

# Konvergieren die Aktienmärkte der Schweiz und Europas?



**Während die wirtschaftliche Verflechtung der Schweiz mit Europa laufend zunimmt, ist die Entwicklung auf den Aktienmärkten weniger eindeutig.**

*Von Claudine Hänny  
Investment Office Bank Leu AG*

Die Schweizer Wirtschaft hat sich während der letzten zwanzig Jahre sukzessive an diejenige Europas angepasst, so dass heute ein hoher Grad der Integration erreicht ist. Dieser wird sich nach Inkrafttreten der bilateralen sektoriellen Abkommen mit Sicherheit weiter erhöhen. Während bei Aussenhandel, Wirtschaftswachstum, Zinsen, Währungen und Preisentwicklung eine zunehmende Verflechtung der Schweiz mit Europa festgestellt werden kann, zeigt sich bei den Aktienmärkten ein anderes Bild.

Bei der näheren Betrachtung der Aktienmärkte wurden in einer Studie der Bank Leu in einem ersten Schritt die Korrelationsmuster der Schweiz mit den USA und der EU untersucht, wobei die rollende Berechnung der Korrelationskoeffizienten jeweils über ein Zeitfenster von 12 Monaten erfolgte (s. Grafiken 1 und 2). Die Korrelationskoeffizienten geben das Mass für die Wechselbeziehung zweier Grössen an, wobei die Spannbreite von -1,0 bis +1,0 reicht; am stärksten ist der Zu-

sammenhang bei 1,0, während bei -1,0 eine gegenläufige Beziehung besteht.

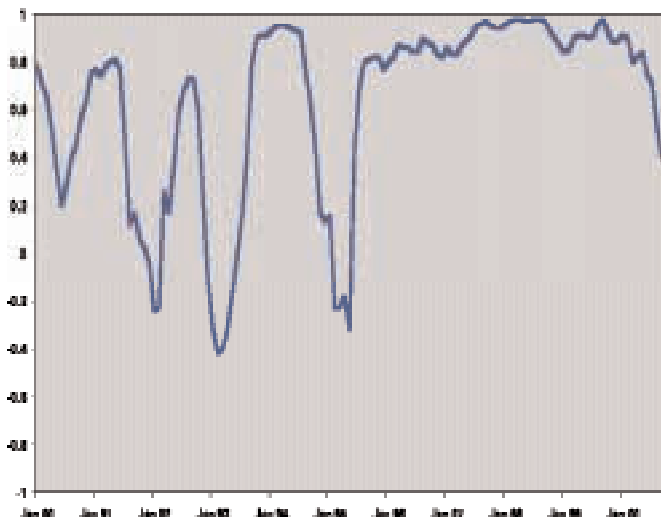
## **Keine grössere Korrelation mit Europa als mit den USA**

Aus der Untersuchung ging hervor, dass die Korrelation des Schweizer Aktienmarktes mit den europäischen Börsen von 1996 bis Ende 1999 durchschnitts auf einem hohen Niveau von über 0,8 lag. Allerdings korrelierte der Schweizer Aktienmarkt mit dem US-Gesamtmarkt ausser 1999 ebenfalls über der Marke von 0,8. Beim Vergleich der langfristigen Entwicklung, das heisst seit 1990, zeigt die Entwicklung der schweizerischen Börse sogar einen ähnlicheren Verlauf zu den USA als zu Europa. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die USA als Leitbörse einen entsprechend grossen Einfluss auf alle anderen Märkte ausüben.

Seit Anfang 2000 ist die Korrelation der Schweiz mit den USA und Europa rückläufig, wobei die Relation zur EU mit einem Koeffizienten von 0,6 etwas stärker zurückkam als die-

