittenten haben sollte.



Finanzmarktkolumne

10. September 2018

Die Angaben zu eventuellen Interessenkonflikten finden Sie jeweils am Ende jeder Finanzanalyse in der Offenlegungsklausel.

Die in dieser Publikation geäusserten Meinungen und Ansichten sind diejenigen des Analysten zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Vorankündigung ändern.

Erläuterung zur Analyse

Tatsachen und Meinungen Dritter (Interpretationen und Schätzungen) erfolgen mit den jeweiligen Quellenangaben. Eigene (Wert-) Berechnungen (Hochrechnungen und Vorhersagen), die das Ergebnis der Arbeit der Research-Abteilung der Bank reflektieren, werden nicht gesondert gekennzeichnet oder hervorgehoben. Die wesentliche Grundlagen und Massstäbe eigener Werturteile sind in den Grundlagen der Research Methodologie dargelegt. Bei der Erstellung des Researchs wurden folgende Bewertungsgrundlagen und -methoden genutzt:

Economic & Strategy Research

Auf der Basis von proprietären Modellen werden eigene Prognosen für Wirtschaftswachstum, Inflation, Arbeitslosenquoten und Staatshaushalte und Aussenhandelsbilanzen erstellt. Basierend auf dem makroökonomischen Szenario erarbeiten die Strategen für die drei Anlagekategorien ihre Prognosen für (a) Aktienmärkte, (b) kurz- und langfristige Zinssätze, (c) sowie für die Hauptwährungen. Neben den makroökonomischen Variablen verwendet das Economic & Strategy Research verschiedene Bewertungsmodelle und kurzfristige Markt-Timing-Indikatoren. Der Prognosehorizont für makroökonomische Indikatoren beträgt 2 Jahre, für Finanzmärkte liegt er bei bis zu einem Jahr.

Diese Publikation wurde zum angegebenen Datum erstellt. Die Bank übernimmt keinerlei Pflicht zur Aktualisierung dieser Publikation.

Es können sich Abweichungen zu unseren eigenen Finanzanalysen zu denselben Finanzinstrumenten ergeben, welche in den vorausgegangenen zwölf Monaten erstellt wurden.

Der gesamte Inhalt dieser Publikation unterliegt dem Urheberrecht. Die Verwendung, das Modifizieren, oder Vervielfältigen im Ganzen sowie auszugsweise darf ausschliesslich zum privaten, nicht kommerziellen Gebrauch des Interessenten erfolgen. Dabei dürfen Urheberrechtshinweise und Markenbezeichnungen weder verändert noch entfernt werden. Jede darüber hinausgehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Bank. Dies gilt auch für Weitergabe dieser Publikation.

Distribution von Research-Publikationen

Soweit nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Bank J. Safra Sarasin AG, Schweiz verteilt. Diese Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetze und Regulierungen verteilt und verwendet werden. Die Bank untersagt insbesondere ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation durch Dritte. Sie lehnt jegliche Haftung für Ansprüche von Dritten, die sich aus dem Gebrauch oder der Verteilung der Publikation ergeben ab.

Bahamas: Diese Publikation wird Privatkunden der Bank J. Safra Sarasin (Bahamas) Ltd. zur Verfügung gestellt. Sie ist nicht bestimmt für die Weitergabe an Staatsangehörige oder Bürger der Bahamas oder an Personen welche gemäss den Bestimmungen über die Devisenkontrolle (exchange control) der Zentralbank der Bahamas als in den Bahamas wohnhaft angesehen werden.

Dubai International Financial Centre (DIFC): Dieses Material ist für die Verteilung durch die Bank J. Safra Sarasin Asset Management (Middle East) Ltd [«BJSSAM»] im DIFC an professionelle Kunden im Sinne der Dubai Financial Services Authority («DFSA») bestimmt. BJSSAM ist von der DFSA ordnungsgemäss autorisiert und beaufsichtigt. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie sich an einen autorisierten Finanzberater wenden.

Dieses Material kann auch Fonds enthalten, die keiner Überwachung oder Genehmigung durch die Dubai Financial Services Authority («DFSA») unterliegen. Die DFSA ist nicht für die Prüfung oder Verifizierung von Emissions- oder anderen Dokumenten im Zusammenhang mit solchen Fonds verantwortlich. Die DFSA hat weder ein Ausgabedokument noch andere zugehörige Dokumente genehmigt, noch hat sie irgendwelche Schritte unternommen, um die in etwaigen Ausgabedokument enthaltenen Informationen zu überprüfen, demzufolge übernimmt sie für diese auch keine Verantwortung. Die Anteile, auf die sich das Ausgabedokument bezieht, können illiquide sein und/oder Beschränkungen für den Weiterverkauf unterliegen. Potenzielle Käufer sollten ihre eigene Prüfung der Anteile vornehmen.

Hong Kong: Dieses Dokument wird in Hong Kong von der Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch ist eine zugelassene Bank im Sinne der Hong Kong Banking Ordinance (Cap. 155 der Gesetze von Hongkong) und eine eingetragene Institution im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 der Gesetze von Hongkong).



Finanzmarktkolumne

10. September 2018

Monaco: In Monaco wird dieses Dokument von der Banque J. Safra Sarasin (Monaco) SA verteilt, einer im «Fürstentum Monaco» eingetragenen Bank, die von der französischen Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und der monegasischen Regierung und Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF) beaufsichtigt wird.

Panama: Diese Publikation basiert ausschliesslich auf öffentlich zugänglichen Informationen und wird von der J. Safra Sarasin Asset Management S.A., Panama, die von der Securities Commission of Panama beaufsichtigt wird, verteilt.

Qatar Financial Centre (QFC): Dieses Dokument ist für den Vertrieb durch die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC, Qatar [«BJSSQ»] von QFC aus an Geschäftskunden im Sinne der Vorschriften der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bestimmt. Die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC ist von der QFCRA zugelassen.

Dieses Dokument kann auch kollektive Kapitalanlagen (Fonds) beinhalten, die nicht im QFC registriert oder von der Regulierungsbehörde beaufsichtigt sind. Weder wurde ein Emissionsdokument noch der Prospekt für den Fonds oder sonstige mit diesem im Zusammenhang stehende Dokumente von der Regulierungsbehörde geprüft oder genehmigt. Anleger in den Fonds haben möglicherweise nicht den gleichen Zugang zu Informationen über den Fonds, die sie zu Informationen über einen im QFC registrierten Fonds haben würden. Der Regress gegen den Fonds und/oder darin involvierte Personen kann eingeschränkt oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land ausserhalb des QFC verfolgt werden.

Singapore: Dieses Dokument wird von der Bank J. Safra Sarasin Ltd. Singapore Branch in Singapur, verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin, Singapore Branch ist ein befreiter Finanzberater (exempt financial adviser) gemäss dem Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110), eine Firmenkundenbank, die nach dem Singapore Banking Act (Cap. 19) zugelassen ist und von der Monetary Authority of Singapore beaufsichtigt wird.

© Copyright Bank J. Safra Sarasin AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bank J. Safra Sarasin AG
J. Safra Sarasin Research
General Guisan-Quai 26
Postfach
CH-8022 Zürich
Schweiz
Telefon +41 (0)58 317 33 33
Fax +41 (0)58 317 33 00