



Marc Brüttsch, der Chefökonom von Swiss Life, über geopolitische Gefahren, die Zinspolitik der Nationalbank und die Risiken, die in den Bilanzen US-amerikanischer Banken nach wie vor schlummern.  
**Interview:**  
Sandra Willmeroth

## «Die stabile Wirtschaftslage verdanken wir auch der Zuwanderung»

Die Welt schaut gebannt auf den Konflikt im Nahen Osten. Abgesehen von der menschlichen Tragödie dieser Auseinandersetzung: Müssen wir mit steigenden Ölpreisen rechnen?

**Marc Brüttsch:** Wir haben analysiert, wie der Ölpreis während früherer Eskalationsphasen im Nahen Osten reagiert hat, und da gibt es ein interessantes Muster. Der Ölpreis steigt nur dann stark an, wenn die Lage in jenen Gebieten und Ländern eskaliert, in denen Erdöl produziert wird oder Pipelines durchfliessen. Das bedeutet, wenn die aktuellen Konflikte auf Gaza beschränkt bleiben, sollte dies den Ölpreis nicht wesentlich beeinflussen. Die Kampfhandlungen des Iran haben den Preis zwar in die Höhe getrieben, aber nur temporär.

Die Finanzmärkte, vor allem in den USA, haben relativ unberührt von den geopolitischen Problemen neue Rekorde geknackt. Sind die Börsen von der realen Welt entkoppelt?

Es ist vielmehr die US-Wirtschaft, die sich von dem Thema der Energiepreise befreit hat. Seitdem die USA selbst ein Energieexporteur geworden sind, sind sie nicht mehr so abhängig vom Ölpreis. Dementsprechend betrifft das Geschehen im Nahen Osten die amerikanische Börse auch weniger stark als die europäischen.

Auch wenn sich alle bemühen, die Situation nicht eskalieren zu lassen - was, wenn doch?

Im Falle einer weiteren Eskalation wäre die unmittelbare wirtschaftliche Konsequenz für Europa sicherlich eine höhere Inflation und höhere Energiepreise. In der Schweiz würde das jedoch vermutlich durch einen gleichzeitig erstarkenden Schweizer Franken abgefedert. Den grösseren Effekt hätte es auf die Weltwirtschaft, wo erneut die Gefahr einer Rezession aufkommen könnte. Das würde aber wahrscheinlich wieder eine Reaktion der Notenbanken nach sich ziehen.

... sofern diese dann noch Handlungsspielraum haben. Hier ist vor allem die Schweizerische Nationalbank (SNB) limitiert, die mit ihrer frühen Zinssenkung im März alle überrascht hat. Wieso erfolgte dieser frühe Schritt?

Die SNB hat sich schon im letzten Sommer Sorgen über den starken Franken und die damit verbundenen Belastungen für die Exportwirtschaft gemacht. Den Unternehmen hat der starke Franken wirklich Probleme bereitet. Daher hat die Nationalbank auch bereits im September 2023 die Zinsen nicht mehr weiter erhöht. Die überraschende Senkung im März hat vermutlich auch einen taktischen Grund. Denn die nächste ordentliche Tagung der SNB ist erst nach den Europawahlen. Diese Wahlen bergen ein gewisses Risiko, dass sich vielerorts die Rechtspopulisten durchsetzen. Und dies könnte zu Verunsicherungen führen und eine Aufwertung des Schweizer Francs zur Folge haben,

Marc Brüttsch vereint umfassende Fachkenntnisse in Volkswirtschaft und Finanzen mit internationaler Erfahrung.

**„Bilanzrisiken der Finanzinstitute haben wir auf dem Radar, aber nicht allein in Bezug auf die Schweiz.“**

der verunsicherten Investoren gerne als Fluchtwährung und sicherer Hafen dient. Mit dem jüngsten Zinsschritt hat die SNB eine solche Entwicklung vorgezogen.

Zumal die erfreuliche Inflationsentwicklung den Spielraum dafür gewährt hat.

Die SNB hätte die Zinsen sicher nicht gesenkt, wenn die Inflationsentwicklung mittlerweile nicht punktgenau in der Mitte des angestrebten Zielbandes notieren würde. Zudem hat die Nationalbank ein Instrument in der Hand, mit dem sie die Inflation kurzfristig über eine Zinssenkung noch ein bisschen dämpfen kann. Das ist der Effekt, den die tieferen Zinsen auf den hypothekarischen Referenzzinssatz haben. Eine Zinssenkung bewirkt, dass der hypothekarische Referenzzinssatz nicht weiter angehoben wird. Und das wiederum heisst, dass keine weitere Runde mit Aufschlägen bei den Bestandsmieten erfolgt. Das hat natürlich einen erheblichen Einfluss auf die Inflation in der Schweiz, weil die Teuerung aktuell etwa zur Hälfte durch die Mietzinssenkung bestimmt wird.