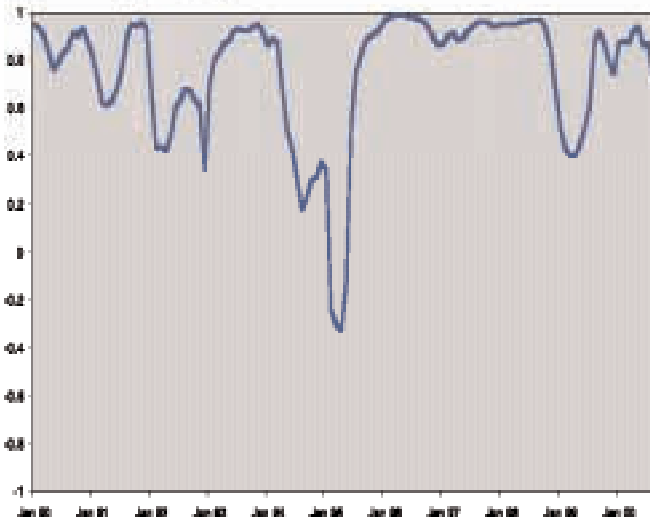
**Grafik 1: Korrelation Schweiz – EU**

Gesamtmärkte 1990 – 2000



**Grafik 2: Korrelation Schweiz – USA**

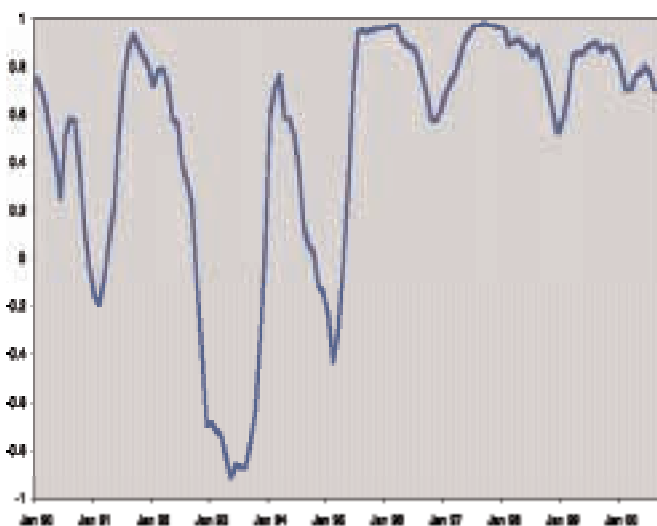
Gesamtmärkte 1990 – 2000



Im langjährigen Vergleich weist der Schweizer Aktienmarkt eine höhere Korrelation mit den USA als mit der EU auf.

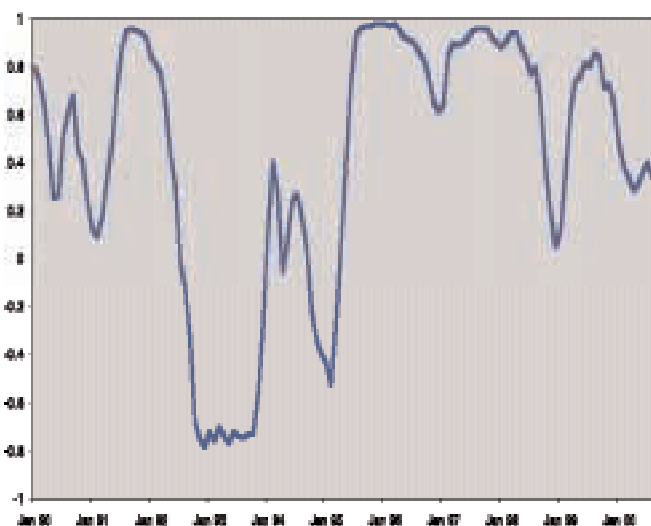
### Grafik 4: Korrelation Schweiz – Europa

Pharmasektor 1990 – 2000



### Grafik 5: Korrelation Schweiz – USA

Pharmasektor 1990 – 2000



Seit Ende 1995 bewegen sich die Pharmasektoren in der Schweiz, in Europa und in den USA weitgehend im Gleichschritt.

jenige zu den USA. Zurückzuführen ist dies auf die geringere Anzahl sogenannter «New-Economy-Titel» beziehungsweise den defensiveren Charakter der Schweizer Börse.

Die Korrelationsanalyse der breiten Marktindizes vermochte somit eine zunehmende Verflechtung der Schweizer Börse mit derjenigen der EU-Länder nicht zu bestätigen.

