

Was bedeutet die neue Freiheit des Euro-Franken-Wechselkurses?

Ein ausserordentlicher Umstand hat die Anlageberatung Anfang 2015 geprägt. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat mit der Aufgabe der Euro-Untergrenze am 15. Januar und der damit verbundenen Frankenaufwertung die Wirtschaft einem Anpassungsschock ausgesetzt. Es droht eine Rezession, auch wenn sich die Wechselkursituation inzwischen wieder leicht entspannt hat. Im Folgenden werden diese besondere Situation und ihre Auswirkungen betrachtet.¹⁾



Von Markus Züsli
Regionenleiter Zürichsee
Private Banking, Bank Linth LLB AG

Die SNB sah sich im September 2011 am Kulminationspunkt der europäischen Schuldenkrise gezwungen, für den Euro eine Untergrenze von 1.20 Franken festzusetzen. Ziel dieser Massnahme war es, der Wirtschaft Zeit zu verschaffen, sich an die neuen Wechselkursrelationen anzupassen. Es war von Anfang an klar, dass die Nationalbank den Euro-Kurs irgendwann wieder freigeben würde. Ob der 15. Januar der richtige Zeitpunkt dafür war, darüber lässt sich streiten. Als flankierende Massnahme hat die SNB mit der Freigabe des Euro-Kurses den Zinssatz für bei ihr gehaltene Bank-einlagen um 50 Basispunkte auf $-0,75\%$ und das Zielband für den Dreimonats-Libor auf $-1,25\%$ bis $-0,25\%$ gesenkt. Trotzdem dürfte sie das Ausmass der Frankenaufwertung gegenüber allen wichtigen Währungen überrascht haben. Aus Sicht der Nationalbank hat der Franken überschossen und sollte sich mittelfristig wieder abschwächen.



und Marcel Rüegg
Regionenleiter Obersee
Private Banking, Bank Linth LLB AG

Für diese Annahme spricht nicht nur der Umstand, dass Märkte zu Überreaktionen neigen, sie ist auch aus ökonomischer Sicht plausibel. Als Folge der Frankenaufwertung droht der Schweizer Wirtschaft eine Anpassungsrezession, auch wenn der BIP-Rückgang nach der jüngsten Wechselkursentspannung niedriger ausfallen dürfte als die Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich (KOF) geschätzt hat. Sie ging in ihrer Prognose nämlich von einer Wechselkursrelation von 1:1 zwischen Franken und Euro bis Ende 2016 aus. Die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone hingegen scheint sich zu verbessern. Die Vorlaufindikatoren haben inzwischen in den positiven Bereich gedreht. Der Wertverlust des Euro und der Ölpreisverfall unterstützen die wirtschaftliche Erholung. Ausserdem werden von der Budgetpolitik weniger restriktive Wirkungen ausgehen. Es ist somit zu erwarten, dass im

2. Halbjahr einer sich abschwächenden Schweizer Konjunktur eine an Dynamik gewinnende Eurozone gegenübersteht. Unter diesen Voraussetzungen müsste der Franken einen Teil seiner Überbewertung wieder abbauen.

Eine starke Währung sorgt in einer Volkswirtschaft generell für eine effiziente und schlanke Produktionsstruktur. Eine solche Politik fordert vor allem die dem internationalen Wettbewerb ausgesetzten Sektoren wie Tourismus und Exportwirtschaft. Die durch den jüngsten Frankenschock notwendig gewordene Ausschöpfung vorhandener Rationalisierungspotenziale wird sich jedoch nur über einen längeren Zeitraum realisieren lassen. Kurzfristig wird die Exportwirtschaft deshalb wahrscheinlich Marktanteilsverluste erleiden. Wie gross diese und die damit verbundenen Wachstums-einbussen ausfallen, hängt wesentlich vom Ausmass der Aufwertung und dem Vorleistungsanteil der betroffenen Unternehmen ab. Da sich die Importe verbilligen, reduziert sich der Rückgang des Exportvolumens mit der Höhe des Anteils importierter Vorprodukte. Simulationsrechnungen zeigen, dass das Exportvolumen bei einer Aufwertung um 1% und einem Importanteil von 30% um rund 0,7% sinkt, während es bei einem Importanteil von 70% um rund 0,6% steigt. Die Folgen der SNB-Entscheidung vom 15. Januar treffen somit nicht alle Unternehmen im exponierten Sektor gleichermassen. Ein Umstand, den der Aktienmarkt in seiner ersten Reaktion sehr wohl berücksichtigt hat, auch wenn die Kurskorrektur in Einzelfällen zu schwach bzw. zu stark ausfiel.

