

Negativzinspolitik der SNB Ausnahmesituation wird zum Dauerzustand



Von Dr. Daniel R. Witschi, CFA
Chief Investment Officer (CIO)
Mitglied der Geschäftsleitung
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Nach dem Ausbruch der Finanzkrise 2007/08 ergriffen die führenden Notenbanken neue, bis dahin undenkbare Wege, um die globale Wirtschaft vor einer Depression zu bewahren. Nebst der aggressiven Reduktion des Leitzinses verabreichten die Zentralbanken ihrer Wirtschaft über den Ankauf von Wertpapieren und/oder Devisen Liquiditätsspritzen. Der als sicherer Hafen geltende Schweizer Franken erlebte dabei eine massive Aufwertung. Um die Schweizer Wirtschaft vor dem drohenden Verlust ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit zu schützen und dem Risiko einer deflationären Entwicklung entgegenzuwirken, führte die Schweizerische Nationalbank (SNB) am 6. September 2011 einen Mindestwechsellkurs von 1.20 Franken pro Euro ein. Damit ein unkontrolliertes Anwachsen ihrer Bilanz verhindert werden konnte, gab die SNB Mitte Januar 2015 ihr Mindestkursziel für den Euro und die damit verbundenen Interventionen am Devisenmarkt jedoch überraschend auf. Der resultierende Aufwertungsdruck des Frankens wurde mit der gleichzeitigen Einführung von Negativzinsen auf die bei ihr liegenden Giroguthaben der Banken konterkariert.



und Rui M. Ramires, CFA
Investment-Strategie und
Portfolio Manager
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Dies hatte das Ziel, die Attraktivität des Frankens durch eine adäquate Zinsdifferenz zum Euro zu schmälern. Schon 1978 hatte die SNB erstmals Negativzinsen auf Bankanlagen verfügt, damals allerdings nur auf Guthaben ausländischer Anleger und lediglich für etwas mehr als ein halbes Jahr. Heute, mehr als 4 Jahre nach dem Beginn dieser als «unkonventionell» geltenden Geldpolitik, hält die SNB immer noch an den Negativzinsen fest. Die temporäre Ausnahme-situation ist zum Dauerzustand geworden.

Ursachen für die unerwartete Dauer der aktuellen Negativzinsperiode

Weshalb ist es 11 Jahre nach der Finanzkrise und trotz einer einmalig expansiven Geldpolitik in der Schweiz und im Ausland noch nicht zu einer Normalisierung der Konjunktur und des Zinsniveaus gekommen? Einer der Hauptgründe für die ungewöhnliche Langlebigkeit der Negativzinsen sind die anhaltend tiefen globalen Kapital- und Geldmarktsätze. Dies ist kein kurzfristiges Phänomen, sondern das Ergebnis einer langfristigen globalen Entwicklung, welche die Zinsen über die letzten 20 Jahren konti-

nuierlich hat fallen lassen. Für die wirtschaftliche Entscheidungsfindung sind allerdings nicht die kurzfristigen Nominalzinsen, welche die Nationalbank direkt steuert, sondern die langfristigen Realzinsen relevant. Letztere lassen sich von der Differenz zwischen den nominalen Zinsen und der Inflationsrate herleiten. Der aus Angebot an Ersparnissen und der Nachfrage nach Investitionen definierte gleichgewichtige Realzins ist nicht direkt beobachtbar und lässt sich nur indirekt und temporär von der Nationalbank beeinflussen. Vieles spricht jedoch dafür, dass das reale gleichgewichtige Zinsniveau heute ebenfalls tiefer liegt als früher. Dies widerspiegelt zum einen die grosse, demographisch bedingte Sparneigung der privaten Haushalte in den Industrieländern, welche das Kapitalangebot erhöht, und zum anderen die im Zug des Wandels von einer Industrie- zu einer Dienstleistungsgesellschaft gedrosselte Kapitalnachfrage der Unternehmen. All diese Faktoren führen dazu, dass der Realzins sich aktuell auf relativ tiefem Niveau befindet. Dieser langfristig sinkende globale Zinstrend, verbunden mit der zyklischen Komponente einer expansiven Geldpolitik zur Ankurbelung der konjunkturellen Entwicklung, haben entscheidend zur gegenwärtigen Niedrigzinsperiode beigetragen.