#### Schwierige generelle Aussagen über Branchentrends

Aufgrund der zunehmenden Globalisierung der Finanzmärkte sowie der wachsenden Bedeutung von internationalen Branchentrends hat die Aussagekraft von länderspezifischen Aktienindizes stark an Bedeutung verloren. Deshalb wurde in einem zweiten Untersuchungsschritt der Zusammen-

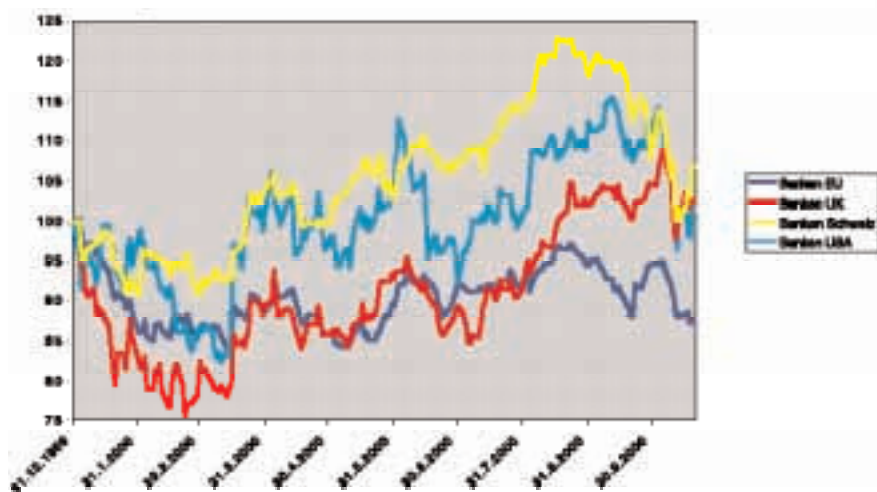
hang der drei für den schweizerischen Aktienmarkt wichtigsten Sektoren Banken, Versicherungen und Pharma wiederum mit den europäischen Börsen und dem US-Markt verglichen. Nachfolgend sollen die unterschiedlichen Verknüpfungen anhand des Banken- und Pharmasektors dargelegt werden. Da sich bei der Versicherungsbranche ein ähnliches Bild zeigt wie bei den Banken, wird auf diesen Sektor hier nicht näher eingegangen.

Die Analyse veranschaulicht, dass die Korrelation der Schweizer Banken mit denjenigen Europas in den letzten zehn Jahren in einer Spanne von -0,6 bis beinahe +1,0 erheblich schwankte. Während der Koeffizient von 1997 bis Ende 1999 mit 0,9 sehr hoch lag, kam er im Jahr 2000 so stark zurück, dass eigentlich kaum mehr von einer Abhängigkeit gesprochen werden kann.

Grafik 3 zeigt die unterschiedliche Entwicklung des Bankensektors in den EU-Ländern, der Schweiz, Grossbritannien und den USA seit Anfang 2000 eindrücklich auf. Daraus ist ersichtlich, dass die in Europa stark gewichteten britischen Banken im ersten Halbjahr 2000 im Vergleich zum übrigen Europa und der Schweiz eine deutlich schlechtere Entwicklung verzeichneten. Der Hauptgrund für die geringe Abhängigkeit liegt aber unseres

### Grafik 3: Entwicklung Bankensektor

Schweiz, Europa, USA; 2000



Seit Anfang 2000 ist die Korrelation des schweizerischen Bankensektors mit demjenigen der USA deutlich höher als mit jenem Europas.