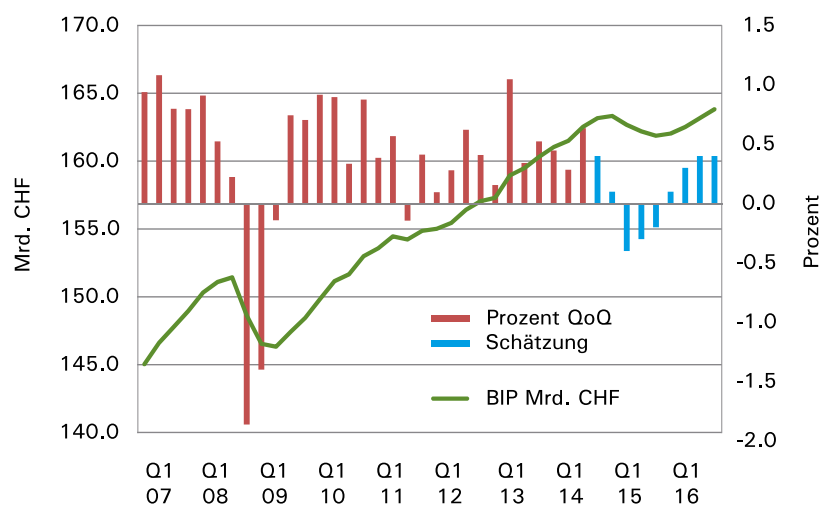
Inwieweit die Anpassungslasten im Allgemeinen und die damit verbundenen Ungleichheiten im Speziellen durch Subventionen gemildert werden sollen,

ist umstritten. Sollte man sich trotzdem für staatliche Hilfen aussprechen, wären diese auf jeden Fall degressiv, das heisst im Zeitablauf abnehmend, zu gestalten.

Aus makroökonomischer Sicht sind grundsätzlich die Konsumenten und Sparer die Nutzniesser einer starken Währung, auch wenn man allfällige Arbeitsplatzrisiken, Lohneinbussen und momentan die negativen Zinsen den Wohlfahrtsgewinnen gegenrechnen muss. Das tiefe Nominalzinsniveau auf dem schweizerischen Obligationenmarkt ist nicht auf die SNB-Entscheidung zurückzuführen, es ist das Ergebnis weltweit tiefer Zinsen. Nicht wenige Experten führen das schwache Wachstum der Weltwirtschaft auf das globale Ungleichgewicht zwischen geplanter Ersparnis und geplanter Investition zurück. Weltweit gesehen muss jedoch der Ersparnis eine entsprechende Verschuldung gegenüberstehen. Im Wesentlichen sind es der Zins- und der Nachfragemechanismus, welche die Pläne mit dieser Ex-post-Identität in Übereinstimmung bringen. Allerdings um den Preis, dass die wirtschaftlichen Akteure ihre Pläne nicht im gewünschten Masse umsetzen können. Die Konsequenz davon sind stagnierende oder sinkende Einkommen, Arbeitslosigkeit, Budgetdefizite und nicht zuletzt das tiefe Nominalzinsniveau. Mit der Einführung von Negativzinsen beabsichtigen die Zentralbanken, den Zinsmechanismus zu stärken, der Sparen und Investieren ins Gleichgewicht bringen soll. Inzwischen haben auch die Notenbanken von Dänemark und Schweden negative Zinsen eingeführt.