Werden wir noch eine weitere Zinssenkung in diesem Jahr sehen?

Genau das ist jetzt die spannende Diskussion. Wir bei Swiss Life gehen davon aus, dass nur noch eine weitere Zinssenkung kommen wird. Es stellt sich die Frage, ob diese bereits im Juni oder erst im September erfolgt. Wir gehen in un-

### Zur Person

Marc Brüttsch, Chefökonom von Swiss Life, gilt als einer der bekanntesten Ökonomen der Schweiz. Gemeinsam mit seinem Team wurde er jüngst zum sechsten Mal seit 2015 mit dem «Forecast Accuracy Award» für die beste BIP- und Inflationsprognose für die Schweiz ausgezeichnet. Brüttsch studierte Volkswirtschaftslehre und Publizistikwissenschaften an der Universität Zürich und arbeitet seit 1993 bei Swiss Life. Zwei Auslandsaufträge führten ihn nach England und Frankreich. Seit 2000 ist er in der Funktion als Chefökonom verantwortlich für die Konjunkturanalyse, die bis heute Grundlage der gruppenweiten Anlageentscheide von Swiss Life ist.

serem Basisszenario davon aus, dass das erst im Herbst der Fall sein wird. Dieses Szenario beruht jedoch auf der Annahme, dass es im Nahen Osten zu keiner weiteren Eskalation kommt, die Inflation weiter sinkt und sich die Wirtschaft in Europa erholt.

Warum erweist sich die Schweizer Konjunktur als robust und rutscht nicht in eine Rezession ab, anders als etwa Deutschland?

Was den Nachfrageausfall aus China angeht und die Belastung durch die höheren Energiepreise, sind wir in der Schweiz von ähnlichen Entwicklungen betroffen wie die deutsche Exportwirtschaft. Wir verfügen aber über eine starke Pharmaindustrie und andere Exporteure, die Produkte für Nischenmärkte herstellen, welche von den weltwirtschaftlichen Zyklen weit weniger betroffen sind. Das hat auch dazu beigetragen, dass die Inflation hierzulande weniger stark angestiegen ist und das Thema des Kaufkraftverlustes viel weniger akut war. Darüber hinaus verdanken wir die stabile Wirtschaftslage aber vor allem auch der Zuwanderung. Wir haben rund ein Prozent Bevölkerungswachstum und rund ein Prozent Wirtschaftswachstum, daran ist gut erkennbar, woher das kurzfristige Wachstum kommt.

Trotz hartnäckiger Kerninflation sind die Aktienkurse in den USA auf Rekordniveau, der Arbeitsmarkt ist überraschend stark, und auch die mögliche Wiederwahl Trumps scheint keinen Einfluss auf die Märkte zu haben. Warum sind die US-Börsen so stabil?

In den vier Jahren unter Trump waren die Aktienmärkte tendenziell nervös, wenn es um Handelspolitik oder Tarifierhöhungen oder Ähnliches ging. Derzeit haben die Märkte aber eine eher abwartende Haltung eingenommen. Analysten setzen vermutlich auch darauf, dass, wer auch immer die Präsidentschaftswahl gewinnt, keine Mehrheit im Kongress haben wird. Entweder gewinnt Trump und dann erhält er keine Mehrheit im Kongress oder Biden bleibt im Amt und verliert die Mehrheit im Kongress. Ein allfälliger dritter, unabhängiger Kandidat würde wohl eher Stimmen von demokratischen Wählerinnen und Wählern erhalten.

Welche Folgen hätte eine Wiederwahl Trumps für Europa?

Präsident Biden betreibt genau wie Trump Protektionismus und Industriepolitik. Der Inflation Reduction Act ist Industriepolitik pur, nur mit einem grünen Mäntelchen. Dieses würde vermutlich wegfallen, wenn Trump wieder an die Macht käme. Aber ansonsten würde weiterhin knallharter Protektionismus betrieben. Der grosse Unterschied zwischen einer Trump- und einer Biden-Regierung besteht wahrscheinlich in der Ausrichtung gegenüber Europa und der Ukraine. Doch es ist noch zu früh, um hier eine Einschätzung abzugeben, der Wahlkampf geht ja erst los und die Wahlprogramme sind noch nicht geschrieben.

Die Aktienmärkte sind hoch bewertet, sowohl in den USA als auch in der Schweiz. Lohnt sich der Einstieg noch oder sollte man günstigere Einstiegsmomente abwarten?