Aufgrund seiner internationalen Verflechtung ist für den Schweizer Geld- und Kapitalmarkt die Entwicklung seiner Handelspartner, insbesondere jener in der Eurozone, von besonderer Bedeutung. Die oben genannten globalen Faktoren werden durch die mittlerweile offensichtlichen Konstruktionsfehler der Europäischen Währungsunion verschärft. In einer Währungsunion ist ein Ausgleich unterschiedlicher Preissteigerungen durch Wechselkursanpassungen nicht möglich. Deshalb ist eine Bedingung für die dauerhafte Existenz einer Währungsunion, dass die wirtschaftliche Entwicklung seiner Mitgliedsländer konvergiert. Um dieses Ziel zu erreichen, sollte in der Eurozone der Stabilitäts- und Wachstumspakt dafür sorgen, dass sämtliche Mitgliedsländer ausgeglichene Staatshaushalte (max. 3% Budgetdefizit) und eine begrenzte

öffentliche Verschuldung (max. 60% des BIP) anstreben. Tatsächlich existieren aber auch 20 Jahre nach der Einführung des Euros noch grosse Unterschiede zwischen den nördlichen und den südlichen Euroländern punkto Wettbewerbsfähigkeit, Innovationskraft und Schuldenlast. Durch die weitgehende Ausschaltung einer nationalen Fiskalpolitik als konjunkturpolitisches Instrument bzw. der Inexistenz einer eigentlichen europäischen Fiskalpolitik konnte die resultierende Divergenz der Wettbewerbsfähigkeit einzelner Mitgliedsländer nur durch weitere Verschuldung der schwächeren Nationen kompensiert werden. Erschwerend kommt hinzu, dass die Kapitalisierung des europäischen Bankensystems im internationalen Vergleich weiterhin mangelhaft ist. Ein Grossteil der Eigenmittel ist in nationalen Staatsanleihen investiert. Schon geringe Preisschwankungen haben einen signifikanten Einfluss auf die Solvenz und damit auf die Kreditvergabefähigkeit der Banken. Der hohe Anteil an notleidenden Krediten in den Bilanzen, verbunden mit politischen Unsicherheiten, führt dazu, dass das Kreditvolumen nur unterdurchschnittlich steigt. Um diesen nachfrageseitigen Strukturschwächen und den damit einhergehenden Zersetzungsgefahren entgegenzuwirken, sieht sich die Europäische Zentralbank zu einer Politik genötigt, die das Ausmass der den Kapitalmärkten zur Verfügung gestellten Liquidität üppiger und das Niveau der Geldmarktsätze tiefer ausfallen lässt als dies ohne die oben erwähnten Konstruktionsfehler der Fall wäre. Ob die Eurozone diese Konstruktionsfehler in naher Zukunft überwinden kann, erscheint aus heutiger Perspektive fraglich. Erst ein anhaltend höheres, strukturelle Reformen erforderndes Wachstumsniveau würde einen langfristigen Anstieg der europäischen und damit auch der schweizerischen Realzinsen erlauben.