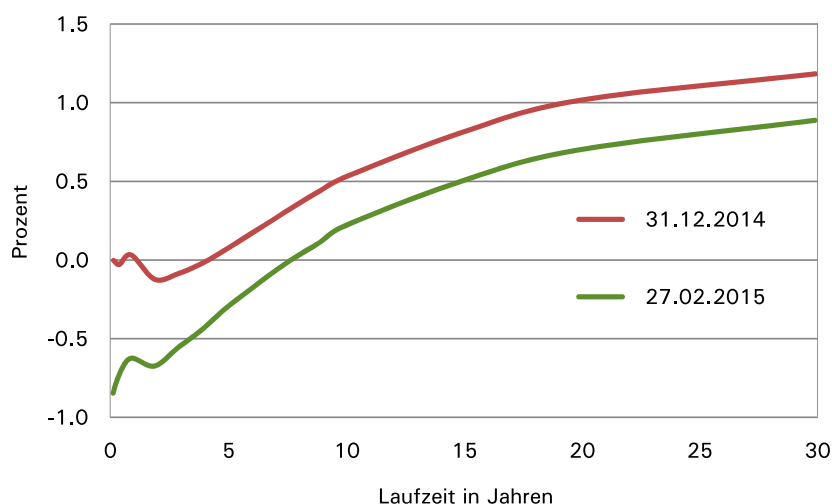
Auf dem schweizerischen Obligationenmarkt sind die Nominalzinsen zurzeit bis zu Laufzeiten von 8 Jahren im negativen Bereich. Das sind keine guten Nachrichten für den Sparer, vor allem nicht für jenen, der nicht in Aktien investiert sein will oder kann. Möchte er Vermögensverluste vermeiden, muss er grössere Anlagerisiken eingehen. Im festverzinslichen Bereich hat er die Wahl zwischen Zinsänderungs-, Kredit- oder Währungsrisiko. Das Zinsänderungsrisiko wird zurzeit durch zwei gegenläufige Kräfte bestimmt: die sich in den USA und Grossbritannien abzeichnende Zins-

Wirtschaftsentwicklung Schweiz



Quellen: ASM / Bloomberg

Swap-Sätze Schweizer Franken



Quellen: ASM / Bloomberg

wende und den Umstand, dass nichts auf einen raschen Abbau des globalen Sparüberhangs hindeutet. In diesem Spannungsfeld ist mit einer erhöhten Volatilität an den Obligationenmärkten zu rechnen, die vor allem am langen Ende zu deutlichen Kursreaktionen führt. Obwohl anzunehmen ist, dass das Nominalzinsniveau historisch gesehen tief bleiben wird, ist noch nicht absehbar, auf welchem Niveau sich der Gleichgewichtszins einpendeln wird. Es ist deshalb nicht ratsam, ausschliesslich Langläufer ins Portfolio zu legen. Nachdem sich die Risikoprämien in den vergangenen Jahren markant abgebaut haben, ist auch hinsicht-

lich der Kreditrisiken eine gewisse Zurückhaltung geboten. Der Einzelfall ist jeweils sorgfältig zu prüfen. Die Beimischung von Fremdwährungsanleihen erhöht ebenfalls das Portfoliorisiko. Das Zinsgefälle und der deutlich überbewertete Franken lassen dieses Risiko in Relation zum erwarteten Ertrag jedoch als vertretbar erscheinen.

1) Dieser Artikel entstand mit Unterstützung von Peter Goller, Chefökonom der LLB Asset Management AG (peter.goller@llb.li).

marcel.rueegg@banklinth.ch
markus.zuesli@banklinth.ch
www.banklinth.ch