Für langfristig orientierte Investoren sollte das Timing keine so grosse Rolle spielen. Aber die Märkte sind tatsächlich hoch bewertet, daher ist unsere Positionierung im Moment auch neutral. Wir erwarten tendenziell keine grossen Kurssteigerungen mehr in diesem Jahr, während wir das Szenario rückläufiger Kurse mit einer Wahrscheinlichkeit von 20 Prozent bewerten. Jetzt setzen wir darauf, dass die Zinsen eher zurückkommen, und zwar sowohl bei den kurzen Laufzeiten über die Geldpolitik als auch bei den langen Laufzeiten aufgrund der rückläufigen Inflation. Das würde die Bewertungssituation dann etwas entspannen.

Was spricht dennoch für den Schweizer Aktienmarkt?

Das sind einerseits die Dividenden und andererseits der defensive Charakter. Was auch in einem Szenario, wo eine Eskalation der geopolitischen Unsicherheiten miteinkalkuliert werden muss, an Wichtigkeit gewinnt. Dam ist der Schweizer Aktienmarkt vielleicht doch eine bevorzugte Wahl.

Und was spricht in der aktuellen Marktlage für Investitionen in den Schweizer Immobilienmarkt?

Real Assets halten wir weiterhin für attraktiv. Immobilien bleiben langfristig eine attraktive Anlageklasse. Dies umso mehr, als der Sektor jüngst den Beweis angetreten hat, dass Immobilien einen Schutz vor Inflation bieten und Erträge durch die Möglichkeit von Mietzinserhöhungen generieren können. Dies gilt vor allem in der Schweiz, wo kein Überangebot festzustellen ist und eher Knappheit herrscht.

Was aber auch zu Übertreibungen führen kann. Bei Immobilien verzeichnen wir seit Jahrzehnten steigende Preise, sodass regelmässig die Bubble-Frage gestellt wird.

Der Markt wird jetzt bereinigt. Und wir sehen auch bereits, dass die Diskontierungssätze konzentriert sind aber nicht auf die Schweiz allein, sondern auf die gesamte Weltwirtschaft. Seit März letzten Jahres existiert ein mögliches Risikoszenario, das sich aus dem US Commercial Real Estate ergibt und gewisse Parallelen zur Subprime-Krise von 2008 aufweist. Dies wäre ein potenzieller Auslöser, der zum bereits angespro-



**Bei Aktien sind die Märkte tatsächlich hoch bewertet. Für langfristig orientierte Investoren sollte das Timing aber keine grosse Rolle spielen.**

Apropos Übertreibungen: Viele Analysen sorgen sich über Bilanzrisiken der Finanzinstitute. Wie schätzen Sie hier das Risiko ein?

Die Bilanzrisiken der Finanzinstitute haben wir auf dem Radar. Unsere Einschätzung konzentriert sich aber nicht auf die Schweiz allein, sondern auf die gesamte Weltwirtschaft. Seit März letzten Jahres existiert ein mögliches Risikoszenario, das sich aus dem US Commercial Real Estate ergibt und gewisse Parallelen zur Subprime-Krise von 2008 aufweist. Dies wäre ein potenzieller Auslöser, der zum bereits angespro-

nen Szenario einer Marktkorrektur führen könnte, welches wir mit einer Wahrscheinlichkeit von 20 Prozent bewerten. Im Gegensatz zur Subprime-Krise damals haben wir das Risiko heute aber auf dem Radar.

Hat die Krise bei den gewerblichen Immobilien in den USA ähnliches Sprengpotenzial wie die Subprime-Krise?

Nein. Die aktuelle Situation ähnelt zwar dem Szenario von 2008, das Problem ist aber ein ganz ein anderes. Auch die Risiken wurden nicht in der gleichen Art wie damals verpackt und an ausländische Geschäftsbanken weiterverkauft. Aktuell besteht das Problem darin, dass weitere regionale Geschäftsbanken in den USA in Schieflage geraten und sich dies mit einem Domino Effekt auf die gesamte Weltwirtschaft ausbreiten könnte, einhergehend mit einem Vertrauensbruch unter den Kreditgebern. Eine solche Entwicklung hätte tatsächlich das Potenzial, an den Aktienmärkten eine erhebliche Korrektur auszulösen.

WEITERDENKEN,  
DIE ZUKUNFT LENKEN



UNABHÄNGIGKEIT



TRANSPARENZ



SICHERHEIT



FLEXIBILITÄT



LA COLLECTIVE  
DE PRÉVOYANCE  
DEPUIS 1974

copre@copre.ch  
www.copre.ch