Selbstverständlich muss neben diesen strukturellen Überlegungen auch eine Einschätzung der globalen Konjunkturtrends vorgenommen werden, um eine Aussage über die Zinsentwicklung der nächsten 6 bis 18 Monate zu wagen. Wir wollen in diesem Zusammenhang nicht verschweigen, wie schwierig Zinsprognosen sind. Die meisten Kapitalmarktökonominnen und Zentralbanken lagen speziell seit der Finanzkrise mit Prognosen einer baldigen und nachhaltigen Zinswende strukturell falsch. In den vergangenen Monaten signalisierten verschiedene Frühindikatoren eine Abschwächung der

Kaufkraftparitätsberechnungen für den CHF/EUR-Wechselkurs



globalen Wirtschaftsdynamik. Derzeit befinden wir uns in der Spätphase des Konjunkturzyklus und die USD-Zinsstrukturkurve ist nahezu flach. In der Vergangenheit galt die Inversion der USD-Zinsstrukturkurve als zuverlässiger Indikator für eine bevorstehende Rezession. Jüngst trübte sich auch die Stimmung der Einkaufsmanager ein. Damit bleibt auch die Wahrscheinlichkeit eines baldigen Wiederanziehens des pan-europäischen Zinsniveaus, die Schweiz eingeschlossen, gering.

Konsequenzen der Negativzinspolitik für die Schweizer Wirtschaft

Den Vorteilen der Wechselkurspflege für die Exportwirtschaft stehen die Nachteile für die Anleger gegenüber: Die Kosten der Negativzinsen für institutionelle und private Anleger können als von der SNB erzwungene Subventionen für die Exporteure angesehen werden. Vertreter der SNB werden nicht müde darauf hinzuweisen, dass sich der ohnehin schon teure Franken bei einer Aufgabe der Negativzinsen noch weiter aufwerten und wesentliche Beschäftigungsverluste auslösen würde. Darüber, ob der Franken heute gegenüber dem Euro immer noch wesentlich überbewertet ist, lässt sich allerdings streiten. Unsere Kaufkraftparitätsberechnungen stützen die These eines deutlich unterbewerteten Euros nicht (s. Grafik). Dies liegt am kumulierten Inflationsvorsprung der Euroländer gegenüber der Schweiz über die letzten Jahre. Die von den Anlegern an die Exporteure geleistete Subventionen werden heute also vermutlich weniger benötigt als noch vor 4 Jahren.

Sicherlich müsste die SNB bei der Aufgabe der Negativzinsen am Devisenmarkt

Euros aufkaufen, wenn eine weitere potenzielle Aufwertung des Frankens eine gewisse Schmerzgrenze nicht übersteigen soll. Sie würde damit ihre Bilanz weiter vergrössern müssen, wodurch wiederum die Nachteile einer überdimensionierten Zentralbankbilanz evaluiert werden müssten. Ohne einen anhaltenden Anstieg der globalen und europäischen Kapital- und Geldmarktsätze erscheint uns die unilaterale Aufgabe der Negativzinsen seitens der SNB höchst unwahrscheinlich.

In einem Umfeld, wo die Realzinsen gering und unter dem realen BIP-Wachstum und der realen Expansionsrate der Unternehmensgewinne bleiben, nimmt, unabhängig vom Risikoprofil des Anlegers, die Bedeutung der Aktien in der strategischen Asset Allocation zu, jene der Obligationen ab. Tiefe, womöglich auch langfristig negative reale Verfallsrenditen begünstigen zudem Gold, das besonders in Phasen steigender politischer Unsicherheiten Wertsteigerungen erlebt. Bei höheren Aktien- und Goldquoten gewinnt das systematische Risikomanagement an Bedeutung. Um die mit einer höheren strategischen Aktienquote einhergehende Risikoerhöhung zu konterkarieren, bietet sich die systematische Diversifikation über globale Sektoren in Verbindung mit Style-Faktoren wie Qualität, Bewertung und Minimum-Volatilität an. Durch das Ernten dieser systematischen Risikoprämien können Anleger ihr Ertragspotenzial erhöhen, ohne unnötige zusätzliche Risiken einzugehen.

daniel.witschi@dreyfusbank.ch
 rui.ramires@dreyfusbank.ch
 www.dreyfusbank.ch