Erachtens in der unterschiedlichen Struktur der Schweizer und der europäischen Banken: Während im Euro-raum vor allem kleinere, auf das Retail- und Kommerzgeschäft fokussierte Banken vorherrschen, weisen die beiden Grossbanken Credit Suisse Group und UBS eine ganz andere Unternehmensstruktur und -grösse auf. Sie sind globaler ausgerichtet, äusserst erfolgreich in der Vermögensverwaltung und haben ein starkes Standbein im Investment Banking. Diese Tendenz wird durch die kürzliche Übernahme von Paine Webber durch die UBS sowie die Akquisition von Donaldson, Lufkin & Jenrette durch die Credit Suisse Group noch weiter verstärkt werden. Die Struktur des Schweizer Bankensektors wird zunehmend mehr Ähnlichkeit mit den US-Bankinstituten aufweisen. In unserer Analyse konnte diese Annahme bestätigt werden: Seit Anfang 2000 ist die Gleichläufigkeit des schweizerischen Bankensektors mit dem der USA deutlich stärker (Korrelation von 0,3) als mit jenem Europas (Korrelation von 0,0).

Über die letzten zehn Jahre war die Korrelation mit dem US-Bankensektor aber ebenfalls grossen Schwankungen unterworfen. Bis heute besteht weder zwischen den Bankensektoren der Schweiz und Europas noch der USA eine ausgeprägte Abhängigkeit. Die Tatsache, dass der schweizerische Bankensektor klar von den beiden

Grossbanken Credit Suisse Group und UBS dominiert wird, erschwert eine generelle Aussage über Branchentrends noch zusätzlich, da unternehmensspezifische Faktoren zu stark ins Gewicht fallen.

#### **Pharmasektor als Paradebeispiel der Globalisierung**

Ein ganz anderes Bild zeigt die Pharmabranche. In diesem Sektor korrelierten die Märkte der Schweiz, der EU und der USA seit Ende 1995 stets auf sehr hohem Niveau (zwischen 0,5 und 0,9), wobei die Vergleichsziffer zu den USA 1998 kurzfristig einbrach (s. Grafiken 4 und 5). Die hohen Korrelationswerte im Pharmabereich widerspiegeln die starke Globalisierung dieser als defensiv erachteten Branche, welche viel weniger vom länderspezifischen Umfeld abhängig ist als zum Beispiel Banken und Versicherungen. Gegenwärtig ist die Entwicklung der globalen Pharmaindustrie durch eine grosse Anzahl von Fusionen, Akquisitionen, Partnerschaften und Allianzen geprägt, was die weltweite Konzentration weiter vorantreiben wird.

Seit Beginn des Jahres 2000 liegt die Korrelation der Schweizer Pharmaunternehmen im Vergleich zu Europa mit einem Wert von 0,8 deutlich höher als im Vergleich zu den USA (0,4). Der Grund dafür liegt in der zu Europa und der Schweiz deutlich besseren Kursentwicklung des US-Pharmasektors. So stiegen europäische Pharma-

titel im ersten Semester 2000 um rund 10%, während US-Werte 30% zuzulegen vermochten. Vor allem die im Vergleich zu den europäischen Gesellschaften merklich höheren Erträge sowie einige grössere Fusionen – zum Beispiel die Übernahme von Warner-Lambert durch Pfizer und der Zusammenschluss von Pharmacia & Upjohn mit Monsanto – waren für den gegenüber Europa besseren Kursverlauf verantwortlich.

#### **Keine systematische Erhöhung der Korrelation Schweiz – Europa**

Trotz zunehmender wirtschaftlicher Verflechtung kann bis anhin auf der Ebene der breiten Marktindizes keine systematische Erhöhung der Korrelation zwischen der Schweiz und den europäischen Aktienmärkten festgestellt werden. Auch auf Sektorebene ergeben sich im Vergleich zum US-Aktienmarkt und zu Europa keine grossen Unterschiede. Vielmehr verhalten sich einzelne Branchen als Folge der immer enger werdenden Verknüpfung der Weltwirtschaft und somit auch der Finanzmärkte global immer ähnlicher. Dabei gibt es Sektoren, bei denen das regionenspezifische Umfeld stärker zum Tragen kommt, etwa bei den Banken, als bei anderen, wie im Pharmabereich.

Die Basisstudie der Bank Leu «Die Schweiz und Europa – eine Analyse der wirtschaftlichen Verflechtung» kann unter der Adresse Bank Leu AG, LZMM 3, Postfach, CH-8022 Zürich bestellt werden.

Das Vermögensberatungsarchiv

[www.private-magazine.ch](http://www.private-magazine.ch)